

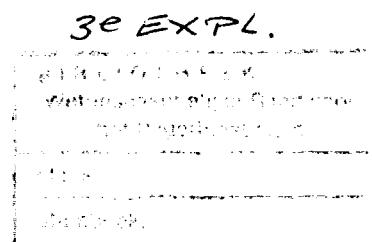
**V60  
1987**

Voorstudies en  
achtergronden

# Investerings en de financiële infrastructuur

H.G. Eijgenhuijsen  
J. Koelewijn  
H. Visser

Staatsuitgeverij, 's-Gravenhage 1987



CIP-GEGEVENS KONINKLIJKE BIBLIOTHEEK, DEN HAAG

Eijgenhuijsen, H.G.

Investeringen en de financiële infrastructuur / H.G. Eijgenhuijsen, J. Koelewijn. H. Visser. - 's-Gravenhage: Staatsuitgeverij. - (Voorstudies en achtergronden / Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, ISSN 0169-6688 ; v 60)  
ISBN 90-12-05665-9  
SISO 355.1 UDC [330.32:338.22](492)  
Trefw.: investeringsbeleid : Nederland.

## TEN GELEIDE

De Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid publiceerde in mei 1987 het Rapport aan de Regering 'Ruimte voor groei; kansen en bedreigingen voor de Nederlandse economie in de komende tien jaar'. In dat rapport wordt een aantal groeiscenario's geschetst waarvan de verwezenlijking in hoge mate afhangt van een verhoging van de investeringen tot een niveau dat in het begin van de jaren zeventig werd bereikt. Daartoe dienen wel voldoende financieringsmiddelen beschikbaar te zijn.

Beantwoording van de vraag of die middelen in de naaste toekomst beschikbaar zijn vraagt inzicht in de huidige en toekomstige werking van de financiële infrastructuur. Aan de heren H.G. Eijgenhuijsen, J. Koelewijn en H. Visser van de Vrije Universiteit te Amsterdam is gevraagd deze infrastructuur te bestuderen en daarover te rapporteren. Op verzoek van de WRR hebben de onderzoekers aandacht besteed aan de algemene karakteristieken van het bankwezen, de institutionele beleggers en andere instituten op de kapitaal- en geldmarkt. Daarbij is vooral nagegaan welke rol zij spelen bij de financiering van het bedrijfsleven, in welk deel van de vermogensbehoefte zij voorzien en hoe zij participeren in het bedrijfsbeleid. Ook is nagegaan op welke wijze de financiële instellingen bijdragen aan het tot stand komen van risicodragend vermogen, vooral ten behoeve van kleine en beginnende bedrijven.

Na een inleidend hoofdstuk waarin enkele relevante begrippen en samenhangen worden besproken volgt in hoofdstuk 1 een onderzoek naar de vermogensbehoefte van bedrijven nu en in de naaste toekomst. Er wordt aangetoond dat eerst een sanering van de vermogensstructuur nodig is, omdat de solvabiliteit van veel ondernemingen nog te wensen overlaat. Dit leidt tot een inhaalvraag naar eigen, risicodragend vermogen. Daarnaast zal in de naaste toekomst vraag naar eigen en vreemd vermogen ontstaan door verdere groei van de economie. Voor die vraag worden, op basis van door de auteurs zelf ingevoerde veronderstellingen over verwachte groei en andere kengetallen, onder- en bovengrenzen aangegeven. De brede marge tussen die grenzen illustreert de onzekerheid die ten aanzien van de toekomstige vraag bestaat.

In hoofdstuk 2 wordt een overzicht gegeven van wettelijke regelingen die betrekking hebben op de internationale kapitaalstromen. Deze regelingen zijn van belang om inzicht te krijgen in de mogelijkheden bij een groeiende economie Nederlandse besparingen te behouden voor investeringen in het binnenland.

In hoofdstuk 3, de kern van de studie, wordt de financiële infrastructuur uitvoerig beschreven. De WRR acht het bijzonder belangrijk dat daarbij gebruik is gemaakt van informatie van andere deskundigen en personen die in deze sector werkzaam zijn. De concrete en actuele gegevens die zo zijn verkregen verhogen de waarde van de studie.

Het onderzoek maakt duidelijk dat in het functioneren van het bankwezen knelpunten kunnen ontstaan bij de voorziening van het bedrijfsleven met lang vreemd vermogen. Dit zou enerzijds samenhangen met de verscherpte concurrentie tussen banken, anderzijds met nieuwe activiteiten die het grote bedrijfsleven ontwikkelt op het terrein dat traditioneel aan de banken is voorbehouden. Daarnaast zijn blijkbaar veranderingen in de samenstelling van de gezinsbesparingen van betekenis, in het bijzonder de verschuiving van vrije naar contractuele besparingen. Overigens hebben de auteurs tussen de verlaging van vrije en de verhoging van contractuele besparingen geen oorzakelijk verband kunnen vaststellen. Deze ontwikkelingen kunnen leiden tot een tekort aan lange middelen voor de banken waardoor de kredietverlening aan het bedrijfsleven onder druk komt te staan. Maatregelen en voorschriften van de Nederlandsche Bank, bedoeld om de rentabiliteit en de solvabiliteit van het bankwezen te handhaven of te verbeteren, zouden de banken kunnen bemmeren slagvaardig de concurrentie het hoofd te bieden.

De studie toont verder aan dat de overdracht van besparingen in de vorm van risicodragend vermogen naar kleine risicovolle ondernemingen op hindernissen stuit. Ook blijken beginnende ondernemers moeite te hebben met het verkrijgen van vermogen. Uit het onderzoek blijkt dat voor deze bedrijven risicodragend vermogen duur is vanwege de kleinschaligheid en de grote risico's die eraan zijn verbonden. Deze segmenten van de markt worden nog steeds slecht bediend ondanks de vele instituten die speciaal voor deze ondernemingen zijn ontworpen. De auteurs doen enkele interessante aanbevelingen die tot verbeteringen kunnen leiden.

Belangrijk is eveneens dat wordt geconstateerd dat als gevolg van een geringe administratieve en organisatorische capaciteit en een gebrekkig inzicht in de structuur en werking van het financiële systeem de ondernemers in dit deel van het bedrijfsleven onvoldoende van de bestaande voorzieningen gebruik kunnen maken. Ter verbetering van hun situatie zouden de instituten die in dit deel van de kapitaalmarkt opereren de kleinere en startende bedrijven daarbij moeten helpen. De vraag rijst daarom of verbetering van de financiële infrastructuur hier niet ten dele moet bestaan uit uitbreiding van de mogelijkheden om deze hulp te bieden in plaats van uit het oprichten van nog meer gespecialiseerde instituten. Dit zou uiteraard kostenverhogend werken. Daarom kan men zich afvragen of er voor de overheid geen taak is weggelegd om door eigen activiteiten dan wel subsidies deze hulp betaalbaar te houden.

Met deze publikatie hoopt de Raad een discussie in brede kring op gang te brengen over de werking van de financiële infrastructuur in Nederland.

Prof. dr. W. Albeda  
Voorzitter WRR

Prof. drs. C.J. van Eijk,  
Voorzitter WRR-projectgroep  
Ruimte voor groei

## INHOUDSOPGAVE

<b>VERANTWOORDING</b>	7
<b>SAMENVATTING EN CONCLUSIES</b>	8
<b>0. SPAREN, INVESTEREN EN HET FINANCIËLE SYSTEEM</b>	11
<b>1. DE VERMOGENSSTRUCTUUR EN -BEHOEFTE VAN HET BEDRIJFSLEVEN</b>	19
1.1 Inleiding	19
1.2 De grote ondernemingen	19
1.2.1 <i>De vermogensstructuur</i>	19
1.2.2 <i>Evaluatie</i>	21
1.3 De kleine en middelgrote bedrijven en de starters	23
1.3.1 <i>De financiële structuur van het MKB</i>	23
1.3.2 <i>Startende ondernemingen</i>	25
1.3.3 <i>Enige kwantitatieve gegevens</i>	27
1.4 De omvang van de huidige vermogensbehoefte: een kwantificering	27
1.4.1 <i>Een schatting van de beschikbare hoeveelheid eigen vermogen</i>	27
1.4.2 <i>De aard en omvang van de huidige vermogensbehoefte</i>	29
1.5 De potentiële vraag naar vermogen in de toekomst	31
1.5.1 <i>De ontwikkelingen tot 1990</i>	31
1.5.2 <i>De lange-termijn ontwikkelingen</i>	31
1.6 De overheid en de vermogensstructuur van bedrijven	32
1.6.1 <i>De Wet Investeringsrekening (WIR)</i>	33
1.6.2 <i>De Garantierегeling Midden- en Kleinbedrijf</i>	34
1.6.3 <i>Conclusie</i>	34
1.7 Samenvatting en conclusies	34
<b>APPENDIX BIJ HOOFDSTUK 1: Een rekenexercitie met betrekking tot de voorziening in eigen vermogen</b>	36
<b>2. HET INTERNATIONALE KAPITAALVERKEER</b>	38
2.1 Formele regelingen	38
2.2 Het EG-beleid	39
2.3 Conclusies	40
<b>3. DE ALLOCATIE VAN VERMOGEN</b>	42
3.0 Inleiding	42
3.1 De algemene banken	42
3.1.1 <i>Het aanbod van vermogen door de banken</i>	42
3.1.2 <i>Knelpunten in het passief bedrijf van de banken</i>	43
3.1.3 <i>Knelpunten in het actief bedrijf van de banken</i>	45
3.1.4 <i>Omwegfinanciering: de relatie tussen de algemene banken en niet-bancaire financiële instellingen</i>	48
3.1.5 <i>De toekomstige positie van het bankwezen als verschaffer van vermogen</i>	51
3.1.6 <i>Samenvatting en conclusies</i>	54
3.2 De institutionele beleggers	55
3.2.1 <i>Inleiding</i>	55
3.2.2 <i>Het beleggingsgedrag van de institutionele beleggers</i>	55
3.2.3 <i>De samenstelling van de beleggingsportefeuilles in de afgelopen jaren</i>	57
3.2.4 <i>De relatie tussen de institutionele beleggers en andere financiële intermediairs</i>	60
3.2.5 <i>De institutionele beleggers en de financiering van het bedrijfsleven</i>	60

3.2.6	<i>Conclusies</i>	62
3.3	Het aanbod van risicodragend vermogen door de NPM, NIB, MIP, PPM's, ROM's en Startfondsen	62
3.3.1	<i>Inleiding</i>	62
3.3.2	<i>Een inventarisatie van de vermogensverschaffers en hun doelstellingen</i>	64
3.3.2.1	De Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM)	64
3.3.2.2	De Nationale Investeringsbank (NIB)	65
3.3.2.3	De Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP)	66
3.3.2.4	De Particuliere Participatie Maatschappijen (PPM's)	67
3.3.2.5	De Regionale Ontwikkelings Maatschappijen (ROM's)	68
3.3.2.6	De startfondsen van de NMB en de Rabo	69
3.3.3	<i>Evaluatie</i>	69
3.3.3.1	De effectiviteit	69
3.3.3.2	Concurrentievervalsing?	71
3.3.3.3	Huidige en toekomstige knelpunten	73
3.3.4	<i>Aanbevelingen</i>	74
3.4	Directe externe financiering	75
3.4.1	<i>De aandelenmarkt</i>	75
3.4.2	<i>De parallelmarkt</i>	78
3.4.3	<i>De obligatiemarkt</i>	79
3.4.4	<i>Conclusies</i>	79
	<b>AANGEHAALDE LITERATUUR</b>	81
	<b>BIJLAGE 1 Lijst van afkortingen</b>	85

## VERANTWOORDING

Het onderhavige rapport is een redactioneel bewerkte en verkorte versie van de studie 'Groeibelemerende factoren en de rol van financiële instellingen bij de financiering van investeringen', die in opdracht van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid is uitgevoerd. Deze studie is op 28 februari 1987 aan de WRR aangeboden. Ten behoeve van het onderzoek hebben wij met verschillende instanties gesprekken gevoerd. Wij zijn de volgende personen en instanties bijzonder erkentelijk voor hun bereidheid om ons te woord te staan en/of voor het commentaar dat zij hebben geleverd op een eerdere versie van dit rapport.

- De heren P. Vermeer en Tj.H. Siem van de Raad voor het Midden- en Kleinbedrijf.
- De heer B. Nootboom en zijn medewerkers van het Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf.
- De heren M.C. van der Harst en R. Schuitemaker van het Directoraat-Generaal voor de Industrie van het ministerie van Economische Zaken.
- De heer Th. van IJsseldijk van het TNO, Projectgroep Innovatieve Industriële Bedrijven.
- De heer W.J. de Ridder van de Stichting Maatschappij en Onderneming.
- De heer P.T.G. van Aalst van Job Creation Amsterdam.
- De heer G. Zalm, ministerie van Economische Zaken, directie Algemene Economische Politiek.
- De heren J. Blaak en J.M.H. Dols van de Maatschappij voor Industriële Projecten NV.
- De heer J. van Doorn van de Nationale Investeringsbank NV.
- De heer C.C.H. Swinkels van de Nederlandse Participatie Maatschappij NV.

Helaas mogen wij - vanwege het vertrouwelijke karakter van de gesprekken - niet allen die hun medewerking aan ons onderzoek hebben verleend met name noemen. Maar ook naar de niet genoemden gaat onze dank uit.

Verder bedanken wij de volgende personen en instellingen voor het ter beschikking stellen van cijfermateriaal, het uitvoeren van berekeningen of het beantwoorden van vragen.

- De heren P.M. Mallekoote en P.L.C. Hilbers van De Nederlandsche Bank.
- De heer M.F.L. Zegers van de Stichting Garantiefonds Rabobanken.
- De heer R.Th. Brokking van NMB Participatie Beheer BV.
- De heren J. Koning, A.M. Bloem en J.T. Offereins van het CBS, hoofdafdeling Financiële statistieken, respectievelijk hoofdafdeling Nationale Rekeningen.
- De heer J.H.G.M. Daamen van het CBS, hoofdafdeling kapitaalgoederenvoorraad en balansen.
- De heren D. van der Wijst en W. Verhoeven van het EIM.
- De heren V.R. Okker, B.H. Hasselman en A.H.M. de Jong van het CPB.

Paragraaf 3.3 is een herbewerking van een bijdrage van één van de auteurs van deze rapportage in het Tijdschrift De Naamlooze Vennootschap, jaargang 65, januari/februari 1987 (J. Koelewijn, Recente Ontwikkelingen op de markt voor riscodragend vermogen: resultaten en (te verwachten) knelpunten).

De verantwoordelijkheid voor de in deze rapportage weergegeven feiten en opvattingen berust volledig bij de auteurs.

## SAMENVATTING EN CONCLUSIES

1. In *macro-economisch* opzicht worden in onze economie voldoende besparingen gevormd om investeringen uit binnenlandse bron te kunnen financieren. Gegeven de te verwachten ontwikkeling van de spaarquote op middellange termijn, zullen zich ook in de komende jaren geen macro-economische knelpunten manifesteren.

2. De dalende *solvabiliteit* van het bedrijfsleven heeft, vooral in de periode na 1975, het investeringspotentieel van het bedrijfsleven vermindert. Doordat men de vermogensverhoudingen in onvoldoende mate door winstinhoudingen of aandelenemissies kon verbeteren, nam de financiële kwetsbaarheid van het bedrijfsleven toe.

3. Het bedrijfsleven heeft het winstherstel, dat zich na 1982 voor het eerst in de op export gerichte sectoren en met vertraging in de binnenlandse sectoren manifesteert, vooral aangewend voor het verbeteren van de vermogensverhoudingen. In het bijzonder bij de grote bedrijven zijn zodanige financieringsoverschotten ontstaan, dat het uitblijven van een adequaat *investeringsherstel* bij deze bedrijven niet verklaard kan worden op grond van onvoldoende financieringsmogelijkheden. In het bijzonder voor deze groep bedrijven hangt het uitblijven van investeringen mede samen met de onvoldoende gunstige rentabiliteitspositie en de onzekere rendementsverwachtingen. Het hoge niveau van Nederlandse investeringen in het buitenland vormt hier ook een aanwijzing voor.

4. Voor zover in onze economie sprake is van knelpunten in de financiële sfeer die de investeringsmogelijkheden van bedrijven beperken, zullen deze vooral gelden voor *kleine en middelgrote bedrijven alsmede startende ondernemingen*. Deze bedrijven ondervinden in verschillende opzichten problemen bij de toetreding tot het financiële systeem. Door de terughoudende opstelling van het bankwezen kunnen zij slechts in beperkte mate vreemd vermogen aantrekken. Het verwerven van eigen vermogen wordt bemoeilijkt door het ontbreken van toegang tot de openbare vermogensmarkt. Men moet eigen vermogen veelal en voornamelijk door winstinhouding genereren. Startende ondernemers zijn voor het aantrekken van eigen vermogen als regel op hun persoonlijke omgeving aangewezen. De mogelijkheden daartoe zijn in de Nederlandse samenleving beperkt.

5. De huidige *vermogensbehoefte* van het bedrijfsleven heeft vooral betrekking op risicodragend vermogen. Deze behoefte bestaat primair bij starters, kleine en middelgrote bedrijven.

6. De verschuiving in de samenstelling van de besparingsstromen van vrije naar contractuele besparingen heeft belangrijke gevolgen voor de *aard van het aanbod van vermogen*.

Doordat contractuele besparingen neerslaan bij institutionele beleggers die een terughoudende beleggingsstrategie volgen, is het aanbod van vermogen in toenemende mate risicomidend van aard geworden. Een groot deel van de contractuele besparingen wordt aangewend ter financiering van het overheidstekort.

De daling van de vrije gezinsspaarquote heeft belangrijke gevolgen voor de passieffinanciering van het bankwezen. Deze categorie financiële instellingen ondervindt in toenemende mate moeilijkheden met het aantrekken van lange passiva. Het bankwezen kan daardoor zijn functie van financiële intermediair niet optimaal vervullen.

Door het verminderen van de vrije gezinsspaarquote wordt op micro-economisch niveau de relatie tussen sparen enerzijds en investeren anderzijds minder duidelijk. Steeds minder worden besparingen in de individuele levenssfeer aangewend ter financiering van ondernemingen.



7. *Het bankwezen* ziet zich met verschillende problemen geconfronteerd. In het kredietverleningsbedrijf kampen de banken met een stagnerende vraag naar kredieten. Doordat tegelijkertijd de concurrentie door de toetreding van nieuwe partijen uit binnen- en buitenland toeneemt, komen de tarieven die men in rekening kan brengen onder druk te staan. Men slaagt er onvoldoende in om de risicograad van de uitzettingen in de tariefstructuur tot uitdrukking te brengen.

De banken stellen zich, mede onder invloed van de in het recente verleden geleden verliezen op de debiteurenportefeuille, terughoudender op dan voorheen bij het verstrekken van nieuwe kredieten. Van de huidige opstelling van de banken gaat mogelijk een remmend effect uit op de economische ontwikkeling.

Voorts is een ontwikkeling waar te nemen, dat eerste klas debiteuren buiten het bankwezen om middelen aantrekken op de vermogensmarkt. Ook is er een tendens dat grote ondernemingen in toenemende mate zelf bankiersachtige activiteiten tot ontwikkeling brengen. Hierdoor wordt de intermediaire functie van het bankwezen aangetast.

Het aantrekken van relatief goedkope lange passiva door het bankwezen wordt bemoeilijkt door het stagneren van de vrije gezinsbesparingen. Daarnaast is de concurrentie om de spaargelden verscherpt door het toetreden van nieuwe marktpartijen. De banken zien zich genoodzaakt tegen steeds scherpere voorwaarden – in termen van opvraagbaarheid van en rentevergoeding over de spaartegoeden – spaargelden aan te trekken. De passiva die de banken op de kapitaalmarkt kunnen verwerven zijn naar verhouding kostbaar, zodat ook deze financieringsbron weinig aantrekkelijk is.

Het gevolg van deze ontwikkelingen is, dat de rentabiliteitspositie van het bankwezen onder druk staat. De Nederlandsche Bank dringt aan op een zodanige tariefstructuur, dat de risico's waaraan de banken blootstaan alsmede de kosten die bepaalde diensten met zich meebrengen, op een adequate wijze tot uitdrukking worden gebracht.

8. De banken zijn met De Nederlandsche Bank overeengekomen dat zij de groei van het *netto-geldscheppend bedrijf* beperken. Dit zal de banken nopen tot hetzij een vergroting van hun beroep op lange middelen, hetzij een beperking van de uitbreiding van de kredietverlening gefinancierd met relatief goedkope korte middelen. Het gewenste rentabiliteitsherstel van het bankwezen zal door deze afspraak met de centrale bank belemmerd worden. Voorts is het niet uitgesloten dat de banken genoodzaakt zullen worden zich voor hun passieffinanciering tot de institutionele beleggers te wenden. Dit zal een margeverkrappend effect tot gevolg hebben.

9. De Nederlandsche Bank heeft in 1986 de banken aanvullende *solvabiliteitseisen* opgelegd voor verschillende soorten, niet op de balans voorkomende activiteiten. Verder is de Bank voornemens de reeds bestaande vermogensseisen voor de verschillende soorten uitzettingen te verzwaren en de eisen ten aanzien van de samenstelling van het garantievermogen te verscherpen. Dit kan tot gevolg hebben dat de nu nog bestaande solvabiliteitsruimte van de banken op een zodanige wijze inkrimpt, dat de banken in hun mogelijkheden tot het verstrekken van nieuwe kredieten beperkt worden.

10. *De institutionele beleggers* vormen op de Nederlandse kapitaalmarkt verreweg de grootste categorie aanbieders van vermogen. Gegeven hun huidige portefeuillstrategie, beleggen zij overwegend in weinig risicovolle vastrentende waarden of onroerend goed. Slechts een relatief gering deel van hun middelen wordt aangewend in de risicodragende sfeer. Voor zover dit het geval is, richten zij zich op grote bedrijven waarvan de aandelen liquide vermogensobjecten zijn.

Institutionele beleggers verstrekken in de huidige situatie nauwelijks

middelen aan kleine en middelgrote bedrijven. Er bestaat geen infrastructuur waardoor financieringsmiddelen van institutionele beleggers naar deze bedrijven gesluisd kunnen worden. Bovendien zou het verschaffen van middelen aan dit deel van het bedrijfsleven voor de institutionele beleggers relatief hoge informatie- en transactiekosten impliceren.

Er is derhalve niet alleen sprake van een kwalitatieve discrepantie tussen vraag naar en aanbod van vermogen in de zin dat de vraag overwegend op risicodragend vermogen betrekking heeft, waar een risicomijdend aanbod tegenover staat. Het financiële systeem is ook niet in staat vele relatief kleine vragers aan een beperkt aantal grote aanbieders te koppelen.

11. *De aanbodzijde van de markt voor risicodragend vermogen* is sterk in ontwikkeling. De vermogensverschaffing aan bepaalde categorieën bedrijven is verbeterd door de garantieregeling Particuliere Participatie Maatschappijen. Voorts is er sprake van een strategieverandering van reeds bestaande instellingen, zoals de Nationale Investeringsbank, de Maatschappij voor Industriële Projecten en de Nederlandse Participatie Maatschappij. Door de verbeterde werking van de markt is de vermogensverschaffing aan reeds langer bestaande, kansrijke ondernemingen verbeterd. Dit laat echter onverlet dat jonge, risicovolle ondernemingen nog steeds onvoldoende in hun behoefte aan risicodragend vermogen kunnen voorzien.

Op de middellange termijn bestaat de mogelijkheid, dat er geen goed functionerende markt zal zijn, waarop participaties afgestoten kunnen worden. Het verdient aanbeveling nu reeds maatregelen te nemen waardoor mogelijke problemen op de secundaire markt voor participaties voorkomen kunnen worden.

12. Een belangrijk knelpunt blijft de financieringsproblematiek van *starters en zeer kleine bedrijven*. Zij kunnen moeilijk bij de huidige kapitaalverschaffers in hun vermogensbehoefte voorzien. Gegeven het feit dat deze ondernemingen voornamelijk vanuit de particuliere sfeer worden gefinancierd, zouden maatregelen die de overheid neemt voornamelijk gericht moeten zijn op het mobiliseren van particulier kapitaal. Een mogelijkheid om het aantrekken van risicodragend vermogen door fiscale faciliteiten te stimuleren, zou kunnen bestaan uit het verruimen van de mogelijkheden om commanditaire vennootschappen op te richten. Een andere mogelijkheid is dat aan startende ondernemers, onder nauwkeurig omschreven voorwaarden, uitstel wordt gegeven van het betalen van winstbelasting. Op deze wijze zouden zij gedurende een beperkt aantal jaren de beschikking krijgen over renteloos vreemd vermogen.

## 0. SPAREN, INVESTEREN EN HET FINANCIËLE SYSTEEM

In dit hoofdstuk komt een drietal onderwerpen met een inleidend karakter aan de orde. Allereerst staan we stil bij de betekenis van het financiële systeem voor de investeringen. Vervolgens geven we aandacht aan enige macro-economische samenhangen. Als derde onderwerp komt de feitelijke ontwikkeling van het internationale kapitaalverkeer aan de orde. Het hoofdstuk wordt afgerond met een samenvatting en enige conclusies.

Ondernemerscapaciteiten en financieel vermogen zijn ongelijkmatig over de bevolking verdeeld. Degenen die een onderneming willen starten of uitbreiden, zullen in het algemeen middelen van anderen moeten aantrekken. Die anderen verschaffen vermogen in ruil voor eigendomsbewijzen of een vordering op de investerende persoon of onderneming. Er is dan sprake van externe financiering: de investerende huishouding ontvangt middelen van andere huishoudingen, niet in ruil voor geleverde goederen en diensten, maar in ruil voor vermogenstitels of financiële activa. Dat zijn bewijzen van vorderingen op of eigendom van andere huishoudingen.

De personen of ondernemingen of instellingen die financiële middelen aantrekken, heten deficithuishoudingen. De personen, ondernemingen of instellingen, die middelen fourneren zijn surplushuishoudingen.

Deficithuishoudingen kunnen zich rechtstreeks tot surplushuishoudingen wenden. Dit is directe externe financiering. Er kan evenwel ook middeleverdracht via tussenschakels geschieden. In dat geval is er sprake van directe externe financiering. De deficithuishouding wendt zich dan niet tot de surplushuishouding maar tot een financiële instelling. Deze instelling treedt op als intermediair tussen de deficithuishouding en de surplushuishouding (Visser, 1980, hfdst. 2). Een dergelijke instelling verschaft aan deficithuishoudingen voor eigen risico en rekening middelen en trekt zelf middelen aan van surplushuishoudingen. Daarnaast kunnen financiële instellingen ook bemiddelen bij de directe externe financiering, door als makelaar op te treden, en de financiering vergemakkelijken door garanties te verschaffen.

Directe externe financiering kan met hoge kosten gepaard gaan. Deficithuishoudingen en surplushuishoudingen moeten partners zoeken met wie ze het eens kunnen worden over het bedrag en de aard van de te verhandelen financiële activa. Dat vergt informatiekosten en bovendien zijn de mogelijkheden beperkt. Bij het zoeken naar partners en het nagaan van hun kredietwaardigheid treden schaalvoordelen op. Het is daarom vaak goedkoper om die activiteiten door gespecialiseerde instellingen te laten verrichten, die zowel als makelaar als voor eigen rekening kunnen opereren. In dat laatste geval zorgen zij niet alleen voor een daling van de informatiekosten, maar kunnen zij ook zowel de surplushuishoudingen als de deficithuishoudingen van dienst zijn door van de laatste andersoortige financiële activa te kopen dan zij aan de eerste aanbieden. Dat andersoortige betreft bedrag, looptijd, opbrengst, risico en liquiditeit. Financiële instellingen zorgen voor transformatie van bedrag, risico en looptijd (Wytzes, 1978). Immers, zij kunnen vele kleine bedragen bijeenbrengen en daardoor weer grote bedragen uitlenen, maar ook omgekeerd. Zij kunnen dankzij de wet van de grote aantallen het risico spreiden. Zij kunnen ten slotte zeer liquide activa, die de houder onmiddellijk of op korte termijn kan realiseren, aanbieden en zelf middelen voor langere termijn verschaffen.

Op grond van het voorafgaande mag men verwachten dat er een positieve samenhang bestaat tussen de financiële ontwikkeling en de reële economische ontwikkeling in een volkshuishouding. Er is een goede financiële ontwikkeling wanneer externe financiering, zowel direct als indirect, goedkoop en probleemloos geschiedt, zodat geldmiddelen gemakkelijk van surplushuishoudingen naar deficithuishoudingen gesluisd wor-

den. Een hoge graad van reële economische ontwikkeling betekent een hoge produktie per hoofd van de werkende bevolking, mogelijk gemaakt door een behoorlijk volume van de investeringen en een goede allocatie van investeringsmiddelen. Een goede allocatie wil zeggen een zodanige aanwending dat het marginale rendement in de verschillende richtingen weinig uiteenloopt.

Voor de financiering van de investeringen in Nederland staan de nationale besparingen, gecorrigeerd voor de in- en uitvoer van vermogen ter beschikking. Na 1970 hebben zich belangrijke veranderingen voorgedaan in niveau en samenstelling van de nationale besparingen. Een overzicht van enkele relevante cijfers staat in tabel 0.1.

**Tabel 0.1 Het verloop en de samenstelling van de Nationale Besparingen, 1970-1985 (mln. glds.)**

	1970	1975	1980	1982	1985
Netto Nationaal Inkomen tegen marktprijzen	111.480	199.610	303.320	330.620	373.440
Nationale Besparingen	21.850	30.540	34.810	39.920	57.420
In % van het N.N.I.	19,6	15,3	11,5	12,1	15,4
waarvan:					
- Overheid	4.580	4.000	2.680	-8.780	-3.340
in % N.N.I.	4,1	2,0	0,9	-2,7	-0,9
- Bedrijven	6.500	5.500	7.000	9.500	22.500
In % N.N.I.	5,8	2,8	2,3	2,9	6,0
- Gezinnen	10.770	20.951	25.130	39.200	38.260
In % N.N.I.	9,7	10,5	8,3	11,9	10,2
waarvan:					
- Contractueel	5.830	15.390	23.470	27.450	30.870
In % N.N.I.	5,2	7,7	7,7	8,3	8,3
- Vrij	4.940	5.560	1.660	11.750	7.390
In % N.N.I.	4,5	2,8	0,5	3,6	2,0
Waarvan:					
- Via banken	3.510	9.790	9.930	7.210	6.350
In % N.N.I.	3,1	4,9	3,3	2,2	1,7
- Overig	1.430	-4.230	-8.270	4.350	1.040
In % N.N.I.	1,3	-2,1	-2,7	1,3	0,3

Bron: CBS, Nationale Rekeningen, diverse jaren.

Als percentage van het netto nationale inkomen daalden de nationale besparingen na 1970 tot ze in 1980 het dieptepunt bereikten. Daarna herstelden ze zich. De overheid en de bedrijven, voor zover georganiseerd in de NV-vorm, droegen aan die daling bij. De gezinnen en de overige bedrijven veel minder. Hun besparingen waren als percentage van het nationale inkomen veel stabiel. Binnen de besparingen van gezinnen worden contractuele en vrije besparingen onderscheiden. De contractuele besparingen komen tot stand op basis van vrijwillig of verplicht aangegane overeenkomsten met levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Deze besparingen zijn in de periode 1970-1985 als percentage van het netto nationale inkomen aanzienlijk gestegen.

Deze stijging wordt wel toegeschreven aan of mede verklaard uit fiscale discriminatie van de vrije besparingen. Die verklaring komt vooral uit kringen van het bankwezen. Nu worden inderdaad besparingen via pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen fiscaal bevoordeeld doordat pensioenpremies geheel en lijfrentepremies tot een bepaald bedrag fiscaal aftrekbaar zijn. De opbrengsten van deze besparingen worden bij uitkering van de pensioenen en de lijfrenten belast meestal tegen lagere marginale tarieven dan die waarmee het inkomen ten tijde van het werkzame leven wordt belast.

Om verschillende redenen echter kan het fiscale regime niet worden gebruikt om de gesignaleerde ontwikkeling te verklaren. Het grootste deel van de contractuele besparingen heeft een verplicht karakter. Een keuzemogelijkheid waarbij fiscale motieven van belang zouden zijn be-

staat dus niet. Bovendien blijkt de toeneming van de contractuele besparingen niet te worden veroorzaakt door vergroting van het verschil tussen premiebetalingen en uitkeringen, maar door toeneming van de toege-rekende rentebaten. Die toeneming vloeit vooral voort uit de stijging van de reële rente in de afgelopen jaren.

De verandering in de samenstelling van de gezinsbesparingen is van betekenis voor de mogelijkheden die banken hebben om in hun lange vermogensbehoefte te voorzien. Door de daling van de vrije besparingen stagneert de aanwas van de lange passiva van de banken. Ook daalt het aanbod van risicodragend vermogen op de kapitaalmarkt. (Voor een uitvoeriger behandeling van deze ontwikkeling, zie Eijgenhuijsen e.a., 1987, hfdst. 2).

Indien zich problemen met betrekking tot de vermogensvoorziening manifesteren, ontstaan deze doordat zelffinanciering in onvoldoende mate plaats kan vinden en de externe financiering belemmeringen onder-vindt. Deze belemmeringen kunnen ontstaan, doordat de transmissieka-nalen tussen de sectoren in de economie niet goed functioneren.

Een globaal tekort aan middelen is echter minder goed denkbaar. Aan de hand van de monetaire analyse, zoals het CPB die in het Centraal Economisch Plan presenteert, kan dat duidelijk gemaakt worden. In het kader van deze analyse berekent het CPB van een zestal sectoren de fi-nancieringssaldi op kasbasis. Deze financieringssaldi zijn als volgt opge-bouwd. Van de binnenlandse sectoren berekent men door het salderen van besparingen en investeringen de inkomensoverschotten. Het binnen-landse inkomensoverschot is gelijk aan het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. Overstijgen de besparingen de investeringen dan is er sprake van een overschot op de lopende rekening; in het omgekeer-de geval is er een tekort. Vervolgens worden bij inkomensoverschotten de verstrekte vermogensoverdrachten en de verstrekte overheidskredieten opgeteld. Hieruit resulteert het financieringsoverschot op transactiebasis. Na een correctie voor de toeneming van de vorderingen door berekening op kas- in plaats van transactiebasis verkrijgt men de financieringsover-schotten op kasbasis.

Het voordeel van deze analyse boven de eenvoudiger benadering, waarbij men slechts let op het saldo van de lopende rekening, is dat men nu inzicht kan verkrijgen in de werkelijke vermogensstromen tussen de sectoren onderling, zoals die op kasbasis hebben plaatsgevonden. Een nadeel is echter dat de cijfers van de gezinnen en bedrijven vaak samen-gevoegd worden. Dit heeft tot gevolg, dat het niet eenvoudig is de ont-wikkeling van de sector bedrijven afzonderlijk te analyseren. Bij wijze van illustratie geven we hier de cijfers voor 1985 weer.

**Tabel 0.2 Monetair overzicht 1985 (mld. glds.)**

	binnenlandse sectoren	buitenland
1. Besparingen	56,04	- 18,90
2. Investerings	37,14	-
3. Inkomensoverschot (1)-(2)	18,90	- 18,90
4. Verstrekte vermogensoverdrachten	0,89	- 0,89
5. Vorderingen overschot (3)-(4)	18,01	- 18,01
6. Verstrekte overheidskredieten	0,90	- 0,90
7. Financieringsoverschot op transactiebasis (5)-(6)	17,61	- 17,61
8. Toeneming vorderingen door kas/transactie- verschillen	- 0,09	0,09
9. Financieringsoverschot op kasbasis (-) (8)-(7)	- 17,70	17,70

Bron: CPB, Centraal Economisch Plan, 1986, bijlage A2.

Uit deze tabel blijkt dat het totale financieringssaldo van alle binnen-landse sectoren gelijk is aan het financieringssaldo van het buitenland. Dit verband valt ook eenvoudig in te zien als men beseft dat een finan-cieringsoverschot (-tekort) inhoudt dat op een geaggregeerd niveau be-zien de inkomsten van een land groter (kleiner) zijn dan de uitgaven.

Dat kan slechts met het buitenland als tegenpartij. Uit bovenstaande gegevens kan men concluderen dat vanuit de monetaire sfeer geredeneerd een eventueel tekort aan (overschot aan) financiële middelen ex-post opgevangen zal worden door de toevloeiing van (afvloeiing van) middelen uit (naar) het buitenland.

Vanuit de reële sfeer geredeneerd kan zich in een gesloten huishouding ten aanzien van de investeringen het probleem voordoen dat er onvoldoende besparingen gevormd worden. Dat zal het geval zijn als het produktie-apparaat volledig bezet is en de consumptieve bestedingen zodanig met de investeringen concurreren dat de voor de gewenste investeringen benodigde besparingen, dat wil zeggen beschikbaar stellen van de produktiecapaciteit, niet vrijkomen. In een open economie bestaat echter de mogelijkheid om middelen vanuit het buitenland aan te trekken.

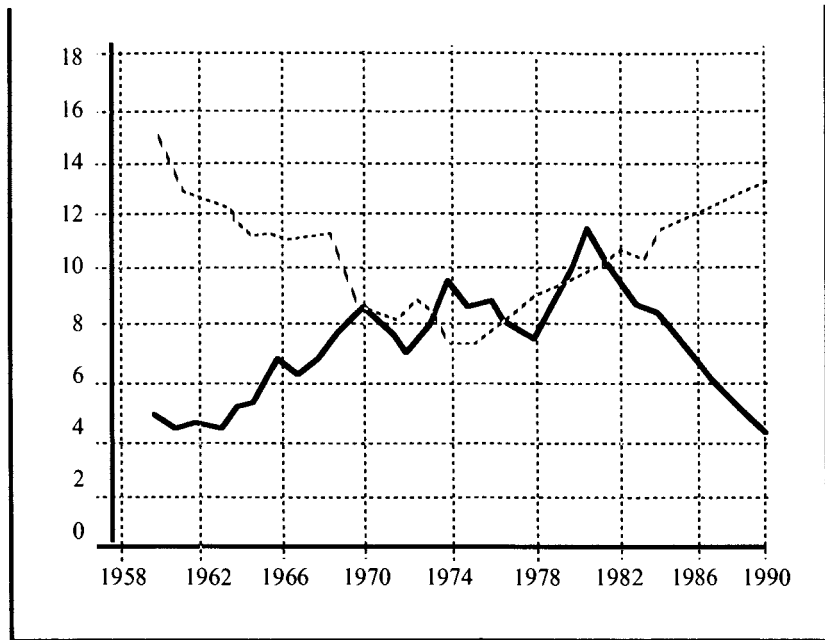
Behalve bij volledige bezetting van het produktie-apparaat kan een gebrek aan besparingen, geredeneerd vanuit de reële sector, nooit een rem op de investeringen vormen. Wel kan er een gebrek aan financiële fondsen zijn, in die zin dat voor projecten met een goede rendementsverwachting geen of onvoldoende middelen ter beschikking worden gesteld. Het probleem is dan dat er te weinig mogelijkheden zijn om winsten in te houden en/of te grote obstakels aanwezig zijn in de kanalen tussen surplus-huishoudingen en deficit-huishoudingen. In dat geval zijn er knelpunten met betrekking tot de transmissie van vermogen van overschot-huishoudingen naar tekorthuishoudingen.

In de periode vanaf 1974 tot en met 1985 is, met uitzondering van de jaren 1978, 1979 en 1980, steeds sprake geweest van een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. In totaal bedroeg dit overschot, op kasbasis, f 47,7 miljard. Daartegenover stond een netto kapitaalexport – afgezien van kort handelskrediet – van f 55,1 miljard. Verminderen we dit bedrag met de eenzijdige kapitaaloverdrachten en het kapitaalverkeer van de overheid, dan resteert aan kapitaalverkeer van de particuliere, niet-bancaire sector een geaccumuleerde netto uitvoer van f 47,6 miljoen. Het overschot van de netto-kapitaalexport boven het saldo van de lopende rekening, f 7,4 miljard in totaal, is gefinancierd door een toeneming van de verplichtingen van de banken tegenover niet-ingezetenen met in totaal f 11,9 miljard. Het verschil ad f 4,5 miljard tussen deze twee getallen spoort met een stijging van de officiële reserves ad f 6,8 miljoen met daartegenover een bedrag aan netto ontvangsten van f 2,3 miljard uit hoofde van nog te rubriceren posten.

Wat betreft het particuliere, niet-bancaire kapitaalverkeer valt op dat de Nederlandse directe investeringen in het buitenland elk jaar belangrijk omvangrijker zijn dan de directe buitenlandse investeringen in Nederland. De discrepantie schommelt tussen f 1,7 miljard in 1975 en 9,0 miljard in 1985. Dit duidt niet op een tekort aan middelen in Nederland. Men zou eerder kunnen denken aan een gebrek aan aantrekkelijke investeringsmogelijkheden in Nederland. Een netto stroom van directe investeringen naar het buitenland is wellicht onvoldoende om deze conclusie te kunnen trekken, maar aanwijzingen in die richting vormen ook het lage investeringsniveau in die periode en de onderbezetting van de produktiefactoren. Een andere aanwijzing in deze richting is ook, dat het marginale rendement op investeringen in de periode tussen 1973 en 1982 lager of gelijk was aan de rente op staatsleningen. Pas na 1982 manifesteert zich een zodanige rendementsverbetering in combinatie met een daling van de lange rente, dat het marginale rendement op nieuwe investeringen beduidend boven de lange rente uitstijgt.

Het overschot op de lopende rekening is voor een belangrijk deel op dit lage investeringsniveau terug te voeren. Betere rendementsverwachtingen zouden tot hogere investeringen, een hoger nationaal inkomen en daardoor tot een omvangrijker invoer kunnen leiden. De geringe investeringsneiging komt tot uitdrukking in een hoog particulier spaaroverschot

**Figuur 0.1 Een schatting van het verwachte rendement op nieuwe investeringen vergeleken met het rendement bij belegging in staatsschuld, 1958-1990.**



Bron: CPB, Centraal Economisch Plan 1986, blz. 203.

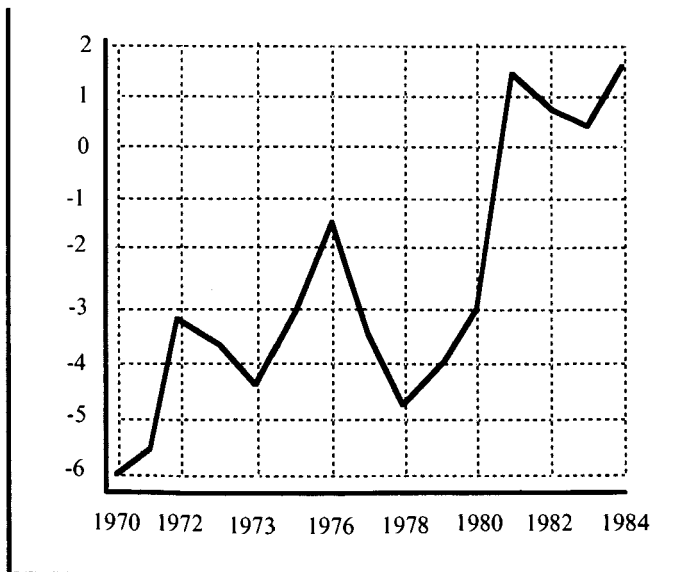
— Rente op langlopende staatsleningen.

- - - Rendement op nieuwste jaargang.

(financieringsoverschot), dat meer dan voldoende is om de gestegen spaartekorten van de overheid te compenseren.

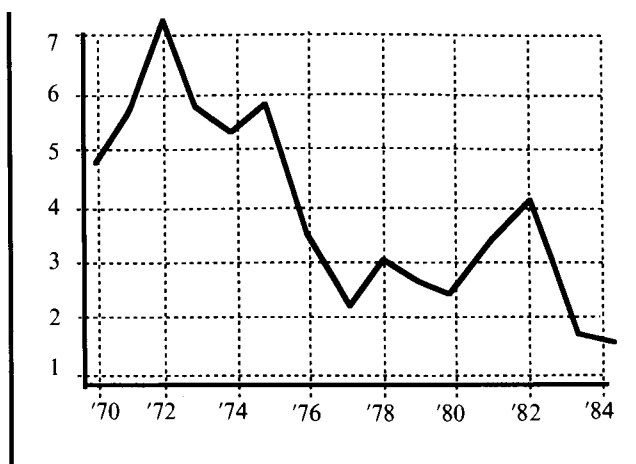
Uit onderstaande grafieken blijkt, dat de sector bedrijven in zijn geheel een financieringsoverschot kent. Dit financieringsoverschot is samengesteld uit een netto spaaroverschot en vermogensoverdrachten en kredieten van de overheid. Als gevolg van de hoge financieringsoverschotten van de bedrijven is het kapitaalmarktberoep van de gezinnen en bedrijven sterk teruggelopen.

**Figuur 0.2 Het financieringsoverschot van bedrijven, 1970-1984 (in procenten van het NNP)**



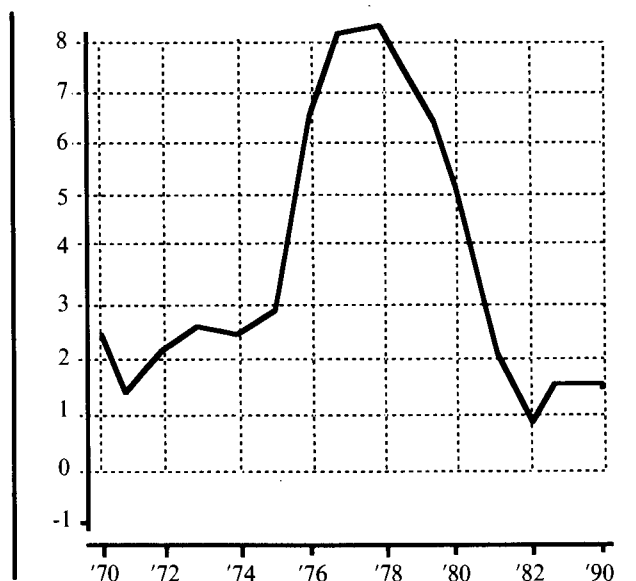
Bron: CPB, Centraal Economisch Plan 1986, blz. 136.

**Figuur 0.3 Het kapitaalmarktberoep van gezinnen en bedrijven, overige titels, 1970-1984 (in procenten van het NNP)**



Bron: CPB, Centraal Economisch Plan 1986, blz. 139.

**Figuur 0.4 Het kapitaalmarktberoep van gezinnen en bedrijven (hypotheek), 1970-1984 (in procenten van het NNP)**



Bron: CPB, Centraal Economisch Plan 1986, blz. 139.

De geringe aantrekkelijkheid van Nederland voor directe investeringen houdt niet in dat beleggen in Nederland onaantrekkelijk zou zijn. In het effectenverkeer zien we in het algemeen een groter bedrag aan netto verkopen van binnenlandse effecten aan het buitenland dan netto aankopen van buitenlandse effecten uit het buitenland. Uit tabel 0.3 blijkt dat Nederland in het algemeen risicomijdend vermogen aan het buitenland verstrekt, terwijl de cijfers een grote mate van afhankelijkheid laten zien voor wat betreft het aanbod van risicodragend vermogen.

De cijfers illustreren duidelijk de grote mate van risico-aversie van de Nederlandse beleggers. In hoofdstuk 3 zullen wij hierop verder ingaan. Tevens valt op dat bij de particuliere kredietverlening de uitgaande bedragen de binnenkomende bedragen in het algemeen in niet onbelangrijke mate overtreffen. Het is waarschijnlijk dat deze kredietverlening eerder samenhangt met handelstransacties en wellicht met de financiering van directe investeringen in concernverband dan met directe rendementsoverwegingen.



**Tabel 0.3 Aanbod en beroep op de Nederlandse kapitaalmarkt (mln. glds.)**

	1976	1980	1981	1982	1983	1984	1985*
<i>Aanbod:</i>							
<i>Binnenland</i>							
- Aandelen	- 62	- 1550	- 775	- 1081	- 34	- 456	- 31
- Obligaties	4102	6206	9371	17484	22919	24711	21591
- Onderhandse leningen o/g	15922	19091	21024	24152	19024	13440	21086
<i>Buitenland<sup>a)</sup></i>							
- Nederlandse aandelen	- 311	960	513	1072	1190	- 292	2779
- Nederlandse obligaties	- 416	3549	1267	1007	195	1047	2025
- Onderhandse leningen o/g	-	-	-	-	-	-	22
<i>Beroep</i>							
<i>Binnenland</i>							
- Aandelen	170	369	421	93	1091	1152	2428
- Obligaties	3246	8984	9717	15584	20227	20887	16917
- Onderhandse leningen o/g	14546	18297	20186	22468	17492	12064	18833
<i>Buitenland<sup>b)</sup></i>							
- Buitenlandse aandelen	- 563	- 959	- 683	- 101	60	- 1901	320
- Buitenlandse obligaties	440	628	921	2906	2888	4871	6699
- Onderhandse leningen o/g	1376	795	839	1683	1631	1355	3275

Bron: DNB, jaarverslag 1986, tabel 7 van de statistische bijlage, exclusief hypotheeken en onroerend goed.

\* voorlopige cijfers

a) Aankopen door het buitenland.

b) Verkoop naar het buitenland.

Kijkt men niet alleen naar de saldi maar ook naar het totaal van de bedragen die in het particuliere niet-bancaire kapitaalverkeer in beide richtingen de grens overschrijden, dan valt op dat deze bedragen tussen 1978 en 1985 een orde van grootte bereiken van één- à driemaal het totale bedrag aan netto investeringen in Nederland. Bij gunstige rendementverwachtingen zal er, zo kan men op basis van deze gegevens verwachten, geen enkele kwantitatieve financiële belemmering zijn om investeringen in Nederland te financieren. Wij benadrukken dat dit het globale beeld betreft. Men zou misschien kunnen denken dat alleen ondernemingen die groot genoeg zijn om op de internationale kapitaalmarkten te opereren, gebruik kunnen maken van de stromen die nu de grens passeren. Evenwel, een substantiële stijging van de voor investeringen gevraagde middelen in het binnenland zou met een relatief beperkte afbuiging van de nu uitgaande geldstromen gefinancierd kunnen worden. Daar zouden in beginsel ook ondernemingen die niet groot genoeg zijn om op de internationale kapitaalmarkten te lenen, gebruik van kunnen maken.

Samenvattend kunnen uit het voorgaande de volgende conclusies worden getrokken.

Een goed werkend financieel systeem bevordert het tot stand brengen van investeringen. Het is een intermediair tussen overschothuishoudingen met financieringsoverschotten en tekorthuishoudingen met financieringstekorten. Financiële intermediairs zorgen voor de transformatie van bedrag, risico en looptijd van vermogenstitels. Tevens vergroten zij de liquiditeit van deze vermogenstitels.

Het aanbod van diensten door het financiële systeem wordt veelal door de vraag vanuit de reële sector bepaald. Daarnaast is het echter ook denkbaar dat een niet adequaat werkende financiële sector - die niet aan de behoefte van de reële sector tegemoetkomt - de reële ontwikkeling belemmert. Verder is het mogelijk dat vanuit het financiële systeem de reële ontwikkeling positieve impulsen ondervindt. In dat geval heeft het financiële systeem een leidende functie.

In een open economie is een globaal tekort aan financiële middelen moeilijk denkbaar. Indien een volkshuishouding in haar geheel een fi-

nancieringstekort kent, zal dat tekort ex-post opgevangen kunnen worden door kapitaalimport. Een nadere analyse van de monetaire ontwikkeling van onze economie laat zien dat in de afgelopen jaren sprake is geweest van aanzienlijke financieringsoverschotten. Hierdoor kon ons land in niet onaanzienlijke mate netto-kapitaalexporteur zijn. Op macro-economisch niveau is derhalve sprake van ruime monetaire verhoudingen. De ruimte op de binnenlandse financiële markten is zo groot dat de overheid haar sterk toegenomen tekorten ruimschoots uit de binnenlandse besparingen kan financieren zonder dat ze daarbij het bedrijfsleven van de vermogensmarkt verdringt. Wij sluiten echter niet uit dat het bedrijfsleven op een indirecte wijze nadeel ondervindt van de overheidstekorten.

De sector gezinnen en bedrijven als geheel kent reeds gedurende een aantal jaren - mede ten gevolge van de toegenomen overheidsoverdrachten - aanzienlijke financieringsoverschotten. Het gaat hier echter om een geaggregeerde grootte, waardoor het werkelijke beeld versluierd wordt. Er is sprake van een toenemend aantal bedrijven dat financieringstekorten kent. Het is niet uitgesloten dat zij, ondanks de ruime financiële verhoudingen, niet in hun vermogensbehoefte kunnen voorzien. Vooruitlopend op één van de conclusies in hoofdstuk 1 stellen we vast dat de vermogensbehoefte vooral betrekking zal hebben op risicodragend vermogen.

Het blijkt dat onze economie voor de voorziening van risicodragend kapitaal in belangrijke mate is aangewezen op het buitenland. Er bestaan blijkbaar knelpunten in het financiële systeem van de Nederlandse economie in termen van het kwalitatief uiteenlopen van de vraag naar en het aanbod van vermogen. Dit vormt het onderwerp van hoofdstuk 3 van deze studie.

# 1. DE VERMOGENSSTRUCTUUR EN -BEHOEFTE VAN HET BEDRIJFSLEVEN

## 1.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komen enige aspecten van de vermogensstructuur van het bedrijfsleven aan de orde. De nadruk ligt daarbij op de ontwikkeling van de solvabiliteit; dit is de verhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen van een onderneming. Wij maken daarbij een onderscheid tussen kleine, middelgrote en grote ondernemingen. Het criterium voor indeling in deze categorieën is als volgt. Bedrijven met minder dan 200 werknemers worden als kleine ondernemingen beschouwd, tussen de 200 en 500 is er sprake van middelgrote bedrijven, en bedrijven met meer dan 500 werknemers beschouwen wij als grote ondernemingen.

Over kleine en middelgrote ondernemingen is slechts weinig relevant cijfermateriaal beschikbaar. Wij zullen ons voor deze categorieën bedrijven moeten beperken tot het doen van kwalitatieve uitspraken. Met betrekking tot de grotere ondernemingen, waarvoor relevant cijfermateriaal beschikbaar is, wordt nagegaan hoe de vermogensstructuur zich de afgelopen decennia ontwikkeld heeft. Op basis van het onderzochte cijfermateriaal geven we een indicatie van de aard en omvang van de vermogensbehoefte.

Het presenteren van nauwkeurige cijfers wordt door verschillende factoren bemoeilijkt (zie Eijgenhuijsen e.a., 1987, blz. 74 noot 1). Het beschikbare cijfermateriaal heeft slechts betrekking op grote ondernemingen met rechtspersoonlijkheid. Het cijfermateriaal is in hoge mate geaggregeerd, waardoor het moeilijk is indicaties te geven over de financiële structuur van bedrijven op het niveau van subsectoren. Wij zullen ons derhalve in dit hoofdstuk vooral richten op het aanduiden van kwalitatieve tendenties. Indien en voor zover kwantitatieve grootheden aangegeven worden, in termen van beschikbaar vermogen of vermogensbehoefte, zal dat vooral een orde van grootte-benadering zijn.

## 1.2 De grote ondernemingen

### 1.2.1 *De vermogensstructuur*

De belangrijkste informatiebronnen met betrekking tot de financiële structuur van grote bedrijven zijn de CBS-Statistiek van de Beurs-NV's en de CBS-Statistiek Financiën van Ondernemingen. De Statistiek van de Beurs-NV's geeft over de periode 1965-1984 een beeld van de solvabiliteit van de ter beurze genoteerde ondernemingen. Uit deze informatiebron blijkt, dat in 1965 de gemiddelde verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen 54/46 beliep. In 1970 was deze verhouding veranderd tot 44/56, terwijl in 1981 een verhouding 32/68 werd bereikt. In 1982 en 1983 liep de solvabiliteit - onder invloed van het rendementsherstel - op tot 34/66. In 1984 werd een verhouding van 37/63 bereikt. Deze verschuiving in de vermogensstructuur beschouwt men in brede kring als een verslechtering (zie onder meer Faber en Von Dewall, 1985; Rietkerk, 1983; Appels, 1986; Van de Paverd, 1982 en CPB, 1986). Verderop komen wij hierop terug.

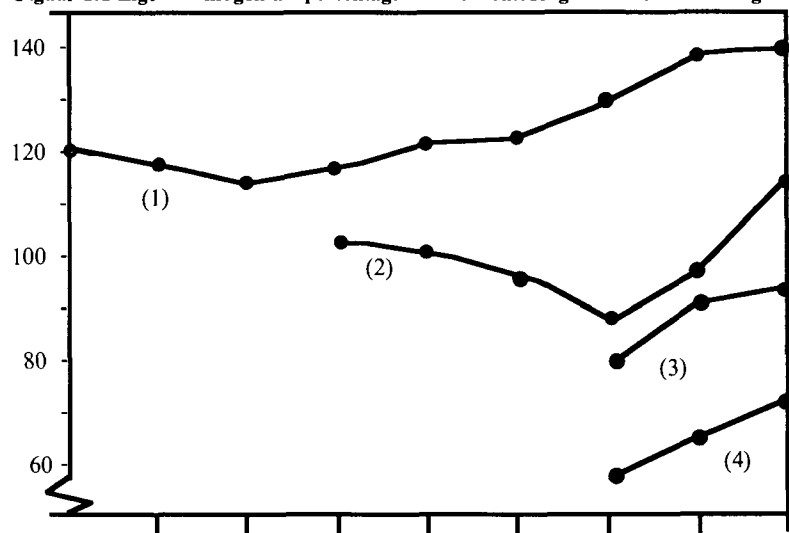
De CBS-Statistiek Financiën van Ondernemingen geeft voor de sector Nijverheid informatie over de periode 1977-1985. De sector Handel brengt men vanaf 1980 in kaart, terwijl de sectoren Transport en Dienstverlening vanaf 1983 beschreven worden. Deze statistiek heeft uitsluitend betrekking op ondernemingen met rechtspersoonlijkheid en een balanstotaal van meer dan f 10 miljoen. Ten dele is er sprake van een overlapping met de Statistiek van de Beurs-NV's, in die zin dat ook een gedeelte van de ter beurze genoteerde ondernemingen in deze statistiek is opgenomen. Het gaat dan uitsluitend om dat deel van de bedrijfsactiviteiten dat in Nederland wordt uitgeoefend.

Voorvoemde statistiek biedt een aantal aanknopingspunten om een indruk te geven van de financiële structuur van de ondernemingen op sectorniveau en over de relatie tussen bedrijfsomvang en solvabiliteit. Zo blijkt dat de gemiddelde solvabiliteit van alle bedrijven over de periode 1977-1985 globaal gezien gelijk is gebleven. Het aandeel van het eigen vermogen belooft gemiddeld 37% van het balanstotaal. Op sectorniveau kan het niveau van de solvabiliteit aanzienlijk verschillen, maar is het redelijk constant. Wel tendeert in vrijwel alle sectoren de solvabiliteit na een daling tussen 1980-1982 naar een hoger niveau.

De stijging van de solvabiliteit komt duidelijker naar voren indien wij de relatie leggen tussen het beschikbare eigen vermogen en het rentedragende vreemd vermogen. Uit het cijfermateriaal blijkt dat deze verhouding na 1982 gestegen is, met uitzondering van de sector Bouw en Hout.

De toeneming van het aandeel van het niet-rentedragend vreemd vermogen (bestaande uit onder meer handelscrediteuren, voorzieningen en vooruitbetaalde bedragen) hangt mede samen met het feit dat in een periode van omzetstijging het relatieve belang van de handelscrediteuren toeneemt. In eerste instantie kan men deze stijging vooral waarnemen in de op de export gerichte sectoren. De stijging van de solvabiliteit in de op het binnenland gerichte sectoren Handel en Dienstverlening zet later in, als het economisch herstel zich ook in het binnenland manifesteert.

**Figuur 1.1 Eigen vermogen als percentage van het rentedragend Vreemd Vermogen**



Bron: CBS, Statistiek Financiën van Ondernemingen.  
1. Nijverheid; 2. Handel; 3. Transport; 4. Dienstverlening.

Op basis van deze statistiek kan men tevens een relatie leggen tussen de bedrijfsomvang en de solvabiliteit. Kleine ondernemingen hebben de hoogste solvabiliteit, terwijl grote ondernemingen over relatief minder eigen vermogen beschikken. Een eenvoudige verklaring voor deze verschillen kan niet zonder meer worden gegeven. Factoren die van invloed zijn, kunnen onder andere de ruimere mogelijkheden zijn die grotere bedrijven hebben tot het aantrekken van extern vreemd vermogen. Verder kan terughoudendheid van het bankwezen ten opzichte van kleine bedrijven van belang zijn. Kleine bedrijven kunnen op hun beurt afkerig zijn van het gebruik van vreemd vermogen, omdat de leiding haar zelfstandigheid niet wil verliezen.

Voorts is het opmerkelijk dat grote bedrijven relatief meer gebruik maken van niet-rentedragend vreemd vermogen, zoals voorzieningen. In een volgende paragraaf zullen wij dieper ingaan op de verschillen tussen grote en kleine bedrijven met betrekking tot de financiële structuur.

Het hiervoor weergegeven beeld dat uit de verschillende CBS-statistieken ontstaat, stemt in hoofdlijnen overeen met de uitkomsten

van een in 1984 gehouden COB/SER-onderzoek. Een belangrijk verschil tussen beide bronnen is echter dat de cijfers van de COB/SER over de hele linie van het bedrijfsleven een hogere solvabiliteit laten zien. De oorzaak van dit verschil is dat de COB/SER onderzoekers zich hebben gebaseerd op de bedrijfseconomische balansen (COB/SER: 1985, blz. 29). Het CBS daarentegen baseert zich op fiscale balansen.

Welke zijn nu de achtergronden van de verschillen in financiële structuur tussen de sectoren? Op basis van literatuuronderzoek en gesprekken – met het Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf (EIM), de Stichting Maatschappij en Onderneming (SMO) en de Raad voor het Midden- en Kleinbedrijf (RMKB) – kunnen de volgende factoren worden genoemd.

Een bepalende factor voor de financiële structuur is de *activiteit* waarop de bedrijven in een bepaalde sector zich richten. In de sectoren met een relatief hoge solvabiliteit, zoals de Chemie en de Metaal, is sprake van een kapitaalintensieve productie. Ten einde een bepaalde omzet te kunnen realiseren is een relatief grote hoeveelheid kapitaalgoederen nodig. De financiering daarvan vergt relatief veel (eigen) vermogen, dat een lage omloopsnelheid heeft. Door de hoge toegevoegde waarde die men in het productieproces realiseert, kan toch een adequaat rendement over het eigen vermogen worden behaald.

In de sector Handel, waarin bedrijven in vergelijking tot andere sectoren gemiddeld met weinig eigen vermogen werken, is sprake van een veel minder kapitaalintensieve productie. De toegevoegde waarde van de omzet is laag, maar doordat de omloopsnelheid van het vermogen hoog is, kan men een verantwoord rendement op het eigen vermogen realiseren. Het relatief hoge gebruik van kort vreemd vermogen is mogelijk, doordat de voorraden veelal als onderpand kunnen dienen.

In de sector Bouw en Hout is de financiële structuur mede bepaald door de in deze sector gebruikelijke betalingsgewoonten. Het niet-rentedragend vreemd vermogen bestaat voor een groot gedeelte uit vooruitbetaalde aanneemsommen. (CBS: Statistiek Financiën van Ondernemingen, éénmalige uitgave hoofdafdeling E12, ongedateerd).

Een andere factor die van invloed kan zijn op de financiële structuur is de *positie* van een bepaalde branche *binnen de totale bedrijfskolom*. Onderzoek van het EIM (Van den Berg, 1985) wijst uit, dat de groothandel een financieringsfunctie heeft ten behoeve van de detailhandel. Dit heeft als gevolg, dat het percentage handelsdebiteuren van de groothandel ten opzichte van het balanstotaal ruim 25 is. Deze financieringsfunctie vindt haar weerslag in de passivastructuur in die zin dat de groothandel zich van andere branches binnen de sector Handel onderscheidt door een relatief groot aandeel van het rekening-courant krediet in het balanstotaal.

De *aard van de bedrijfsactiviteiten* is van belang voor verschillende operationele ratio's. Hieronder verstaan wij in dit verband het relatieve aandeel van het korte vreemd vermogen, debiteurentermijn (dit is de gemiddelde periode dat vorderingen uitstaan) en de omloopsnelheid van het vermogen. Bij individuele bedrijven kunnen zich ten opzichte van het sectorgemiddelde grote afwijkingen voordoen. Bij kleine bedrijven zijn individuele factoren naar verhouding van meer belang dan bij grote. (Zie ook: VNO, 1985).

### 1.2.2 *Evaluatie*

Met betrekking tot de vermogensverhoudingen van het bedrijfsleven kunnen we concluderen dat de solvabiliteit van de Beurs-NV's, vooral in de periode 1965-1979, aanzienlijk gedaald is. Na enige jaren van relatieve stabiliteit stijgt de solvabiliteit weer enigszins. Uit de eerder geraadpleegde CBS-bronnen komt een zelfde beeld naar voren.

De daling van de solvabiliteit heeft zich voor een niet onbelangrijk

deel in de periode voor 1975 voorgedaan. Ten dele vloeit deze solvabiliteitsdaling voort uit een welbewuste keuze van het bedrijfsleven om door middel van het vergroten van het aandeel van het vreemd vermogen binnen de totale financiering een positief hefboomeffect te realiseren. Door de relatief lage reële rentestand in het begin van de jaren zeventig en de fiscale bevoordeling van het gebruik van vreemd vermogen, konden veel ondernemingen de rentabiliteit op hun eigen vermogen op deze wijze vergroten. Zolang de kostenvoet van het vreemd vermogen lager is dan het rendement op het totale vermogen, kan men financiering met vreemd vermogen, en een daaraan gepaard gaande daling van de solvabiliteit, niet zonder meer als een verslechtering van de financiële structuur kwalificeren. Bij een lage solvabiliteit neemt de kwetsbaarheid van de financiële structuur in het geval van verliezen of een rentestijging toe. (Duffhues, 1984; Van der Zwan, 1984; Cnossen, 1983).

Voorts wordt het gebruik van vreemd vermogen in de hand gewerkt door de fiscaal verschillende behandeling van vreemd en eigen vermogen. Door de dubbele belastingheffing op uitgedeelde winsten, eerst vennootschapsbelasting bij de onderneming en vervolgens inkomstenbelasting bij de ontvangers van de winsten, wordt de bruto-rendementseis voor het eigen vermogen aanzienlijk verhoogd. Onder het huidige fiscale regime wordt het gebruik van eigen vermogen daardoor onaantrekkelijk (Schonis, 1985).

Verder kan het ruime aanbod van vreemd vermogen het gebruik daarvan bevorderd hebben. In de jaren zestig en zeventig heeft zich in het Nederlandse bankwezen een concentratiebeweging voorgedaan, waardoor de banken meer dan voorheen het geval was in staat waren lange kredieten te verstrekken.

Een andere factor die het gebruik van vreemd vermogen vergemakkelijkt heeft, is de concentratiebeweging die het bedrijfsleven vanaf de jaren zestig heeft doorgemaakt. Het aantal Beurs-NV's is door fusies en overnames teruggelopen. Indien daardoor grotere en sterker gediversificeerde bedrijfseenheden ontstaan, kan men niet uitsluiten dat deze bedrijven met relatief meer vreemd vermogen kunnen werken. Deze veronderstelling moet worden bezien in het licht van onze waarneming dat grote bedrijven over relatief minder eigen vermogen blijken te beschikken.

Tot in de eerste helft van de jaren zeventig koos het bedrijfsleven welbewust voor een daling van de solvabiliteit. Na de eerste oliecrisis ging de solvabiliteit verder achteruit als gevolg van externe factoren. De ruilvoetverslechtering als gevolg van de olieprijsstijging werd geheel afgewenteld op de winsten van het bedrijfsleven. Onder die omstandigheden was het niet goed mogelijk om eigen vermogen aan te trekken, terwijl van winstinhoudingen ook nauwelijks sprake kon zijn. Bovendien steeg de interest aan het eind van de jaren zeventig sterk, zodat het hefboomeffect averechts werkte en de interestbetaling een extra zware last voor het bedrijfsleven betekende. Zo liep het rendement op het eigen vermogen in de sector Metaal, zoals geregistreerd in de Statistiek Financiën van Ondernemingen, terug van 4,0% in 1977 tot -0,4% in 1981.

Voor het bedrijfsleven in zijn geheel namen de rentelasten een groot gedeelte van de bedrijfsresultaten in beslag. Uit becijferingen van Van de Walle blijkt, dat het aandeel van de rentebetalingen in de netto toegevoegde waarde tegen factorkosten tussen 1978 en 1982 van 5,3% tot 6,9% gestegen is. Tevens blijkt uit zijn berekeningen dat een mutatie van de lange rentestand met 1%-punt op den duur leidt tot een verandering in de door het bedrijfsleven betaalde rente met 1½ miljard gulden (DNB-kwartaalbericht 1983-3, blz. 96). Ook na 1980 blijft de reële rente hoog waardoor het gebruik van vreemd vermogen onaantrekkelijk blijft.

De veranderde opstelling van het bankwezen bij het verschaffen van vreemd vermogen heeft evenzeer bijgedragen aan het als niet adequaat ervaren van de vermogensverhoudingen.

Van der Wijst (Van der Wijst, 1985) heeft erop gewezen dat zich in de

periode na 1977 geen wezenlijke veranderingen in de vermogensstructuur hebben voorgedaan. Dit blijkt ook uit grafiek 1.1. Hij wijst erop dat de banken zich na de tweede oliecrisis aanzienlijk meer risicomijdend zijn gaan opstellen. De grote verliezen die banken op hun debiteurenportefeuilles hebben moeten incasseren, heeft hen genoopt te kiezen voor een andere opstelling.

Een soortgelijk standpunt wordt ingenomen door Van Loo (Van Loo, 1985 blz. 70-72). Hij wijst op de heroriëntatie in het kredietbeleid van de banken. Zij hebben het beleid verlegd van expansie van hun debiteurenportefeuille naar een verbetering van de rentabiliteit. Naar zijn opvatting zijn de banken meer zekerheden voor hun uitzettingen gaan vragen en letten zij tegenwoordig meer op de kwaliteit van het management van hun debiteuren.

Met betrekking tot de veranderde vermogensverhoudingen van het bedrijfsleven na 1965 is naar onze opvatting sprake geweest van een daling van de solvabiliteit ten gevolge van een streven naar een positief hefboomeffect en veranderingen in het financiële systeem. Vooral voor zo ver deze verandering voor 1975 heeft plaatsgevonden, kan onzes inziens moeilijk gesproken worden van een verslechtering.

In de daaropvolgende periode zijn de vermogensverhoudingen echter wel verslechterd. Door de gedaalde rendementspositie en de stijgende reële rente kon het bedrijfsleven de financiële verhoudingen niet in de gewenste richting aanpassen en moest noodgedwongen een verdergaande daling van de solvabiliteit worden toegestaan. Dit geldt temeer waar in het begin van de jaren tachtig de opstelling van de verschaffers van vreemd vermogen veranderde. Zij gingen scherpere eisen stellen aan de vermogensstructuur van ondernemingen ten einde hun eigen risico's te beperken. Daarom kan vooral in de jaren tachtig gesproken worden van verslechterende vermogensverhoudingen. Vooral in de periode 1978-1982 is de slechte vermogensstructuur een belangrijke belemmering voor het herstel van het investeringspotentieel van het bedrijfsleven geweest. De bedrijven streven daarom naar een vergroting van het aandeel van het eigen vermogen. Wij merken nogmaals op dat het fiscale regime een toename van het gebruik van eigen vermogen niet stimuleert. Het herstel van de vermogensverhoudingen wordt daardoor belemmerd.

### **1.3 De kleine en middelgrote bedrijven en de starters**

#### **1.3.1 *De financiële structuur van het MKB***

Op grond van literatuuronderzoek kunnen enige factoren worden genoemd, die op systematische wijze invloed hebben op de financiële structuur van kleinere ondernemingen.

Uit Amerikaans onderzoek (Brigham, 1967) komt naar voren dat het aantrekken van extern vermogen, zowel eigen als vreemd, voor kleine ondernemingen relatief kostbaar is. Verschaffers van extern eigen vermogen zullen vanwege het aan de bedrijfsvoering verbonden risico als regel een relatief hoge rendementseis stellen. Kleine ondernemingen hebben weinig spreiding in hun activiteiten, waardoor het risico van faillissement relatief hoger is. Tevens is bij zeer kleine ondernemingen de kans op discontinuïteit groter, doordat de onderneming en ondernemer samen vallen.

Ook de verschaffers van vreemd vermogen zullen zich door dergelijke overwegingen laten leiden en daarom meer zekerheden vragen. Voor het beoordelen van de kredietwaardigheid van een onderneming moeten verder relatief hoge éénmalige kosten gemaakt worden, die men niet altijd volledig in de tariefstelling kan doorberekenen. Daardoor is de kans aanwezig, dat een potentiële verschaffer van vreemd vermogen de aanvraag voor vreemd vermogen van een kleine onderneming vanwege de hoge informatiekosten niet in overweging neemt.

Tamari (Tamari, 1980, blz. 82-86) heeft de financiële structuur van

kleine ondernemingen in een aantal ontwikkelde landen vergeleken. Hoewel hij zeer grote verschillen aantreft in financiële structuur, met name met betrekking tot de solvabiliteitsverhoudingen, stelt hij ook interessante overeenkomsten vast. Hij constateert dat kleine ondernemingen voor een belangrijk deel zijn aangewezen op zogenaamde informele vermogensbronnen. Hij doelt hiermee op het langdurige gebruik van in beginsel als kortlopende financieringsarrangementen bedoelde rekening-courant-faciliteiten en leverancierskredieten. Door een te overvloedig gebruik van dergelijke vermogensbronnen wordt een kleine onderneming relatief kwetsbaar. De verschaffers van dit vermogen kunnen hun vorderingen op korte termijn opeisen, terwijl de kosten verbonden aan het gebruik van deze vermogensbronnen relatief hoog zijn.

De grote verschillen in solvabiliteit schrijft Tamari toe aan de per land bestaande verschillen in economische structuur. Hij noemt de mate van verwevenheid van het bankwezen en bedrijfsleven, de relatie tussen bedrijven onderling en de relatie tussen overheid en bedrijfsleven. Verder noemt hij als bepalende factor de mogelijkheden tot winstinhouding. Uit Tamari's onderzoek blijkt verder dat veel ondernemingen, voornamelijk de kleine, voor de verschaffing van eigen vermogen zijn aangewezen op een kleine kring van familie, vrienden en kennissen. Dit geldt vooral voor Israël, Frankrijk en Japan, en in mindere mate voor de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

Domson (Domson, 1978) heeft in het Verenigd Koninkrijk onderzoek verricht naar de financiële structuur van een groot aantal kleine ondernemingen. Hij concludeert - evenals Tamari - dat kleine bedrijven voor een belangrijk deel zijn aangewezen op zelffinanciering door middel van ingehouden winsten. Verder komt in zijn onderzoek naar voren, dat kleine bedrijven relatief meer problemen hebben met de beheersing van hun werkkapitaal. Hij noemt met enige nadruk het feit, dat veel kleine ondernemingen er onvoldoende in slagen hun debiteurenportefeuille te beheersen.

Met betrekking tot de situatie in Nederland kunnen we op basis van een aantal gesprekken het volgende opmerken. De afhankelijkheid van kleine ondernemingen van informele - buiten het officiële circuit om plaatsvindende - financiering wordt in hoofdlijnen bevestigd. Als voornaamste knelpunt bij toetreding tot het financiële systeem noemt men de informatiekosten. Deze zijn voor vele kleine ondernemingen een (zeer) grote belemmering. De informatiekosten doen zich met name voor ter zake van het aanvragen van bankfinanciering. Banken stellen scherpe eisen aan de informatie die verstrekt dient te worden alvorens men wenst over te gaan tot het verschaffen van vermogen. Kleine ondernemingen zijn niet altijd in staat dergelijke informatie te leveren. De individuele ondernemer heeft niet altijd de capaciteit tot het opstellen van de relevante informatie. Bovendien is het voldoen aan de informatiebehoefte van een bank een tijdrovende activiteit. Voorts zullen ondernemers het ter beschikking stellen van informatie aan banken als een verlies van hun zelfstandigheid kunnen beschouwen. De hoge informatiekosten spelen ook een rol bij het aanvragen van financiële steun van de overheid. Onze indruk is, dat de aanvraagprocedures als een niet-expliciet selectiemiddel werken.

In een aantal gesprekken (SMO, RMKB) is naar voren gekomen, dat een belangrijke factor die van invloed is op de financiële structuur van kleine ondernemingen de levensfase van de ondernemer is. Vooral de relatie tussen solvabiliteit en levensfase van de onderneming is daarbij van belang. Men legt in deze benadering een relatie tussen de leeftijd van de ondernemer en de financiële structuur. Een startende ondernemer heeft in de aanloopperiode van zijn bedrijf in het algemeen in beperkte mate de beschikking over eigen vermogen. Hij is in de aanloopfase aangewezen op financiering met vreemd vermogen. Dientengevolge is de solvabiliteit in de beginfase laag. Gedurende de eerste groeifase van de onderneming zal de solvabiliteit als gevolg van aanloopverliezen teruglopen of



zal het eigen vermogen mogelijk verloren gaan. Is de onderneming succesvol dan zal de ondernemer de ingehouden winsten benutten voor het vergroten van het relatieve aandeel van het eigen vermogen. Met het rijper worden van de onderneming zal de solvabiliteit in de loop van de tijd derhalve stijgen. In deze benadering wordt een duidelijk verband gelegd tussen enerzijds de groeifase van de onderneming en anderzijds de solvabiliteit.

Deze benadering is ook in de literatuur terug te vinden. Vanlommel en De Brabander constateren een invloed van de groei van de onderneming op de solvabiliteit. Zij vinden in hun empirisch onderzoek een negatief effect van de groei van de onderneming op de solvabiliteit (Vanlommel en De Brabander, 1977). Zij merken daarbij wel op dat het om een beperkt effect gaat.

Wij menen op grond van literatuuronderzoek en gesprekken te kunnen concluderen, dat de financiële structuur van kleine ondernemingen in hoge mate bepaald wordt door individuele factoren. Veel meer dan bij grote ondernemingen is er sprake van invloed van niet-systematische factoren op de financiële structuur. De solvabiliteit blijkt in de loop van de tijd aan verandering onderhevig te zijn. Wij noemen de levensfase van de onderneming, de structuur van het financiële systeem en andere factoren, die we hiervoor reeds vermeldden. Het is daarom naar onze opvatting niet bijzonder relevant om te spreken van een algemene financieringsproblematiek van middelgrote en kleine bedrijven. Bedrijven in het MKB zullen in uiteenlopende mate met verschillende financiële knelpunten te maken hebben. Het belang van deze knelpunten wordt echter in hoge mate bepaald door individuele, ondernemingsgebonden factoren.

### 1.3.2 *Startende ondernemingen*

De startende bedrijven kennen een geheel eigen problematiek. Uit alle gesprekken en het literatuuronderzoek komt duidelijk naar voren, dat een belangrijk probleem het opstellen en invullen van het financieringsplan is.

Daarbij zijn de mogelijkheden om risicodragend vermogen te verkrijgen veelal doorslaggevend voor het succes van de onderneming in een verdere levensfase. Doordat het starten van een bedrijf in de eerste jaren in de regel gepaard gaat met verliezen, is een voldoende eigen vermogen van belang om deze aanloopverliezen op te vangen zonder daarbij al te snel afhankelijk te worden van de bereidwilligheid van verschaffers van vreemd vermogen tot het continueren van de kredietverlening.

Voor de verschaffing van startkapitaal is de ondernemer vaak afhankelijk van zijn of haar directe, persoonlijke omgeving. Vaak verschaffen familieleden, kennissen of bevriende ondernemers (afnemers) de benodigde middelen. Volgens onze informanten is er in ons land tot op heden nog geen sprake van een geformaliseerd circuit, waarop men voor startfinanciering kan terugvallen. Banken en PPM's hebben vanwege het hoge risico en de aanzienlijke kosten die ze moeten maken nauwelijks belangstelling voor starters. Zij stellen pas middelen beschikbaar zodra de onderneming gedurende enige tijd haar levenskansen bewezen heeft. In dit opzicht lijkt zich een vicieuze cirkel voor te doen. Zonder een goede startfinanciering kan een ondernemer niet overleven, maar veel instanties verstrekken geen financiële middelen omdat de onderneming haar overlevingskracht nog niet bewezen heeft.

Uit verschillende gesprekken is ons gebleken dat, hoewel het financieringsprobleem evident is, men niet zonder meer het financieringsvraagstuk als een zelfstandig gegeven moet zien. Onze gesprekspartners (SMO, TNO, banken) hebben gewezen op de nauwe relatie tussen de persoonlijke managementkwaliteiten van de startende ondernemer en de kans op een oplossing van het financieringsprobleem. Uit de ervaringen van een begeleidingsproject voor jonge industriële bedrijven van TNO blijkt, dat de kwaliteiten van de ondernemer in de beginperiode oneven-

wichtig zijn verdeeld. Met enige charging zou gesteld kunnen worden dat de ondernemer ofwel over voldoende technische vaardigheden maar over te weinig economische kwaliteiten beschikt, ofwel men heeft voldoende economische kwaliteiten maar nog onvoldoende technische vaardigheden. Daarom is naast financiering ook een intensieve begeleiding van de startende ondernemer nodig. Dit kan op verschillende manieren gebeuren. Onze gesprekspartners noemen het inschakelen van gepensioneerden of vervroegd uitgetreden met economische of commerciële ervaring (SMO) of begeleiding door een team van adviseurs (TNO). Ook het samenwerken van startende ondernemers met een verschillende achtergrond heeft een positief effect op de overlevingskans van de onderneming.

Op grond van het voorafgaande zijn wij van mening, dat het financieringsvraagstuk niet geïsoleerd moet worden aangepakt, maar dat sprake zou moeten zijn van een geïntegreerde aanpak, waarbij de verschillende problemen die zich bij het starten van een onderneming voordoen op een samenhangende wijze worden opgelost.

Van wezenlijk belang bij het vinden van een goede oplossing is het opstellen van een ondernemingsplan. Dit plan zou in de ideale vorm een middel moeten zijn waarmee de ondernemer zijn doelstellingen concreetiseert en financieel invult. Gedurende het verdere verloop van het startproces zou het een referentiekader moeten zijn, waaraan men de realisatie van de doelstellingen of de afwijking daarvan zou moeten toetsen.

Zoals reeds eerder in deze paragraaf is opgemerkt, is vooral het opstellen van een goed plan een aangelegenheid die veel starters voor belangrijke problemen stelt. Dit is een belangrijk knelpunt, omdat de kwaliteit en het realiteitsgehalte van het ondernemingsplan van doorslaggevend belang zijn voor het rondkrijgen van de financiering. Wij benadrukken hierbij, dat naar onze opvatting in de door banken en overheid gewenste plannen wellicht teveel de nadruk ligt op formele criteria waaraan starters getoetst moeten worden. Het zou beter zijn als meer aandacht geschonken werd aan de persoonlijke kwaliteiten van de ondernemer en de marktkansen van het project.

Over de hoogte van het bedrag dat een startende ondernemer zelf bij de financiering moet inbrengen, lopen de opvattingen uiteen. Een woordvoerder uit het bankwezen heeft ter indicatie een bedrag van rond de f 50.000,- genoemd. De hoogte van dit bedrag kan voor veel ondernemers een belemmering vormen, zodat een beroep op diens naaste omgeving noodzakelijk is. In dit opzicht blijkt de situatie in ons land ongunstig af te steken bij het buitenland. Uit onderzoek dat in opdracht van de RMKB verricht is, ontstaat de indruk dat het aandeel van het familiekapitaal in Nederlandse bedrijven beduidend minder is ten opzichte van vergelijkbare Vlaamse bedrijven. Vooral voor de zeer kleine bedrijven zijn er grote verschillen. Vlaamse bedrijven blijken over beduidend meer persoonlijk of familievermogen te beschikken dan de Nederlandse (RMKB, 1986-b, blz. 46-48).

Naar de achtergronden van deze verschillen kan men slechts gissen. Mogelijk kan de afvlakking van de vermogensverdeling in ons land van invloed zijn. Verder kan de opbouw van de verzorgingsstaat van belang zijn geweest. Derksen (Derksen, 1967, blz. 36) heeft naar voren gebracht dat in de verzorgingsstaat de micro-economische relatie tussen sparen en investeren minder duidelijk wordt. Op grond van deze benadering zouden we kunnen veronderstellen dat het uitbreiden van de collectieve sector ook invloed zou kunnen hebben op aanbodfactoren van onze economie.

Voor de groep starters en groeiende ondernemingen zijn de mogelijkheden tot winstinhouding van groot belang. Indien men niet in staat is de groei van het risicodragend vermogen gelijke tred te laten houden met de groei van de bedrijfsactiviteiten, dreigt het risico van onderkapitalisatie. Pas na verloop van een vrij lange aanloopfase, waarin de onderneming levensvatbaar is gebleken, komt de mogelijkheid van een aandelenemissie op de openbare markt in het gezichtsveld.

### 1.3.3 Enige kwantitatieve gegevens

Ter afronding van deze paragraaf volgen nog enige opmerkingen over de kwantitatieve aspecten van de financiële positie van kleine en middelgrote bedrijven. In het licht van onze eerdere opmerkingen over het belang van individuele factoren voor de financiële structuur van deze categorie ondernemingen en beschikbaarheid van datamateriaal zullen we dit onderdeel kort behandelen.

In de eerste plaats bestaan onderzoeken van banken ter zake; in het bijzonder naar de financiële structuur van detailhandelbranches. Deze onderzoeken hebben slechts een beperkte bruikbaarheid, omdat de banken zich baseren op hun eigen cliëntenbestanden. In deze gegevens zit een systematische vertekening. Omdat veel solvabele bedrijven in het geheel niet in de kredietportefeuilles van banken zijn opgenomen, onderschatten de cijfers van banken op systematische wijze de solvabiliteit.

In de tweede plaats zijn er branchestudies van het EIM (EIM, 1985-2). Uit deze studies, die betrekking hebben op detailhandelbranches blijkt een zeer grote verscheidenheid in financiële structuur. Op basis van dit materiaal is het niet mogelijk deze verschillen te verklaren. De indruk uit dit cijfermateriaal wordt bevestigd door de informatie uit gesprekken. Zo is naar voren gekomen, dat in het MKB globaal gezien 1/3 van de bedrijven volledig met eigen vermogen gefinancierd is, bij 1/3 van de bedrijven de solvabiliteit zeer gering is en 1/3 een middenpositie inneemt (SMO).

Overwegingen om niet van vreemd vermogen gebruik te maken zijn, dat men geen externe bemoeienis met het bedrijf wil – ondernemers zouden zich daardoor in hun vrijheid beknot voelen – of omdat de rentabiliteit van het eigen vermogen zo laag is dat het aantrekken van vreemd vermogen onmogelijk is.

In de gesprekken werd benadrukt, dat in alle sectoren bedrijven met een hoge of lage solvabiliteit voorkomen. Het is niet mogelijk om in dit opzicht uitspraken te doen met een algemene geldingskracht. Onderzoek van Vanlommel en De Brabander wijst in dezelfde richting. Zij concluderen dat de verschillen tussen ondernemingen zo groot kunnen zijn, dat het niet goed mogelijk is te spreken van zwakke of sterke sectoren/branches (Vanlommel en De Brabander, 1977, blz. 6).

Tot slot presenteren wij nog enige cijferreeksen, die de vermogensverhoudingen in de Nederlandse detailhandel weergeven. Uit dit cijfermateriaal, dat door het EIM ter beschikking is gesteld, blijkt dat de vermogensverhoudingen in deze sector, afgezien van een daling in de periode 1979-1981, relatief stabiel zijn.

**Tabel 1.1 Verhouding eigen vermogen/balanstotaal van de MKB detailhandel in Nederland, 1976-1983**

Jaar	Totaal	Food	Non-food textiel	Non-food overig
1976	0,354	0,281	0,367	0,382
1977	0,388	0,280	0,414	0,401
1978	0,395	0,293	0,426	0,376
1979	0,396	0,311	0,431	0,358
1980	0,355	0,258	0,386	0,337
1981	0,382	0,290	0,416	0,347
1982	0,411	0,295	0,460	0,412
1983	0,421	0,319	0,458	0,406

Bron: EIM, interne berekeningen.

## 1.4 De omvang van de huidige vermogensbehoefte: een kwantificering

### 1.4.1 Een schatting van de beschikbare hoeveelheid eigen vermogen

Bij het geven van een indicatie van de beschikbare hoeveelheid eigen vermogen hebben wij ons gebaseerd op in het verleden verricht onder-

zoek en eigen informatiebronnen. In het verleden zijn schattingen ver-richt door de Raad van Centrale Ondernemersorganisaties (RCO), in samen- werking met het economisch bureau van de Nederlandse Mid- denstandsbank (NMB), en door de Stichting Maatschappij en Onderne- ming (SMO). De schattingen van de RCO en NMB zijn gedateerd. Men heeft zich gebaseerd op cijfers van voor 1982. Sindsdien zijn de vermo- gensverhoudingen veranderd en is de kwaliteit van het statistisch materi- aal verbeterd (RCO, Start en Vernieuwing, 1982).

De Stichting Maatschappij en Onderneming heeft haar schatting geba- seerd op de resultaten van een hierna te bespreken COB/SER onder- zoek. De SMO becijfert dat het totale beschikbare eigen vermogen in 1982 183 miljard gulden beliep. In het COB/SER onderzoek komen meer bedrijven voor dan in het RCO/NMB onderzoek, doordat in de COB/SER-cijfers ook de bedrijven die niet door een bank gefinancierd worden, voorkomen. De COB/SER-cijfers zijn gebaseerd op de bedrijf- seconomische balansen (De Ridder, 1984, blz. 37).

In de hiervoor aangehaalde onderzoeken blijven de landbouwsector en het bankwezen buiten beschouwing. Wij hebben deze sectoren wel bij onze eigen schatting betrokken. Het uitgangspunt van onze schatting is het cijfermateriaal uit de CBS-Statistiek Financiën van Ondernemingen. De cijfers per ultimo 1985 – gebaseerd op fiscale balansen – zijn:

**Tabel 1.2 Eigen vermogen en aantallen werknemers in vier sectoren, ultimo 1985**

Sector	Beschikbaar Eigen vermogen	Aantal werknemers	EV per werknemer <sup>a)</sup>
Nijverheid	f 94,4 mrd.	755.000	f 125.000
Handel	20,4 mrd.	287.000	71.000
Transport	12,2 mrd.	123.000	99.000
Dienstverlening	2,5 mrd.	87.000	29.000
Totaal	f 129,5 mrd.	1.252.000	f 103.000

Bron: CBS, Statistiek Financiën van Ondernemingen, voorlopige opgave 1985.

<sup>a)</sup> afgerond op duizenden guldens; gewogen gemiddelde.

Uit deze cijfers blijkt dat de hoeveelheid eigen vermogen per werkne- mer tussen de bedrijfstakken zeer sterk verschilt. Ook uit ander cijfer- materiaal van het CBS (Statistiek van de Beurs-NV's) en VNO (Vinger aan de Pols) komt dit beeld naar voren. Het is niet zonder meer moge- lijk de cijfers te aggregeren tot macro-economisch niveau. Daarvoor worden de cijfers te zeer vertekend door de vermogensintensieve in- dustriesector. Wij hebben deze cijfers geaggregeerd tot meso-economisch niveau en daarbij verondersteld dat elders, dus in het niet door voor- noemde statistiek geregistreerde deel van de marktsector, 2 miljoen per- sonen werkzaam zijn. Wij hebben daarbij verondersteld dat per persoon gemiddeld 65.000 gulden aan eigen vermogen werkzaam is. Deze f 65.000 is bij benadering gelijk aan het gemiddelde van de sectoren Handel, Transport en Dienstverlening. Deze schatting komt uit op 130 miljard gulden. Gevoegd bij het bedrag van ongeveer 130 miljard uit de geregistreerde sectoren komen wij op een bedrag van 260 miljard gulden.

Bij deze cijfers kan men nog de relevante gegevens over de landbouw en de bankensector voegen. Uit cijfermateriaal van de Rabobank en het Landbouw Economisch Instituut blijkt dat de landbouw (inclusief de tuinbouw) over een totaal vermogen van f 120 miljard beschikt. Hiervan kan men circa 70% als eigen vermogen beschouwen. Dit komt dan uit op een bedrag van ruim f 80 miljard voor 275.000 werknemers (FD, 28-10-1985). De hoeveelheid eigen vermogen die in de bankensector werkzaam is, valt moeilijk nauwkeurig te schatten. Het jaarverslag van DNB vermeldt slechts de gepubliceerde vrije reserves en het kapitaal. Stille reserves en voorzieningen blijven in de officiële publikaties buiten be- schouwing. Op basis van het jaarverslag van DNB ramen wij het eigen ver- mogen van de bankensector (algemene + Rabobanken) op 22 miljard gul- den per ultimo 1985 (DNB, jaarverslag 1985, statistische bijlage, tabel 1.3).

De schatting voor het totaal beschikbaar eigen vermogen komt daarmee uit op ruim 360 miljard gulden per ultimo 1985. Wij wijzen nogmaals op het tentatieve karakter van deze schatting.

#### 1.4.2 *De aard en omvang van de huidige vermogensbehoefte*

Uitgaande van onze eerdere conclusie dat het bedrijfsleven zijn verslechterde vermogenspositie wil herstructureren, stellen we nogmaals vast dat de huidige vermogensbehoefte vooral betrekking zal hebben op risicodragend vermogen. Dit blijkt ook uit het feit dat het bedrijfsleven in belangrijke mate de gestegen winsten aanwendt ter versterking van de financiële structuur. De gestegen winsten leiden vooralsnog niet tot een stabiele verhoging van het investeringsniveau. Hoe groot de (potentiële) vermogensbehoefte is, valt zeer moeilijk aan te geven. Een zeer duidelijk standpunt wordt ingenomen door Faber en Von Dewall en de RCO. Zij stellen dat de solvabiliteit van het bedrijfsleven weer gebracht moet worden op het niveau zoals dat in de jaren zestig bereikt werd. Op grond van dit criterium komen zij uit op een voorraadtekort van f 40 miljard dat ingelopen moet worden ten einde het investeringspotentieel van het bedrijfsleven in voldoende mate te herstellen. Het bezwaar van deze benadering van de vermogensproblematiek is dat men zich baseert op in het verleden gerealiseerde verhoudingen en deze tot norm verheft. Naar onze opvatting is een dergelijke min of meer absolute benadering weinig relevant.

Wij hebben in een voorgaande paragraaf getracht aan te geven, dat een beoordeling van de solvabiliteit afhankelijk is van verschillende factoren. De houding van de verschaffers van vreemd vermogen, de rentabiliteit van het bedrijf, de kwaliteit van het management en vooral ook de verwachte ontwikkeling van de solvabiliteit zijn daarbij van belang. Het is daarom zeer moeilijk om een duidelijke norm voor de solvabiliteit vast te stellen. Voorts gaat een macro-economische benadering voorbij aan de op micro-economisch niveau op te lossen problemen. Wij kiezen derhalve voor een op bedrijfstakniveau gerichte benadering. Daarbij zal de problematiek welke zich op het niveau van sectoren of bedrijven voordoet worden geanalyseerd.

Met betrekking tot de agrarische sector kunnen wij geen duidelijk standpunt bepalen. Op basis van de huidige vermogensverhoudingen zou men kunnen stellen dat er geen wezenlijke problemen behoeven te bestaan. Hierbij gaat men echter voorbij aan het feit dat de kapitaalintensiteit van de landbouwsector door de introductie van nieuwe technieken snel toeneemt. Dientengevolge neemt ook de behoefte aan externe financieringsmiddelen toe. Hoewel publikaties van de Rabobank - de belangrijkste externe financier van de agrarische sector - de indruk geven dat er tot op heden nog geen essentiële knelpunten zijn ontstaan, wil dat nog niet zeggen dat zich in de toekomst geen problemen zouden kunnen manifesteren.

Ten aanzien van het bankwezen stellen wij vast, dat zich nu reeds belangrijke knelpunten voordoen met betrekking tot de financiële positie. In hoofdstuk 3 zullen deze knelpunten worden geanalyseerd. Wij merken hier op dat het bankwezen reeds enkele jaren problemen ondervindt bij het handhaven van een voldoende rentabiliteit en solvabiliteit. Naar verwachting zal in deze problematiek op de korte termijn geen substantiële verbetering komen. In de nabije toekomst zal de noodzaak voor het bankwezen om de financiële structuur te verbeteren verder toenemen. Een belangrijke factor daarbij is de recente verscherping van de solvabiliteitseisen door De Nederlandsche Bank. Daarnaast is DNB voornemens de eisen niet alleen met betrekking tot de hoogte van de solvabiliteitsratio's, maar ook met betrekking tot de samenstelling van het garantievermogen verder te verzwaren.

De veronderstelling dat het bankwezen in de komende jaren de be-

schikbare hoeveelheid eigen vermogen zal moeten verdubbelen, lijkt ons niet ongerechtvaardigd. Publikaties vanuit het bankwezen (Faber en Von Dewall, 1985) wijzen in dezelfde richting. Dit houdt in dat het bankwezen bij benadering een bedrag van f 15 à f 20 miljard aan nieuw eigen vermogen zal moeten genereren.

Voor het resterende deel van de marktsector kan slechts een zeer globale indicatie worden gegeven van de vermogensbehoefte. Uit cijfers van het CBS en VNO blijkt dat ongeveer éénderde van het totale aantal bedrijven een solvabiliteit heeft die beneden de 20% ligt. Voor deze groep bedrijven lijkt een versterking van de vermogenspositie noodzakelijk. Uit gesprekken die wij gevoerd hebben met vertegenwoordigers van organisaties in het MKB blijkt, dat een solvabiliteit die beneden deze grens ligt als regel te laag wordt beschouwd indien bedrijven nieuwe activiteiten willen ondernemen. Of voor deze bedrijven op korte termijn een versterking van de vermogenspositie gerealiseerd kan worden, is van verschillende factoren afhankelijk. Veelal blijken weinig solvabele bedrijven ook een lage rentabiliteit te hebben. De als zwak beschouwde bedrijven blijken vooral werkzaam te zijn in sectoren die op het binnenland zijn gericht, zoals de Bouw, de Handel en Dienstverlening (VNO, 1985; COB/SER, 1985, blz. 81-84). De beperking van de mogelijkheden voor deze bedrijven om nieuw eigen vermogen te genereren lijkt vooral in de reële sfeer te liggen. Vanwege hun weinig rendabele bedrijfsvoering kunnen zij noch door winstinhouding noch van externe financiers eigen vermogen aantrekken. Vanaf 1984 is echter een tendens waarneembaar dat het economisch herstel ook in de meer op het binnenland gerichte sectoren gunstige effecten heeft. Zo blijkt uit recente CBS-gegevens dat vooral de sectoren Dienstverlening en Transport hun financiële positie in 1985 hebben weten te verbeteren.

Verder blijkt uit het NIB-jaarverslag 1985 (NIB, 1986, blz. 14-15) dat het economisch herstel zich het duidelijkst manifesteert bij die bedrijven die er voor de herstelperiode naar verhouding het meest ongunstig voorstonden. De conclusie lijkt gerechtvaardigd dat een deel van de vermogensproblematiek onder invloed van het economisch herstel weggenomen wordt.

Desondanks blijft er naar onze opvatting een potentiële vraag naar eigen vermogen bestaan. Het bestaan van deze behoefte komt ook duidelijk naar voren in de reeds eerder genoemde COB/SER enquête, waaruit blijkt dat circa 40% van de bedrijven met minder dan 20 werknemers het wenselijk vindt de solvabiliteit te versterken door het aantrekken van eigen vermogen. Deze behoefte leeft ook bij de grotere bedrijven. Het is opmerkelijk te noemen, dat vele bedrijven dit vermogen wensen aan te trekken bij financiële intermediairs, zoals banken en pensioenfondsen. Het komt ons voor dat in dit opzicht knelpunten in het financiële systeem de overdracht van vermogen belemmeren.

Wij schatten een bedrag van circa 15 à 20 miljard gulden dat nodig zou zijn om de bestaande tekorten aan risicodragend vermogen op te heffen. Dit bedrag is nodig om de niet-solvabele bedrijven op een solvabiliteitsniveau van 20% of hoger te brengen. Samen met de eerder genoemde vermogensbehoefte van de banken ad f 15 miljard, ramen wij de totale potentiële vermogensbehoefte op minimaal 30 miljard gulden ten einde in het verleden ontstane voorraadtekorten op te heffen. In de appendix van dit hoofdstuk wordt aan de macro-economische aspecten van de potentiële vraag naar vermogen verder aandacht besteed.

Indien en voor zover het mogelijk is de financieringsproblematiek van het bedrijfsleven als een zelfstandig knelpunt te beschouwen, dan stellen wij vast dat het voornamelijk om kwalitatieve problemen gaat. De vraag naar en het aanbod van vermogen sluiten niet goed op elkaar aan. De vraag heeft voor een deel betrekking op risicodragend vermogen, terwijl het aanbod uit externe bron vooral risicomijdend is. Voorts blijkt het financiële systeem niet in staat te zijn vele kleine vragers adequaat te be-

dienen. Wij zullen ons daarom vooral richten op het analyseren van de fricties in het financiële systeem, die een goede allocatie van vermogen belemmeren en daardoor een herstel van de investeringen in de weg staan.

## 1.5 De potentiële vraag naar vermogen in de toekomst

### 1.5.1 De ontwikkelingen tot 1990

In de middellange-termijn verkenning 1987-1990 geeft het CPB indicaties van de te verwachten financieringsoverschotten en -tekorten van bedrijven en gezinnen in de komende 4 jaar. Het financieringssaldo van de sector gezinnen en bedrijven is opgebouwd uit het inkomenoverschot, dat men saldeert met de om niet verstrekte vermogensoverdrachten en met de door de overheid verstrekte kredieten. In de CPB-analyse voegt men de gezinnen en bedrijven samen, zodat het moeilijk is uitsluitend over financieringsoverschotten of -tekorten van de bedrijven uitspraken te doen. Het CPB verwacht dat tot 1990 het totale financieringsoverschot van de sector gezinnen en bedrijven nog licht zal stijgen tot 2,6% van het NNI (CPB, 1986, blz. 246-248).

Het CPB merkt op dat het om een sterk gesaldeerde grootheid gaat. Men sluit verschuivingen binnen dit totale financieringsoverschot niet uit. Zo verwacht men dat bepaalde bedrijven ten gevolge van hun financieringstekorten middelen zullen moeten aantrekken bij institutionele beleggers, terwijl andere bedrijven zodanige financieringsoverschotten zullen vormen dat zij liquiditeiten kunnen omzetten in buitenlandse schuld-titels. Dit wijst op een ontwikkeling waarbij voor een deel van de bedrijven de financieringstekorten zullen toenemen. De kans dat zich knelpunten in de financiële sfeer zullen manifesteren, wordt dientengevolge groter. Het CPB kwalificeert de toekomstige financiële ontwikkeling als on-evenwichtig. Er is weliswaar sprake van zeer ruime financiële verhoudingen, maar binnen deze verhoudingen is de kans groot dat bepaalde bedrijven niet goed in hun financieringsbehoefte kunnen voorzien.

### 1.5.2 De lange-termijn ontwikkelingen

Het CPB presenteert in zijn in 1985 gepubliceerde werkdocument nummer 1 drie scenario's voor de Nederlandse economie, waarin de gevolgen van verschillende groeipaden voor onze economie zijn doorgerekend. Uit de oorspronkelijke publikatie kan men geen conclusies trekken over de te verwachten financiële consequenties van de verschillende scenario's voor het bedrijfsleven. Het CPB heeft op ons verzoek berekeningen verricht waaruit men een indruk kan krijgen over de financieringsbehoefte van het bedrijfsleven. Deze berekeningen zijn tentatief, zodat wij ons hier tot het weergeven van de belangrijkste indrukken beperken. De belangrijkste factor die de vraag naar externe financiële middelen bepaalt, is het groeitempo van de Nederlandse economie.

In het *laag* scenario groeit de economie tussen 1985 en 2010 met gemiddeld 1,75% op jaarbasis. In dit scenario is het bedrijfsleven gedurende de gehele ramingsperiode in staat de investeringen uit interne middelen te financieren. Pas tegen het einde van de ramingsperiode doet zich de situatie voor dat er geringe financieringstekorten ontstaan.

In het *midden* scenario groeit de economie met gemiddeld 2,75% per jaar. In dit scenario kent het bedrijfsleven in de periode 1985-2000 overwegend een gering financieringsoverschot. Pas aan het einde van deze periode kan men de omslag naar een gering tekort waarnemen. In de periode 2000-2010 is er sprake van een relatief gering financieringstekort.

In het *hoog* scenario, waarin een groeipad van 3,75% per jaar wordt verondersteld, zijn gedurende de gehele scenarioperiode financieringstekorten aanwezig. In het eerste tijdvak van dit hoog-scenario is sprake van een gering financieringstekort, dat in de loop van de tijd toeneemt.

In het tweede tijdvak is het financieringstekort van het bedrijfsleven niet onaanzienlijk.

Het CPB verwacht dat met name in de laag- en middenscenario's aanzienlijke macro-economische spaaroverschotten zullen blijven bestaan. Deze zullen zich manifesteren als overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans. In het hoog-scenario is in het eerste tijdvak sprake van een tamelijk fors overschot, dat in het tweede tijdvak vrij behoorlijk daalt. Er ontstaan echter, ook in dit scenario, geen tekorten op de lopende rekening.

Hoe de samenstelling van de vraag naar extern vermogen zal zijn, valt op grond van de CPB-scenario's niet vast te stellen. Eerder hebben we geconcludeerd dat de vraag naar eigen vermogen in beginsel groot zal zijn. Het lijkt aannemelijk dat in deze behoefte vooral voorzien zal worden door winstinhouding.

Wij maken de veronderstelling dat bij voldoende gunstige economische vooruitzichten eerst weer sprake zal zijn van een fors investeringsherstel wanneer de vermogensstructuur in voldoende mate aan de veranderde omstandigheden is aangepast. Als, in het geval van een herstel van de investeringen, de vraag naar extern vermogen vervolgens toeneemt, zal deze vraag waarschijnlijk in hoofdzaak betrekking hebben op vreemd vermogen. Empirisch materiaal, waarin het verband wordt gelegd tussen de financiële positie van bedrijven en de bereidheid tot investeren, lijkt onze veronderstelling te bevestigen (Van der Zwan, 1985).

Wij concluderen dat op grond van de hiervoor beschreven scenario's geen globale kwantitatieve knelpunten in de financiële sfeer zullen ontstaan. Op macro-economisch niveau kan het eventuele financieringstekort van bedrijven ruimschoots door het financieringsoverschot van gezinnen gedekt worden. Dit laat echter onverlet dat er anderszins allocatieproblemen in de financiële sfeer blijven bestaan, die een investeringsherstel zullen kunnen belemmeren.

## 1.6 De overheid en de vermogensstructuur van bedrijven

Mede naar aanleiding van de ongunstige rentabiliteits- en solvabiliteitsontwikkeling die het bedrijfsleven tot aan 1983 doormaakte, heeft de overheid verschillende maatregelen ter versterking van de financiële positie van het bedrijfsleven genomen. Onderstaande tabel geeft inzicht in de omvang van het uitgavenverloop in het recente verleden.

Tabel 1.3 Financiële overheidsfaciliteiten voor het bedrijfsleven (mln. glds.)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Subsidies, kredieten en deelnemingen	2.350	1.720	2.060	1.730	1.510	1.470
Garanties	2.240	1.530	910	1.050	890	820
WIR/VAIA <sup>b</sup>	4.000	4.100	4.800	5.300	4.300	4.100 <sup>a)</sup>
Aftrekegelingen	2.230	2.655	3.035	3.145	2.765	1.430
Verlaging Vpb	—	—	650	650	800	800
Totaal	10.820	10.005	11.455	11.875	10.265	8.620
In % NNI	3,3	3,0	3,2	3,2	2,7	2,2
Totaal ex WIR/VAIA <sup>b</sup>	6.820	5.905	6.655	6.575	5.965	4.520
In % NNI	2,1	1,8	1,9	1,8	1,6	1,2

Bron: Heroverwegingen 1986, deelrapport 87, ministerie van Financiën, 1986.

a) Dit bedrag zal vermoedelijk lager uitkomen vanwege een beleidsherziening.

b) Vervroegde Afschrijving en Investeringsaftrek.

Elders (Eijgenhuijsen e.a., 1987, bijlage tabel 4.1.0) hebben wij aannemelijk gemaakt dat het accent van de maatregelen sinds het midden van de jaren zeventig is verschoven van specifiek naar generiek. In afnemende mate richt de overheid zich op specifieke bedrijfstakken of sectoren, terwijl het belang van generieke maatregelen waarvan een grote groep bedrijven gebruik kan maken, tot voor kort toenam. Uit bovenstaande



tabel blijkt, dat vooral via WIR-premies en fiscale faciliteiten een belangrijke financiële injectie voor het bedrijfsleven wordt gerealiseerd.

Het is niet eenvoudig inzicht te krijgen in de effectiviteit van financiële overheidsmaatregelen in het algemeen. Een systematische evaluatie van financiële instrumenten is geen vast onderdeel van het beleid. Evaluaties vinden veelal ad hoc plaats. In de navolgende subparagrafen zal kort ingegaan worden op een aantal maatregelen.

Uit bovenstaande tabel blijkt verder, dat na 1985 het belang van financiële overheidsinstrumenten, uitgedrukt als percentage van het Netto Nationaal Inkomen afneemt. Naar verwachting zal deze dalende tendens zich in de komende jaren voortzetten. De verbeterde winstgevendheid van het bedrijfsleven geeft de overheid ruimte voor een vermindering van haar financiële tegemoetkomingen.

#### 1.6.1 De Wet Investeringsrekening (WIR)

De WIR is vooral in de periode 1979-1984 een zeer belangrijk instrument geweest waarmee de overheid trachtte de investeringen te stimuleren. De WIR bevat zowel generieke als specifieke componenten. De generieke component bestaat uit de basispremie, terwijl de toeslagen meer specifiek van aard zijn.

Uit onderstaande tabel blijkt, dat de basispremie veruit de belangrijkste component van de WIR is. Tevens blijkt de zogenaamde kleinschaligheidstoeslag van aanzienlijk belang te zijn.

Tabel 1.4 Uitgekeerde WIR-premies (transactiebasis), (mln. glds.)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Basispremie	1.830	4.610	4.460	4.530	3.750	4.250	4.120	4.340	4.610	4.925
(w.v. nieuwe gebouwen)	620	2.210	1.650	1.300	740	-	-	-	-	- <sup>a)</sup>
Toeslagen (w.v. KST)	350	880	900	830	850	820	780	790	840	855
Ontvangen terugbetalingen	-10	-60	-160	-300	-420	-430	-380	-400	-420	-430
Vervallen negatieve aanslag						60	160	270	-1.030	-1.750
Totaal	2.170	5.430	5.200	5.060	4.180	4.700	4.680	5.000	4.000	3.600
Percentage NNI	0,8	1,9	1,7	1,6	1,3	1,4	1,3	1,3	1,0	0,9

Bron: Begroting Fonds Investeringsrekening, 1985-1986, tot en met 1982: blz. 9. Per 1983: Begroting 1986-1987, blz. 9.

a) 1983-1987: niet vermeld.

Voorts blijkt uit deze tabel dat de overheid een bezuiniging op de WIR zal realiseren door de negatieve aanslag af te schaffen. Deze maatregel houdt in dat structureel verlieslijdende bedrijven niet langer voor een WIR-premie in aanmerking zullen komen.

In het recente verleden is in de literatuur een discussie gevoerd over de effectiviteit van de WIR. Deze discussie spitst zich toe op de effectiviteit van de basispremie. Een belangrijk probleem bij deze discussie is het op econometrische wijze vaststellen van de effectiviteit van deze basispremie. Indien men uitsluitend let op het directe effect van de basispremie in termen van kostprijzverlaging van de investeringen, dan blijkt het effect van premiëring beperkt te zijn. Let men echter ook op het liquiditeitsverruimende effect van de WIR, dan blijkt het effect van premieverstrekking aanzienlijk groter te zijn.

De kleinschaligheidstoeslag blijkt door veel daarvoor in aanmerking komende bedrijven benut te worden. Omdat de aanvraag van deze toeslag via de aangifte van de inkomsten- en vennootschapsbelasting loopt, wordt deze als regel door de administrateur of accountant min of meer als vanzelf ingediend. Deskundigen wijzen op de relatief eenvoudi-

ge wijze waarop de kleinschaligheidstoelage kan worden verkregen. Men is van mening dat het MKB in het algemeen gebaat is bij duidelijke maatregelen welke via de fiscaliteit lopen. Voorts dienen regelingen niet al te frequent gewijzigd te worden.

De WIR blijkt vooral in de recessiejaren 1979 tot en met 1981 een belangrijke overdrachtsfunctie gehad te hebben. Door de negatieve aanslag konden ook verlieslijdende bedrijven in aanmerking komen voor premiëring, waardoor zij in deze moeilijke periode ondersteund werden. Door het afschaffen van deze negatieve aanslag worden vooral startende bedrijven getroffen. Zij komen, zolang zij geen winst maken, niet in aanmerking voor WIR-premies. Uit door ons gevoerde gesprekken blijkt echter dat juist voor deze categorie bedrijven WIR-premies van groot belang kunnen zijn bij het rondkrijgen van de startfinanciering. De banken waren bereid de te ontvangen premies voor te financieren.

### 1.6.2 *De Garantieregeling Midden- en Kleinbedrijf*

Speciaal ten behoeve van het Midden- en Kleinbedrijf (MKB) heeft de overheid de garantieregeling MKB in het leven geroepen. Het doel van deze regeling is dat bedrijven uit het MKB recht hebben op door de overheid gegarandeerde kredieten. Hierdoor kunnen zij financieeringsmiddelen verwerven die zij onder normale condities niet zouden kunnen aantrekken.

Onder invloed van de oplopende verliesdeclaraties van het bankwezen heeft de overheid in 1985 deze regeling aangescherpt. De voorwaarden waartegen men in aanmerking kan komen voor kredieten alsmede het door de banken te lopen risico werden verzwaard. Hierdoor werd de effectiviteit volgens door ons geraadpleegde deskundigen aanzienlijk verminderd. Men uitte vooral kritiek op de zware formele eisen waaraan garantie-aanvragers moeten voldoen. Veel kleine bedrijven, en dan vooral starters, kunnen niet de verlangde administratieve informatie presenteren welke door de overheid verlangd wordt. Voorts blijkt dat de uitvoerende overheidsinstanties bij een eventuele verliesdeclaratie nogmaals de juistheid van een in het verleden afgegeven garantie toetsen. Hierdoor kan het gebeuren dat achteraf op formele gronden een verliesdeclaratie niet gehonoreerd wordt. De effectiviteit van de garantieregeling wordt daardoor in niet onaanzienlijke mate aangetast. De deskundigen dringen aan op een minder formele regeling waarbij meer aandacht wordt geschonken aan de economische haalbaarheid van de ingediende aanvragen. Het bankwezen zou in dat geval bereid zijn meer risico te lopen.

### 1.6.3 *Conclusie*

De overheid droeg tot voor kort aanzienlijk bij aan de ondersteuning van de financiële positie van het bedrijfsleven. Omdat na 1982 de winsten van het bedrijfsleven stegen, heeft men aanleiding gezien deze ondersteuning te verminderen. Het afschaffen van de negatieve aanslag in de WIR alsmede de aanscherping van de garantieregeling MKB hebben de positie van startende en snelgroeiende bedrijven verslechterd. Voorts blijken kleine bedrijven moeite te hebben met het voldoen aan de formele eisen ter zake van informatieverstrekking.

Aan het slot van hoofdstuk 3 formuleren wij enige beleidsaanbevelingen welke deze ongunstige positie van genoemde categorie bedrijven zou kunnen verbeteren.

## 1.7 **Samenvatting en conclusies**

Allereerst schonken wij aandacht aan de ontwikkeling in de vermogensverhoudingen van de grote bedrijven. In de periode 1969-1975 liep bij deze bedrijven de solvabiliteit terug. Verklarende factoren daarbij zijn het streven naar een gunstig hefboomeffect door te financieren met

vreemd vermogen, het fiscale regime en een toenemende bereidheid van het bankwezen om lang vreemd vermogen te verschaffen. In de periode na 1975 hebben zich in de vermogenssfeer aanzienlijke problemen gemanifesteerd. De winsten liepen terug terwijl tegelijkertijd de rentestand sterk opliep. Hierdoor verdween voor veel bedrijven het positieve hefboomeffect. Een andere belangrijke factor betreft de wijziging in de houding van de externe financiers. De banken zijn zich aanzienlijk meer risicomijdend gaan opstellen, nadat zij in het begin van dit decennium grote verliezen op hun kredieten hebben moeten incasseren.

Men is de solvabiliteit daardoor als minder gunstig gaan beschouwen, hoewel de solvabiliteit op zich redelijk stabiel gebleven is. Na 1982 benutten de grote bedrijven het rendementsherstel vooral ten behoeve van de versterking van het eigen vermogen door winstinhouding. Het herstel kwam het eerst op gang in de op export gerichte sectoren. Na 1984 zet het herstel zich ook door in de meer op het binnenland gerichte sectoren.

De relatief kleine bedrijven ondervinden knelpunten bij toetreding tot het financiële systeem. Als gevolg van het grote risico dat aan kleine bedrijven verbonden is, stellen de verschaffers van vreemd vermogen hoge eisen. Bovendien zijn de informatie- en transactiekosten relatief hoog. Als gevolg van deze factoren zijn kleine bedrijven betrekkelijk afhankelijk van informele vermogensbronnen, zoals het langdurig gebruik van leveranciers- en kort bankkrediet. Ze worden hierdoor kwetsbaarder en de kosten van financiering zijn hoger. Voor de vergroting van het belang van hun eigen vermogen zijn kleine bedrijven in belangrijke mate aangewezen op winstinhouding.

De solvabiliteit van kleine ondernemingen blijkt, zo is de conclusie uit onze gesprekken, mede afhankelijk van de levensfase waarin de onderneming verkeert. Startende dan wel groeiende bedrijven hebben een relatief lage solvabiliteit, terwijl ondernemingen met een zekere rijpheid meer solvabel zijn.

Starters hebben hun eigen problematiek. Alvorens men de totale financiering rond kan krijgen, moet er over voldoende eigen vermogen worden beschikt. Hiervoor is de ondernemer vaak op zijn directe omgeving aangewezen. Als gevolg van maatschappelijke veranderingen is het verwerven van risicodragend vermogen in de particuliere kring moeilijker geworden. Wij wijzen er met nadruk op dat de financieringsproblematiek niet als een losstaand probleem gezien moet worden, maar samenhangt met meer vraagstukken die de ondernemer dient op te lossen. Een goede begeleiding van de ondernemer is in dit opzicht zeer belangrijk, zoals bij het opstellen van een ondernemingsplan.

De knelpunten in de financiële sfeer – voor zover ze als afzonderlijk probleem geïdentificeerd kunnen worden – doen zich primair voor bij het bankwezen, bedrijven die geen toegang hebben tot de openbare vermogensmarkten, snelgroeiende bedrijven en starters. Het aanbod van vermogen is in hoofdzaak risicomijdend en is afkomstig van grote vermogensverschaffers, terwijl er veel vraag afkomstig is van kleine bedrijven die een voorkeur hebben voor risicodragend vermogen. Wij ramen het huidige tekort aan eigen vermogen op tenminste 30 miljard gulden, waarbij de kanttekening geplaatst wordt, dat in macro-economische termen geformuleerd, het tekort binnen enkele jaren ingelopen zal kunnen worden. Dit wil niet zeggen dat micro-economische knelpunten daarmee weggenomen worden.

In de eerstvolgende jaren zullen zich geen globale, macro-economische, problemen voordoen met betrekking tot de beschikbaarheid van vermogen uit binnenlandse bron. Naar verwachting zal alleen in het geval van krachtige economische groei een fors financieringstekort bij het bedrijfsleven ontstaan. Dit neemt niet weg, dat ook bij een lager groeitempo van onze economie kwalitatieve fricties een optimale allocatie van vermogen in de weg kunnen staan.

## APPENDIX BIJ HOOFDSTUK 1

### *Een rekenexercitie met betrekking tot de voorziening in eigen vermogen*

In subparagraaf 1.3.3 is opgemerkt dat men geen uitspraak kan doen over de exacte omvang van de behoefte aan risicodragend dan wel eigen vermogen. Toch is het wel mogelijk enkele vingeroefeningen te verrichten die, uitgaande van bepaalde veronderstellingen ten aanzien van de gewenste solvabiliteit, een, zij het uiterst ruwe, indicatie kunnen geven van eventuele discrepanties tussen de vraag naar en het aanbod van eigen vermogen. Het gaat hierbij om de geaggregeerde vraag en het geaggregeerde aanbod. Allocatieproblemen blijven buiten beschouwing.

In subparagraaf 1.2.1 is vermeld dat de solvabiliteit van de beurs-NV's in 1965 gemiddeld 54% bedroeg. We nemen aan dat er weinig reden is een nog hogere solvabiliteit te verlangen. Die 54% kunnen onzes inziens als bovengrens beschouwd worden. Nu bedroeg de solvabiliteit van de Beurs-NV's in 1984 37%, terwijl de solvabiliteit van de in de CBS-statistiek Financiën van ondernemingen beschouwde ondernemingen in de nijverheid eveneens 37% bedroeg (zie tabel 1.1: een verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen van 59:100 is een verhouding eigen vermogen/totaal vermogen van  $59:159 = 37\%$ ). We nemen gemakshalve aan dat die 37% geldt voor alle ondernemingen buiten de agrarische sector en de banken. Een verhoging van de solvabiliteit tot 54% zou dan, bij een geschat totaal eigen vermogen van f 260 miljard, een stijging impliceren van  $(54-37)/37 \times f 260 \text{ miljard} = f 120 \text{ miljard}$ . Tellen we daar, met voorbijgaan aan de agrarische sector, nog eens f 20 miljard voor de banken bij op (zie subparagraaf 1.3.3), dan resulteert een totale inhaalvraag naar eigen vermogen van f 140 miljard. Daarmee hebben we een bovengrens gevonden. Nu een ondergrens. In subparagraaf 1.3.3 is aangegeven dat een solvabiliteit lager dan 20% in de regel als te laag wordt gezien. Volgens een ruwe schatting onzerzijds zou ongeveer f 10 miljard nodig zijn om de ondernemingen (ongeveer 1/3 van het totaal) met een solvabiliteit lager dan 20% op het niveau van 20% te brengen. Voeg daarbij weer de f 20 miljard die het bankwezen nodig heeft, dan resulteert een ondergrens voor de inhaalvraag van f 30 miljard.

Naast de inhaalvraag is er een voortdurende vraag naar eigen vermogen (een 'stroomvraag' naast de als inhaalvraag aangeduide 'voorraadvraag'), welke voortvloeit uit de met reële economische groei gepaard gaande investeringen en, wanneer dat verschijnsel zich voordoet, inflatie. We gaan wederom uit van het jaar 1965 en nemen aan dat de netto-investeringsquote van 15% voldoende was om een bevredigende groei te bewerkstelligen. Het lijkt ons waarschijnlijk dat, als 15% een acceptabele investeringsquote was in 1965, nu wel met een lagere volstaan kan worden. Ten eerste is er weinig reden om het niveau van de woningproductie terug te brengen tot dat van de jaren zestig en late jaren vijftig (rond 4% van het nationale inkomen; later in de jaren zestig werd een niveau bereikt van rond 5%; in 1984 ging het om 3,4% en gezien de verzadiging van de woningmarkt alsmede in verband met demografische factoren ligt een verdere daling eerder in de rede dan een stijging; vgl. ook Verslag over 1985, Westland-Utrecht Hypotheekbank N.V.).

Ten tweede is de investering in voorraden à 2% van het nationale inkomen in 1965 wel wat ruim. Een netto-investeringsquote à 13% lijkt derhalve voldoende. We nemen, enigszins arbitrair, aan dat het nationale inkomen in 1984 f 390 miljard had bedragen in plaats van f 353 miljard als de investeringsquote inderdaad 13% was geweest. Bij een solvabiliteit van 54% zou daaruit een behoefte aan eigen vermogen ad f 27,4 miljard voortgevloeid zijn, dat is ongeveer 7% van het nationale inkomen.

Zou een behoefte aan eigen vermogen ad 7% van het nationale inkomen nu en in de toekomst problemen opleveren? Die vraag kan men niet zonder meer met ja of nee beantwoorden. Als de ingehouden winsten

(d.w.z. de besparingen van bedrijven) op het historisch gezien niet onredelijk hoge niveau van 5% kunnen blijven, resteert een behoefte van 2% die uit andere bron gedekt moet worden. Waar zou die vandaan moeten komen? De besparingen van de gezinnen zijn in steeds sterkere mate contractueel van karakter geworden. Zij zouden ruwweg al hun vrije besparingen als eigen vermogen ter beschikking moeten stellen om de genoemde 7% van het nationale inkomen te bereiken. We gaan er hierbij van uit dat de middelenoverdracht van de overheid naar het bedrijfsleven tot nul wordt verminderd. Het alternatief is dan dat de institutionele beleggers meer in aandelen gaan beleggen, in navolging van hun buitenlandse pendanten.

Nu is 54% een hoge norm. Naarmate een lagere verhouding acceptabel is, wordt de situatie met betrekking tot de verschaffing van eigen vermogen uiteraard minder nijpend. Bij een norm van gemiddeld 36% solvabiliteit vereist een netto-investeringsquote van 13% nog slechts een bedrag aan eigen vermogen gelijk aan 4,7% van het nationale inkomen. Een dergelijk bedrag kan volledig uit de ingehouden winsten ter beschikking komen, waarbij zelfs nog ruimte overblijft om een achterstand in te halen.

Rest nog het internationale kapitaalverkeer. In 1984 bedroegen de aankoop en de verkoop van Nederlandse effecten en de aankoop en de verkoop van buitenlandse effecten elk ongeveer 10% van het nationale inkomen. Voor 1985 zijn de percentages nog hoger. Relatief geringe wijzigingen in elk van deze stromen zijn al voldoende om enkele procenten van het nationale inkomen extra ter beschikking te stellen voor belegging in Nederlandse aandelen. De belangstelling zal zich in deze gevallen, zo mogen we verwachten, beperken tot aandelen van grote ondernemingen, waarvoor een ruime markt bestaat. Afgezien van belegging rechtstreeks door consumptiehuishoudingen kan men hier denken aan belegging door beleggingsfondsen en (buitenlandse) institutionele beleggers. Voorwaarde is dat er goede winst- en koersverwachtingen bestaan, zodat men een samenhang met het percentage besparingen van bedrijven (ingehouden winsten) kan verwachten.

## 2. HET INTERNATIONALE KAPITAALVERKEER

### 2.1 Formele regelingen

Nederland kent een zeer vrij internationaal betalingsverkeer; als onderdeel daarvan is ook het kapitaalverkeer aan weinig beperkingen onderhevig. Na de Tweede Wereldoorlog werd het internationale betalingsverkeer aanvankelijk geregeld in het Deviezenbesluit 1945. Dit kende een negatief systeem: alles wat niet uitdrukkelijk was toegestaan, was verboden. Met het economisch herstel in de jaren vijftig en de verbetering van deviezenreserves was er minder behoefte aan regulering met behulp van het deviezenbeleid. Gaandeweg werd het internationale betalingsverkeer geliberaliseerd. Eind 1958 werd de gulden, in het kader van de Europese Monetaire Overeenkomst, extern convertibel in het lopende betalingsverkeer. De liberalisatie van het kapitaalverkeer kreeg impulsen doordat begin 1960 de eerste EEG-Richtlijn voor de liberalisatie van het onderlinge betalingsverkeer werd aangenomen en Nederland eind 1961 de OESO-code voor kapitaalliberalisatie onderschreef. Het Deviezenbesluit 1945 was aan herziening toe. Sedert 1960 is aan een nieuwe wet gewerkt. Voordat die nieuwe wet tot stand kwam is, in september 1977, het geldende negatieve systeem van het deviezenbesluit 1945 alvast buiten werking gesteld.

De openbare emissiemarkt en de markt voor onderhandse leningen staan sindsdien open voor buitenlandse vragers, met dien verstande dat vragers naar risicomijdend kapitaal onderworpen waren aan plaatsing op de kalender van De Nederlandsche Bank. De Bank voerde een beleid, dat gericht was op het voorkomen van versturende opeenhopingen van obligatie-emissies en onderhandse leningen in een kort tijdsbestek. Als gevolg van de liberalisatie van de kapitaalmarkt, welke op 1 januari 1986 haar beslag heeft gekregen, zal het kalenderbeleid versoepeld worden.

Het Deviezenbesluit 1945 is ten slotte opgevolgd door de Wet van 28 mei 1980, houdende regelen inzake de financiële betrekkingen met het buitenland (Staatsblad 321), bekend als de Wet financiële betrekkingen buitenland, die op 1 mei 1981 in werking trad. Deze wet kent een positief regime: alles is toegestaan wat niet expliciet verboden is. Voor directe investeringen, zowel door Nederlandse ingezetenen in het buitenland als door niet-ingezetenen in Nederland, is geen vergunning nodig. Evenmin is een vergunning nodig voor de aan- en verkoop van ter beurze genoteerde effecten. Voor onderhandse leningen aan niet-ingezetenen door niet-banken is een vergunning vereist voor zover het leningen betreft met een looptijd van minstens twee jaar voor een bedrag van meer dan f 10 miljoen aan dezelfde niet-ingezetene. Plaatsing van Euroguldennotes bij ingezetenen vereist eveneens een vergunning, die haast automatisch wordt verstrekt.

De wet geeft De Nederlandsche Bank in artikel 6 de bevoegdheid om, in het geval van een binnenlandse kredietbeheersing, enkele vormen van kapitaalvoer of crediteurensubstitutie aan een vergunning te onderwerpen. De wet spreekt hier over 'het ter beschikking krijgen van gelden'. Directe investeringen, beursverkeer in Nederlandse effecten en handelskrediet, voor zover usantieel, blijven buiten bereik van artikel 6, omdat daarop internationale liberalisatie-afspraken van toepassing zijn. Bij noodtoestanden kan de minister van Financiën het kapitaalverkeer beperken. Artikel 7 geeft hem de bevoegdheid kapitaalvoer tegen te gaan als die 'de Nederlandse reservepositie aanmerkelijk doet verminderen' en artikel 8 stelt hem in staat de kapitaalvoer af te remmen als die 'in ernstige mate het financieel-economische beleid doorkruist' of dat dreigt te doen. Het kan hier wèl vormen betreffen waarop internationale liberalisatie-afspraken betrekking hebben. De regering moet in zulke gevallen een beroep doen op de vrijwaringsclausules in het EEG-verdrag en de OESO-liberalisatiecode.

We concluderen dat echte belemmeringen in het kapitaalverkeer alleen kunnen worden opgeworpen ten tijde van grote valutaire onrust. In normale tijden is nauwelijks sprake van belemmeringen, zodat grotere ondernemingen ook buiten Nederland in hun vermogensbehoefte kunnen voorzien. Het beroep van ondernemingen op buitenlandse vermogensmarkten is tot op heden echter beperkt, zoals wij in hoofdstuk 3 zullen zien.

## 2.2 Het EG-beleid

De Commissie van de Europese Gemeenschappen streeft, behalve naar vrijmaking van het goederenverkeer binnen de Gemeenschap, ook naar de vorming van een gemeenschappelijke markt op het terrein van de diensten, waaronder financiële diensten. Daarbij zijn twee lijnen te onderscheiden: een streven naar vrije vestiging en een streven naar vrij grensoverschrijdend verkeer, beide gepaard met het wegwerken van concurrentieverstorende elementen.

Al geruime tijd streeft de Commissie, op basis van artikel 57 van het Verdrag van Rome dat tot coördinatie van de bankwetgeving verplicht, naar harmonisatie van het toezicht op de banken. Reeds in 1972 publiceerde zij een concept-coördinatie-richtlijn, welke een zeer gedetailleerde Europese bankwetgeving behelsde.

De voorstellen van de Europese Commissie bleken te ambitieus en de Eerste Coördinatie-richtlijn van 12 december 1977 ging aanzienlijk minder ver. In de plaats van de solvabiliteits- en liquiditeitsvoorschriften uit het concept van 1972 kwamen er zogenaamde waarnemingsratio's, waarvan de bedoeling was dat ze op uniforme wijze zouden worden samengesteld. Dat blijkt nog zoveel problemen op te leveren, dat publikatie van de ratio's nog steeds niet geschiedt. Aan harmonisatie van het liquiditeits- en solvabiliteitstoezicht is men derhalve nog niet toe. De richtlijn richtte zich op het opheffen van vestigingsbelemmeringen en regelde het bedrijfseconomisch toezicht op buitenlandse vestigingen van banken. Een nadere uitwerking van dat toezicht geeft de Consolidatie-richtlijn (EG 7363/83) van 13 juni 1983. Deze richtlijn stelt consolidatie van de balans van een bank met die van haar buitenlandse vestigingen verplicht per 1 juli 1985, met de mogelijkheid nog gedurende vijf jaar uitzonderingsbepalingen toe te passen. De Eerste Coördinatie-richtlijn van 1977 bepaalt dat het bedrijfseconomisch toezicht op vestigingen van een bank in een andere lidstaat dan die van de hoofdvestiging, wordt uitgevoerd door de zogenaamde 'moederautoriteiten' (dat zijn de autoriteiten in het land van de hoofdvestiging) in overleg met de zogenaamde 'gastautoriteiten' (de autoriteiten in het land van de betrokken vestigingen).

Simultaan aan deze ontwikkelingen zijn afspraken gemaakt in het 'Committee on Banking Regulation' (Cooke-Committee) van de Bank voor Internationale Betalingen te Bazel, door de centrale banken van 11 landen, waaronder een aantal EG-landen. Deze afspraken, vastgelegd in juni 1983 in een herziene versie van het oorspronkelijk uit 1975 daterende Concordaat, houden in dat het bedrijfseconomische toezicht op banken gebaseerd moet zijn op geconsolideerde cijfers. Daarbij is het solvabiliteitstoezicht primair de verantwoordelijkheid van de moederautoriteiten, behalve bij affiliaties (vestigingen met een eigen rechtspersoonlijkheid) waar zowel moederautoriteiten als gastautoriteiten verantwoordelijk zijn. Het liquiditeitstoezicht wordt in de eerste plaats door de gastautoriteiten uitgeoefend. Deze richtlijnen en afspraken zijn van weinig invloed op de kredietverlening binnen Nederland. Aan buitenlandse banken staan ook zonder EG-richtlijn weinig belemmeringen in de weg als ze een vestiging in Nederland willen openen. Immers, ook banken van buiten de EG hebben gemakkelijk toegang. Bovendien waren de Nederlandse banken al sinds 1977 verplicht tot consolidatie van de balanscijfers, zodat de hun opgelegde solvabiliteits- en liquiditeitseisen daar niet

door veranderen en hun mogelijkheden tot kredietverlening evenmin. Wel is het in principe mogelijk dat de in voorbereiding zijnde tweede coördinatie-richtlijn in dit opzicht problemen gaat veroorzaken. Het ligt in de bedoeling van de EG-Commissie om een grens te stellen aan het zogenaamde 'externe' vermogen dat mee mag tellen bij de solvabiliteitsstoetsing. Dit externe vermogen zal niet meer dan 50% mogen bedragen van het totaal van het 'interne' eigen vermogen, dat is het vermogen waar de onderneming de volledige eigendom en zeggenschap over heeft. Het betreft hier achtergestelde leningen en de ledenaansprakelijkheid van coöperatief georganiseerde banken. Ten aanzien van dit laatste is er bovendien het voorstel dit element te bevriezen op het niveau van 31 december 1984 (cf. Draft Recommendation, 1985). De grens van 50% zou door instellingen die daar nu boven zitten, per 1 januari 1995 moeten zijn bereikt.

De EG-Commissie streeft echter niet slechts naar vrijheid van vestiging en harmonisatie van het toezicht op financiële instellingen, maar ook naar verdergaande liberalisering van het verkeer in financiële diensten. Op 24 januari 1985 is een 'Voorstel voor een Richtlijn inzake de vrijheid van vestiging en het vrij verrichten van diensten op het gebied van het hypothecair krediet' (COM (84) 730 def.) gepubliceerd, dat een rigoureuze openbreking van de nationale markten beoogt. Men wil nu niet meer de moeizame weg gaan van de harmonisatie van de verwarrende veelheid van nationale voorschriften en bepalingen. In plaats daarvan wil men op waarlijk Alexandrinische wijze de Gordiaanse knoop van die veelheid van voorschriften en bepalingen niet ontwarren, maar doorhakken. Het voorstel van de Commissie is om de hypothecair kredietverstrekende instellingen toe te staan in alle lidstaten het actief- en het passiefbedrijf uit te oefenen met die technieken die in het thuisland zijn toegestaan.

In grote lijnen zal de Nederlandse kapitaalmarkt daar weinig gevolgen van ondervinden, daar zij al zeer open is. Bovendien zijn op de Nederlandse markten diverse passievormen die voorheen verboden waren, per 1 januari 1986 toegestaan. Met name is de door De Nederlandsche Bank angstvallig in stand gehouden scheiding tussen geldmarkt en kapitaalmarkt sterk vervaagd. Het is nu toegestaan schuldtitels met een variabele rente uit te geven, alsmede obligaties met een minimale looptijd van slechts twee jaar en obligaties met één vaste aflossingsdatum. Toch is het denkbaar dat de voortgaande liberalisatie nog meer buitenlandse financiële instellingen naar Nederland zal lokken. De Nederlandse spaarbanken en een instelling als het Bouwfonds Nederlandse Gemeenten zouden bijvoorbeeld sterke concurrentie kunnen gaan ondervinden van Britse 'building societies'. Het valt niet te verwachten dat categorieën potentiële leners daardoor minder gemakkelijk in hun vermogensbehoefte kunnen voorzien. Integendeel, meer concurrentie onder de aanbieders is in het algemeen in het voordeel van de afnemers; is het niet in de vorm van een rijkere keus uit enerzijds beleggingsmateriaal, anderzijds kredietvormen, dan toch in de vorm van lagere debettarieven en/of hogere creditarieven.

### 2.3 Conclusies

We concluderen dat er met betrekking tot het internationale kapitaalverkeer weinig formele belemmeringen bestaan. Alleen bij wijze van uitzondering kunnen aan het internationale kapitaalverkeer beperkingen opgelegd worden. Met betrekking tot het EG-beleid merken we op dat er weinig richtlijnen en afspraken zijn, die nu invloed hebben op de kredietverlening in Nederland. De in voorbereiding zijnde tweede coördinatie-richtlijn voor de banksolvabiliteit zal echter mogelijk problemen voor Nederlandse banken veroorzaken, omdat de solvabiliteitseis voor de Nederlandse banken aangescherpt wordt. Het EG-beleid met betrekking tot financiële instellingen die zich richten op het verstrekken van hypothe-



cair krediet kan mogelijk ook gevolgen hebben voor Nederlandse financiële instellingen. Voor zover sprake is van gevolgen, zullen deze leiden tot verscherping van de concurrentie. Dit zal er toe kunnen leiden, dat vragers naar hypothecair krediet beter bediend gaan worden.

### 3. DE ALLOCATIE VAN VERMOGEN

#### 3.0 Inleiding

Bij de allocatie van vermogen kan onderscheid gemaakt worden tussen indirecte allocatie van vermogen via financiële intermediairs (par. 3.1-3.3) en directe allocatie via de aandelen- en obligatiemarkt (par. 3.4). Tabel 3.1 geeft een indruk van het relatieve belang van de diverse transmissiekanalen, waarbij blijkt dat in Nederland de institutionele beleggers de grootste aanbieders van vermogen zijn. De banken zijn de tweede grote marktpartij. Het rechtstreekse aanbod van gezinnen is beperkt en heeft in hoofdzaak betrekking op obligaties. Vanaf 1982 blijkt verder de ruimte op de kapitaalmarkt zo groot te zijn, dat netto afvloeiing naar het buitenland mogelijk is.

**Tabel 3.1 Vraag en aanbod op de Nederlandse kapitaalmarkt (als percentage NNI)**

Netto binnenlands aanbod van:	1976	1980	1985
Spaarbanken	1,2	0,6	1,0
Fondsen	7,0	7,9	8,0
Gezinnen/bedrijven	1,3	0,6	0,6
Hypotheekbanken	0,4	0,4	0,1
(eigen aanbod)	(1,8)	(1,0)	(-)
(eigen beroep)	(-1,4)	(-0,6)	(0,1)
Geldscheppende instellingen	5,5	1,8	3,9
(eigen aanbod)	(5,8)	(3,7)	(4,7)
(eigen beroep)	(-0,3)	(-1,9)	(-0,8)
Totaal	15,4	11,3	13,6
Netto binnenlands beroep van:			
Rijk	2,9	4,4	6,8
Lagere overheden	1,3	0,8	1,1
Private sector	10,2	7,3	4,0
w.v. hypotheek	(7,0)	(5,0)	(2,2)
overige	(3,2)	(2,3)	(1,8)
Woningbouw*		0,3	0,5
Totaal	14,4	12,8	12,4
Buitenland:			
- toevloeiing +		1,5	
- afvloeiing -	-1,0		-1,2

Bron: Jaarverslagen DNB.

\* Gedebudgetteerde leningen woningwetbouw.

#### 3.1 De algemene banken

##### 3.1.1 *Het aanbod van vermogen door de banken*

In een uitgebreidere versie van deze studie (Eijgenhuijsen e.a., 1987, tabel 3.1.1 en 3.1.2) staat een overzicht van de stand van het vermogensaanbod van algemene banken (waaronder wij ook de coöperatief georganiseerde banken rekenen) per ultimo 1985. Het cijfermateriaal is ontleend aan de statistische bijlage van het jaarverslag van DNB. Uit de cijfers blijkt, dat de algemene banken de belangrijkste verschaffers van vreemd vermogen aan de private sector zijn. Ultimo 1985 was de stand van deze kredietverlening bij benadering 150 miljard gulden, exclusief de hypotheekleningen die voor een groot deel aan de gezinnen toegerekend worden. Het accent lag daarbij op de korte kredietverlening (65%).

Verder blijkt dat de banken vrijwel geen risicodragend vermogen verschaffen. Het totaal van de in hun bezit zijnde aandelen vormt samen met de deelnemingen niet meer dan enkele tienden van procenten van het balanstotaal van deze instellingen. Een deel daarvan wordt bovendien op grond van beleggingsmotieven aangehouden. Het geringe aan-

deel van het risicodragend kapitaal in de portefeuilles van banken komt voort uit de historische gerichtheid van de Nederlandse banken op het verschaffen van vreemd vermogen (zie ook Rijnvos, 1983). Bovendien staat de wetgeving niet toe dat banken voor meer dan 5% participeren in het eigen vermogen van ondernemingen. De motivering voor deze wetgeving is, dat de banken ter bescherming van de belangen van hun crediteuren in beginsel geen deel mogen hebben in het ondernemersrisico van hun debiteuren. Tevens beoogt men met deze wetgeving ongewenste machtsverstrengeling tussen banken en bedrijven te voorkomen (DNB, 1980, blz. 115). De banken moeten zich derhalve beperken tot het verschaffen van vreemd vermogen en dienen zich niet actief met het bedrijfsbeleid te bemoeien. De bemoeienis is primair gericht op wat als 'voortgangscontrole' aangeduid zou kunnen worden, dat wil zeggen de bank ziet toe dat de gang van zaken bij een debiteur conform de gemaakte afspraken verloopt. Slechts in uitzonderlijke situaties zullen banken zelf rechtstreeks bij een bedrijf ingrijpen.

In dit opzicht verschilt de positie van het bankwezen in ons land duidelijk van verschillende ons omringende landen. Zo hebben banken in Duitsland en België aanzienlijke belangen in het eigen vermogen van ondernemingen. Via een netwerk van commissarissen worden daar de relaties met de bedrijven onderhouden. Het is niet waarschijnlijk dat in Nederland ruimte gemaakt wordt voor een dergelijke ontwikkeling. DNB heeft zich verschillende malen uitgesproken tegen een ontwikkeling in de richting van 'banques d'affaires'. Daarom wordt slechts bij wijze van uitzondering ontheffing van de 5%-norm verleend. Daarbij komt dat vooralsnog in het Nederlandse bankwezen de relevante expertise ontbreekt, zodat men nog onvoldoende in staat is actief in ondernemingen te participeren.

Wij concluderen derhalve dat, tenzij de wetgeving ingrijpend gewijzigd wordt en de strategie van het bankwezen een verandering ondergaat, ook in de toekomst het bankwezen primair vreemd vermogen zal blijven verschaffen.

Bij een herstel van het investeringsniveau zal naar verwachting - vooral in het geval van forse economische groei - het beroep op extern vermogen van bedrijven toenemen. Hoewel het aanbod van vermogen uit interne financiering toeneemt, zal dit aanbod niet voldoende zijn om de totale financieringsbehoefte te dekken. Wij verwijzen hierbij naar de conclusie uit hoofdstuk 1, dat binnen de sector bedrijven de verschillen tussen bedrijven met financieringsoverschotten en -tekorten groot zullen zijn (zie ook: A.J. van Straaten, 1985, blz. 66 en 75). Een herstel van het investeringsniveau zal een toeneming van de vraag naar middellang en lang krediet tot gevolg hebben. In de volgende paragrafen zullen we ingaan op de vraag in hoeverre de algemene banken in staat zullen zijn in deze behoefte aan externe financieringsmiddelen te voorzien. Er zijn ontwikkelingen die een verzwakking van de positie van de algemene banken tot gevolg hebben. Het gaat hierbij zowel om knelpunten in het passief bedrijf als in het actief bedrijf van de banken.

### 3.1.2 *Knelpunten in het passief bedrijf van de banken*

Uitbreiding van de middellange en lange kredietverlening zal gevolgen hebben voor het passief bedrijf. Het bankwezen zal lange uitzettingen tot op zekere hoogte moeten financieren, ook wel 'funden' genoemd, met lange passiva. Weliswaar hebben banken de mogelijkheid om hun lange uitzettingen deels met korte middelen te financieren, maar dit heeft een tweetal gevolgen.

In de eerste plaats moeten de banken het voordeel van de hogere 'spread' bij financiering met korte middelen afwegen tegen het hogere renterisico. Een stijging van de korte rentetarieven kan niet doorberekend worden in de debettarieven, waardoor de banken gevoeliger wor-

den voor afwijkingen van de normaal geachte rentestructuur. Deze afwijkingen kunnen veroorzaakt worden door problemen op de valutamarkt. De recente ontwikkelingen in het EMS, die een tijdelijke stijging van de korte rente tot gevolg hadden, tonen aan dat dit renterisico reëel is. De banken hebben in het recente verleden reeds in belangrijke mate hun lange uitzettingen met korte middelen gefinancierd. Op grond van informatie, die wij in gesprekken met enige functionarissen uit het bankwezen verkregen hebben, nemen wij aan dat de algemene banken niet bereid zullen zijn hun renterisico te vergroten.

Verder heeft de funding van lange uitzettingen met korte middelen tot gevolg, dat het netto-geldscheppend bedrijf van de banken uitgebreid wordt. De daaruit voortvloeiende toeneming van de liquiditeitsmassa beschouwt DNB als ongewenst.

Wij kunnen concluderen dat de algemene banken in toenemende mate in hun funding voor hun lange uitzettingen zullen moeten voorzien met lange passiva. Dit is niet zonder problemen, zoals hieronder zal blijken.

De *vrije gezinsbesparingen* zijn als percentage van het NNI bij voortdurende teruggelopen. Deze vrije besparingen slaan voor een groot deel neer bij het bankwezen. In het recente verleden, vooral in 1982 en 1983, is sprake geweest van netto-ontsparringen, die slechts ten dele gecompenseerd konden worden door bijschrijving van rente (zie ook: FD, 12-6-1985, 24-8-1985). Het gevolg van de stagnatie van de vrije gezinsbesparingen is, dat banken in mindere mate de beschikking krijgen over deze relatief goedkope passiva. Daarnaast neemt de concurrentie om de vrije gezinsbesparingen toe door het toetreden van nieuwe instellingen op de spaarmarkt, zoals het Robeco-consortium met de Roparco-spaarrekening. Omdat Roparco een combinatie biedt van relatief hoge rente met een hoge mate van vrije opneembaarheid van het spaargeld, heeft dit fonds in een stagnerende markt een relatief belangrijk aandeel verworven. Door de flexibele balansstructuur van dit fonds is men in staat de rentevoordelen snel aan de spaarders door te geven.

Uit verschillende gesprekken met functionarissen uit het bankwezen is gebleken, dat het psychologisch klimaat op de spaarmarkt veranderd is. De rentegevoeligheid van het publiek is toegenomen waardoor men zeer scherp let op de voorwaarden, in termen van rentevergoeding en beschikbaarheid, waarop men zijn spaargeld onder kan brengen. Besparingen, die niet specifiek als voorzorgsbesparingen worden aangehouden, houdt men in toenemende mate in liquide vorm aan. Afhankelijk van de rentestand brengt men zijn middelen onder in termijndeposito's of spaartegoeden. Een relatief kleine rentewijziging kan belangrijke verschuivingen tot gevolg hebben. Verder blijkt het publiek sterker te gaan letten op alternatieve spaar- en beleggingsvormen, zoals overheidsobligaties. Vooral in de periode 1982-1984, toen de kapitaalmarktrente aanzienlijk boven de rente op spaartegoeden lag, heeft het publiek voor grote bedragen overheidsobligaties gekocht. Deze titels zijn ook aantrekkelijker geworden door een verkorting van de effectieve looptijd, waardoor het koersrisico beperkt wordt. De kans op rentestijging werd in die periode laag getaxeerd (DNB, 1985, blz. 100).

Het gevolg van deze ontwikkelingen is, dat de aanwas van besparingen bij banken stagneert. Deze passiva worden relatief duurder, terwijl de banken gedwongen zijn zich ter zake van de overige voorwaarden soepeler op te stellen. Daar komt bij dat besparingen die in termijndeposito's ondergebracht worden niet meetellen als doorgeefbare passiva, terwijl bedrijven hun liquide middelen in die vorm aanhouden. Dit is voor de bepaling van het netto-geldscheppend bedrijf van banken een nadeel.

Een tweede probleem met betrekking tot de passieffinanciering van het bankwezen vormen de beperkingen die deze instellingen ondervinden bij het betreden van de openbare en onderhandse kapitaalmarkt. De toegang tot de *openbare kapitaalmarkt* was tot voor kort beperkt als gevolg

van het kalenderbeleid van DNB. Deze reguleerde de toegang tot de openbare emissiemarkt voor vastrentend papier ten einde ongewenste opeenhopingen van emissies te voorkomen. Hierdoor kon het gebeuren dat banken eerst op een voor hen ongelegen moment aan de markt mochten komen. Als gevolg van de dereguleringsmaatregelen, die DNB en het ministerie van Financiën onlangs getroffen hebben, is het beleid van DNB in deze versoepeld.

De beperkingen met betrekking tot de toegang tot de *onderhandse kapitaalmarkt* zijn tot op heden nog van kracht, voor zover het gaat om het plaatsen van schuldbekentenissen aan particulieren. De uitgifte van bankbrieven, op pandbrieven gelijkend toonderpapier, was beperkt tot relatief geringe bedragen. Het doel van deze scheiding was de positie op dit segment van de kapitaalmarkt voor hypotheekbanken veilig te stellen. Deze scheiding beruiste op afspraken, die DNB met financiële instellingen heeft gemaakt in het kader van het structuurbeleid. De afspraken golden tot eind 1986. Naar het zich laat aanzien zullen de regels die DNB op dit vlak stelt, versoepeling ondergaan. De verwachting bestaat dat DNB het 'kleine' structuurbeleid, dat een scheiding tussen de algemene en hypotheekbanken tot doel heeft, aanmerkelijk zal versoepelen.

Hoewel de toegang tot de kapitaalmarkt voor de banken soepeler lijkt te worden, blijft de passieffinanciering via de kapitaalmarkt relatief kostbaar en weinig flexibel. De banken moeten concurreren met de Staat, die meer speelruimte heeft met betrekking tot de voorwaarden waarop hij kan lenen. Hierbij kan gedacht worden aan de mogelijkheden die de Staat geboden heeft tot het verlengen van leningen tegen dezelfde rente.

Een derde probleem bij de passieffinanciering van lange uitzettingen ontmoeten de banken bij het uitgeven van *spaarbiljetten aan toonder*. De mogelijkheden hiertoe zijn beperkt. Het verscherpte beleid van de fiscus met betrekking tot het houderschap van spaarbiljetten, alsmede de discussie over de legitimatieplicht bij banken heeft deze vorm van sparen voor het publiek minder aantrekkelijk gemaakt. In 1984 en 1985 liep het bestand aan spaarbiljetten terug.

Wij concluderen dat het bankwezen problemen ondervindt bij het aantrekken van lange passiva, in het bijzonder spaargelden. De banken worden gedwongen de voorwaarden waarop zij spaargeld aantrekken te verbeteren. De passiva die op de kapitaalmarkt aangetrokken worden zijn kostbaar, terwijl de mogelijkheden beperkt zijn. Naar onze opvatting valt op lange termijn geen significant herstel van de vrije gezinsbesparingen te verwachten, zodat deze problemen voorlopig niet zullen worden opgelost.

### 3.1.3 *Knelpunten in het actief bedrijf van de banken*

In de jaren zeventig groeide het binnenlandse actief bedrijf van de banken zeer snel. Aan deze groei is in het begin van de jaren tachtig een tamelijk abrupt einde gekomen. Ook na 1983 is de groei, hoewel de economie enigszins herstelde, historisch gezien nog steeds laag. Dit komt onder meer door het lage niveau van de investeringsactiviteiten, terwijl ook de lage inflatie een drukkend effect op de groei van de kredietverlening heeft. De bedrijven blijken hun ruime liquiditeitspositie niet primair te benutten voor het verrichten van nieuwe investeringen, maar voor het aflossen van in het verleden aangegane, hoog rentende schuldverplichtingen. Deze ontwikkeling past bij het beeld van herstructurering van de balansverhoudingen dat wij in hoofdstuk 1 schetsten.

De banken zijn zich meer terughoudend gaan opstellen bij het verstrekken van nieuwe zakelijke kredieten. Als gevolg van de verminderde rentabiliteit en solvabiliteit van het bedrijfsleven, die in het begin van de

jaren tachtig gepaard ging met een hoge nominale rente, is het debiteurenrisico van de banken beduidend toegenomen. Tijdens de recessie in de periode van 1980 tot en met 1982 hebben de banken de tol moeten betalen voor de soepele opstelling die zij in de jaren daarvoor hadden. Zij moesten hun winsten op grote schaal aanwenden voor dotaties aan de Voorziening Algemene Risico's (VAR). In 1979 moesten de banken (algemene banken en Rabobanken samen) nog slechts een VAR-dotatie van 0,17% van het balanstotaal verrichten; in 1982 was dit percentage opgelopen tot 0,7%.

Becijferingen van Tamminga (FD, 25-04-1986) maken duidelijk dat vooral banken met een relatief groot binnenlands bedrijf, de AMRO en de NMB, het zwaarst door de recessie getroffen zijn. De Rabobank met een betrekkelijk solide debiteurenportefeuille in de agrarische sector heeft de minste problemen. De ABN neemt met haar vrij gediversificeerde portefeuille een middenpositie in.

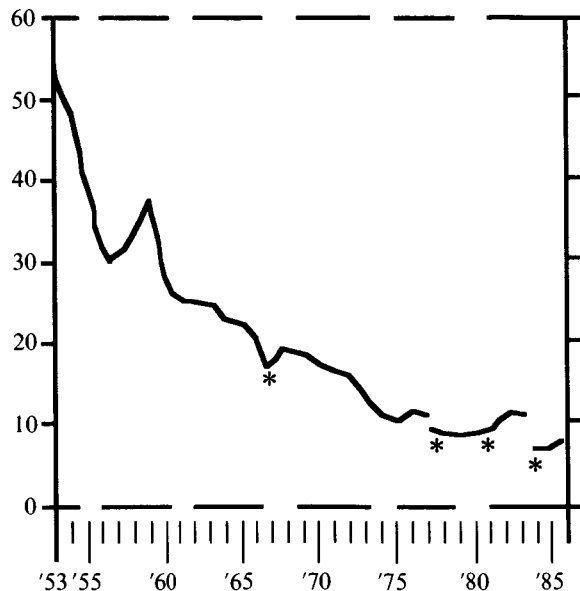
Ook bij de zich verbeterende financiële structuur van het bedrijfsleven zullen de banken naar verwachting terughoudend blijven bij het verstrekken van kredieten aan de private sector. Dit vertaalt zich in het eisen van meer zekerheden door de banken en het verscherpen van de aanvraagprocedures voor kredieten. Uit diverse gesprekken ter zake hebben wij opgemaakt dat de bereidheid van banken tot het verstrekken van blanco-kredieten zeer gering is. De terughoudende opstelling van de banken heeft op deze wijze een pro-cyclisch effect. Tijdens de opgaande fase van de conjunctuur was er een relatief grote bereidheid tot het verstrekken van kredieten. Hierdoor konden de bedrijven noodzakelijke financiële herstructureringsprocessen uitstellen. Nu de economie nog niet helemaal uit het dal is, blijft het bankwezen volharden in de terughoudende opstelling die tijdens het dieptepunt van 1980-1982 noodzakelijk bleek. Hierdoor kan de groei van bedrijven worden belemmerd.

Het is aannemelijk dat vooral kleine en middelgrote bedrijven naar verhouding harder getroffen zullen worden. De banken met het grootste binnenlands bedrijf (met uitzondering van de Rabobanken) zijn immers het ernstigst getroffen door de stagnatie. Bovendien ijlt het herstel bij op het binnenland gerichte bedrijven na ten opzichte van de op de export gerichte sectoren. Kleine en middelgrote bedrijven kunnen niet of moeilijk uitwijken naar andere vermogensverschaffers, waardoor zij eerder in een positie terechtkomen waarin investeringsplannen niet door kunnen gaan omdat de financiering niet rond komt.

Door stagnatie in de groei van het actief bedrijf zijn de debetarieven van banken onder druk komen te staan. Met name het tarief dat aan eerste klas debiteuren en grote bedrijven in rekening wordt gebracht, is door de felle concurrentie gedaald. Hierdoor vermindert de rentabiliteit van het bankwezen uit hoofde van kredietverlening (H.C. van Straaten, 1985). Op langere termijn kan mede hierdoor de solvabiliteit van de algemene banken, die in de afgelopen decennia bij voortdurende teruggegaan, een knelpunt gaan vormen indien de zakelijke kredietverlening substantieel zou gaan groeien. Figuur 3.1 laat de neergang van de solvabiliteit, vooral na 1960, zien.

Weliswaar is er nog een solvabiliteitssurplus (de aanwezige solvabiliteit is hoger dan de volgens de norm vereiste solvabiliteit), maar indien de groei van de zakelijke kredietverlening zich herstelt, zal het nog aanwezige solvabiliteitssurplus snel worden opgebruikt. De oorzaak hiervan is dat DNB vanwege het hogere risico voor kredietverlening aan de private sector hogere solvabiliteitseisen stelt dan aan kredietverlening aan de overheid. In dit verband is de vraag actueel in hoeverre de overheid de bedrijven als vrager van krediet beconcurrereert. Uit tabel 3.2 blijkt dat de algemene banken de afgelopen jaren hun lange kredietverlening aan de overheid zeer fors hebben uitgebreid.

**Figuur 3.1 Ontwikkeling solvabiliteit van banken in Nederland<sup>a)</sup>**



Bron: Jaarverslag DNB, 1985, blz. 132.

a) De grafiek geeft globaal de ontwikkeling weer van het eigen vermogen gerelateerd aan de solvabiliteitsplichtige posten. Reeksbreuken zijn aangegeven met een \*; veelal zijn deze breuken het gevolg van een herziening van de solvabiliteitsrichtlijnen, dan wel van een wijziging van de bankenpopulatie waarop de uitkomst betrekking heeft.

**Tabel 3.2 Lange kredietverlening van de algemene banken<sup>a)</sup> aan de overheid<sup>b)</sup> (mln. glds.)**

	Obligaties	Onderhandse leningen	Totaal
1975	2.353	8.143	10.496
1980	5.282	8.847	14.129
1981	6.162	11.363	17.525
1982	9.672	14.611	24.283
1983	13.228	17.450	30.678
1984	19.948	17.916	37.864
1985	24.567	19.414	43.981

Bron: Jaarverslagen DNB, tabel 2.1 van de statistische bijlage.

a) Op basis van de oude definitie (derhalve exclusief spaarbanken).

b) Rijk en lagere overheden te zamen.

Ten aanzien van deze ontwikkelingen hebben wij in gesprekken met functionarissen uit het bankwezen twee uiteenlopende standpunten ontmoet.

Enerzijds leeft de opvatting dat de banken de kredietverlening aan de overheid hebben uitgebreid bij gebrek aan een beter alternatief. Zodra de mogelijkheid zich voordoet zou men, volgens deze gedachte, overgaan tot het verruimen van de kredietverlening aan bedrijven. Uit het oogpunt van rendement is deze activiteit immers aantrekkelijker en bij een krachtig herstel van de kredietvraag zouden de marges verbeterd kunnen worden. Hierdoor zou op korte termijn het gewenste solvabiliteitsherstel door middel van winstinhouding en aandelenemissies kunnen worden gerealiseerd.

Anderzijds leeft er ook de opvatting dat de banken welbewust voor kredietverlening aan de overheid hebben gekozen uit oogpunt van de afweging tussen rendement en risico. Bij kredietverlening aan de overheid is het debiteurenrisico verwaarloosbaar. De solvabiliteitseisen van DNB voor kredietverlening aan de overheid zijn daarom navenant lager. Uit oogpunt van rendementsmarge is een bijkomend voordeel dat men middellange en relatief goed verhandelbare schuldtitels met korte passiva financiert. Hierdoor hebben de banken, ondanks het lagere rendement op overheidsobligaties, goede rendementsmarges kunnen realiseren. Volgens deze visie zou er wèl sprake zijn van concurrentie tussen overheid en bedrijfsleven op dit segment van de vermogensmarkt.

Wij kunnen de mogelijkheid dat de overheid het bedrijfsleven tot op zekere hoogte verdringt van de vermogensmarkt niet uitsluiten. Dit betekent dat micro-economische verdringingsverschijnselen kunnen ontstaan, ook al zijn er macro-economisch bezien voldoende besparingen ter dekking van het overheidstekort.

DNB beklemtoont bij herhaling de noodzaak van een rentabiliteits- en solvabiliteitsverbetering van het bankwezen (A.J. van Straaten, 1985, blz. 69; DNB, 1986, blz. 136-141). Door een verbetering van de rentabiliteit worden uiteraard mogelijkheden tot winstinhouding en aandelenemissies vergroot. Volgens DNB moet de rentabiliteit van het bankwezen verhoogd worden door een beter gedifferentieerde tariefstelling voor de debiteuren. De risicograad van verschillende categorieën debiteuren dient volgens DNB duidelijker dan nu het geval is in de tariefstelling tot uitdrukking gebracht te worden (DNB, 1985, blz. 52). Eizenga (1985) heeft als mogelijkheid tot rentabiliteitsverbetering gesuggereerd dat banken de kosten van het girale betalingsverkeer meer dan nu het geval is aan hun cliënten moeten doorberekenen. Naar zijn mening worden de kosten van het betalingsverkeer ten onrechte gedekt door de winsten uit andere bedrijfsonderdelen. Een instelling als Roparco kan door op een handige wijze gebruik te maken van een relatief goedkope infrastructuur, juist daardoor zo scherp concurreren met het bankwezen.

Het is echter zeer de vraag of een dergelijke tariefdifferentiatie haalbaar is. Men moet problemen van technische aard overwinnen, omdat men een soort rating-systeem voor kredietvragers moet ontwikkelen, zoals dat thans bijvoorbeeld in de Verenigde Staten functioneert. Het hiervoor noodzakelijke apparaat is nu nog niet aanwezig. De belangrijkste vraag is echter of in de toekomst de werkelijke oorzaak van een niet adequate tariefstelling – de zeer felle concurrentie – weggenomen zal worden. Wij verwachten niet dat dit het geval zal zijn, zodat de bereidheid van het bankwezen om over te gaan op een rating-systeem niet groot zal zijn. De kans dat op korte termijn de kosten voor het girale verkeer doorberekend zullen worden, lijkt ons eveneens gering. De Postbank zal, gelet op haar dalend marktaandeel in het girale verkeer, niet snel bereid zijn haar tarieven te verhogen. Bovendien zullen consumentenorganisaties zich hiertegen verzetten. Op langere termijn achten wij enige vorm van tarifiëring echter niet uitgesloten.

#### *3.1.4 Omwegfinanciering: de relatie tussen de algemene banken en niet-bancaire financiële instellingen*

Vanuit het bankwezen wordt er van verschillende kanten op gewezen dat de verschuivingen binnen de gezinsbesparingen – van vrije naar contractuele – ook gevolgen hebben voor de relatie tussen banken en institutionele beleggers (Meys, 1985; Geertsema, 1985; Wijffels, 1985; Faber en Von Dewall, 1985). De institutionele beleggers (IB-ers) streven als regel naar een risicomijdende belegging voor hun middelenoverschot, waarbij de nadruk ligt op zo laag mogelijke beheerskosten. De IB-ers financieren derhalve slechts op zeer beperkte schaal rechtstreeks het bedrijfsleven. Voor zover zij dat doen, werken zij daarbij op de onderhandse markt, waarbij zij zich richten op grote, als goede debitrices bekend staande ondernemingen. De naar de opvatting van de IB-ers verslechterde financiële structuur heeft het bedrijfsleven tot een weinig aantrekkelijk beleggingsalternatief gemaakt. Om die reden zouden de IB-ers er volgens de banken toe overgaan hun middelen bij het bankwezen onder te brengen. De IB-ers perken op deze wijze hun risico's in. Het debiteurenrisico komt immers voor rekening van de banken, die daarbij een kostbaar kredietverleningsapparaat in stand moeten houden. Daarbij komt dat de banken de meer risicovolle debiteuren moeten bedienen, omdat in toemende mate de goede debiteuren elders in hun financiering voorzien. Het bankwezen wijst erop dat door de combinatie van een relatief kost-



bare passieffinanciering en een relatief risicovolle debiteurenportefeuille, de rendementsmarge onder druk komt te staan.

Wij hebben getracht de bedragen die via de IB-ers aan de algemene banken ter beschikking zijn gesteld, vast te stellen. Deze poging is slechts ten dele gelukt, omdat het cijfermateriaal dat in dit opzicht relevant is, niet door DNB naar buiten gebracht wordt. DNB geeft als motivering hiervoor dat openbaarmaking van het cijfermateriaal de belangen van bepaalde banken zou kunnen schaden. Naar de opvatting van DNB zouden banken uit gedesaggregeerde cijfers informatie over concurrerende instellingen kunnen verkrijgen. Wij hebben geprobeerd door een combinatie van afzonderlijke DNB- en CBS-bronnen een indicatie te geven van de omvang alsmede van de recente ontwikkeling van de omwegfinanciering. In de uitgebreidere versie van deze studie (Eijgenhuijsen e.a.; 1987, blz. 208-209) presenteren wij een schatting van de omwegfinanciering.

Het cijfermateriaal van het CBS biedt een aanknopingspunt om de omvang van de omwegfinanciering vast te stellen. De betrouwbaarheid van de cijfers is echter niet groot. De definities van DNB en het CBS sluiten niet op elkaar aan; het CBS hanteert een andere definitie van IB-ers dan DNB. Verder is het cijfermateriaal van het CBS verre van actueel: de laatst gepubliceerde cijfers hebben betrekking op de situatie per ultimo 1982. Een voorzichtige conclusie op grond van de gegevens is dat het belang van de omwegfinanciering in de periode 1980-1982 niet toegenomen is. Cijfermateriaal van het CBS dat in latere publikaties gepresenteerd is, wijst in dezelfde richting. Op grond van de CBS-cijfers schatten wij het totale bedrag dat met de omwegfinanciering is gemoeid op 15 miljard gulden per eind 1982.

Een andere ingang om de ontwikkeling van de omwegfinanciering in de loop van de tijd vast te kunnen stellen, is de statistische bijlage van het jaarverslag van DNB. Uit tabel 2.1 van deze bijlage blijkt dat de post onderhandse leningen o/g en obligaties (kolom 40) de laatste jaren nauwelijks in betekenis is toegenomen. Tevens kan uit tabel 7, aanbod en beroep op de kapitaalmarkt, opgemaakt worden dat het bankwezen de afgelopen jaren, met name in de periode na 1980, per saldo voor aanzienlijke bedragen aan onderhandse leningen o/g heeft afgelost. Verder blijkt uit deze tabel dat in de periode tussen 1977 en 1980 voor forse bedragen aan onderhandse leningen o/g is aangetrokken.

Wij concluderen dat het bedrag van de omwegfinanciering de afgelopen vier jaar waarschijnlijk in betekenis is afgenomen. Dit plaatst de opvattingen van het bankwezen in een ander licht. Verschillende auteurs wekken de indruk alsof de banken ook nu nog in belangrijke mate afhankelijk zijn van de IB-ers. Deze indruk kan niet worden ondersteund met het door ons geraadpleegde cijfermateriaal. Niet ontkend kan worden dat de banken ten tijde van de kredietrestrictie, tussen 1977 en 1980, lange middelen moesten aantrekken ten einde te voldoen aan de eisen die DNB stelde. Na het aflopen van de kredietrestrictie verviel echter de noodzaak tot het aantrekken van lange passiva.

De vraag dringt zich op waarom het bankwezen in een periode, waarin het relatieve belang van de omwegfinanciering terugloopt, zo duidelijk zijn bezorgdheid uit. De volgende overwegingen zouden hieraan ten grondslag kunnen liggen.

In de eerste plaats is het renterisico van de banken toegenomen, doordat de rente-'mismatch' stijgt. Uit het oogpunt van rendement is het financieren van lange uitzettingen met korte middelen aantrekkelijk. De korte rente is in het algemeen lager dan de lange, maar daartegenover staat het risico dat de korte rente stijgt, zonder dat deze stijging, in de Nederlandse situatie, in de krediettarieven kan worden doorberekend. Hierdoor kan het voordeel omslaan in een nadeel zoals onlangs ook is gebeurd. Het voordeel van een aantrekkelijke 'spread' moet daarom afgewogen worden tegen een verhoogd renterisico. Het lijkt ons niet aan-

nemelijk dat het bankwezen bereid is het renterisico verder te laten toemen. Derhalve zal het bankwezen bij uitbreiding van de lange kredietverlening genoodzaakt zijn meer lange passiva aan te trekken. In het licht van onze beschouwing over de problemen met het aantrekken van spaargelden, lijkt het niet uitgesloten dat het bankwezen gedwongen is deze middelen via de onderhandse markt aan te trekken bij IB-ers.

In de tweede plaats is de afgelopen jaren sprake geweest van een toename van het netto-geldscheppend bedrijf van de algemene banken. In de monetaire analyse van DNB is het netto-geldscheppend bedrijf samengesteld uit twee componenten: de korte kredietverlening aan de private sector en de lange kredietverlening – ongeacht de sector waaraan middelen zijn verstrekt – verminderd met de lange passiva. Geldschepping veroorzaakt door korte kredietverlening aan de overheid wordt in deze analyse aan de overheid zelf toegerekend. In de tabel 3.3 staan de relevante cijfers vermeld.

Tabel 3.3 Het netto-geldscheppend bedrijf van de algemene banken<sup>a)</sup> (mln. glds.)

	Kort private sector	Lang bedrijf	(waarvan overheid)	Lange passiva	Netto lang bedrijf	Totaal = netto-geld- scheppend bedrijf
1980	78.556	132.696	(14.129)	135.061	-2.365	76.191
1981	81.957	142.660	(17.525)	146.527	-3.867	78.090
1982	82.787	154.919	(24.283)	150.362	4.557	87.345
1983	84.809	167.746	(30.678)	152.481	15.265	100.074
1984	88.422	180.658	(37.864)	162.533	18.126	106.548
1985	91.566	197.860	(43.981)	170.672	27.188	118.754
	(1)	(2)	(3)	(4)	(2) - (4) = (5)	(5) + (1) = (6)

Bron: Jaarverslagen DNB, tabel 2.1 van de statistische bijlage.

a) Op basis van de oude definitie (derhalve exclusief spaarbanken).

Het netto-geldscheppend bedrijf van het bankwezen is in de periode ultimo 1980 tot ultimo 1985 met ruim f 40 miljard toegenomen. Deze uitbreiding heeft mede bijgedragen tot een relatief sterke stijging van de nationale liquiditeitsquote. (DNB 1985, hfdst. 3). De stijging na 1982 was 6 procentpunten. Deze sterke stijging van de liquiditeitsquote is voor DNB aanleiding geweest om maatregelen te nemen om de groei van de liquiditeitsmassa te beperken. Medio februari 1986 heeft DNB met het bankwezen overeenstemming bereikt over het – vooralsnog op vrijwillige basis – beperken van de groei van het geldscheppend bedrijf van de algemene banken. Het uiteindelijke doel van deze afspraak is het verkleinen van de kans op een inflatoire ontwikkeling.

Opvallend is, dat DNB opnieuw het instrument van een *directe* kredietrestrictie hanteert. Er wordt een plafond gesteld aan de groei van het *netto-geldscheppend* bedrijf. Dit betekent, dat de algemene banken de lange kredietverlening mogen uitbreiden onder de voorwaarde dat ze daarvoor compensatie vinden in het aantrekken van bepaalde – nauwkeurig omschreven – passiva. Het gevolg van de afspraken is onder andere dat het aantrekken van lange passiva voor de banken aan belang wint. Dit kan hen nopen onderhandse leningen bij de IB-ers af te sluiten omdat de mogelijkheden tot het rechtstreeks aantrekken van lange passiva bij het publiek beperkt zijn. Gelet op het nog steeds grote beroep van de centrale overheid op de middelen van de IB-ers kan van deze afspraken een rente-opdrijvend effect uitgaan.

Vanuit het bankwezen is verschillend gereageerd op de overeenkomst. Von Dewall van de Nederlandse Middenstandsbank (Von Dewall, 1986, blz. 84-89) heeft naar voren gebracht dat de stijging van de liquiditeitsquote aan verschillende, incidentele factoren toegerekend moet worden. De beduchtheid van DNB voor het aantrekken van de inflatie wordt door hem van een vraagteken voorzien. Hij verwacht dat de banken een zekere terughoudendheid zullen betrachten bij het verlenen van lange kredieten aan de overheid en zich primair zullen richten op de bevredi-

ging van de financieringsbehoefte van de particuliere sector. Hij spreekt de verwachting uit dat het beleid van DNB de gulden een sterke positie zal laten behouden in het EMS, waardoor de korte rente omlaag zou kunnen. Hierdoor zou een herallocatie van korte naar lange passiva van banken plaatsvinden. Men zou een rentestijging in de lange sfeer volgens Von Dewall op deze wijze kunnen voorkomen.

Veel minder positief is de reactie van Dierick en Van Lange van de Rabobank. Hun kritiek komt in hoofdlijnen neer op het argument, dat de rendementsmarge van het bankwezen door de afspraken zal verkrappen (Dierick en Van Lange, 1985, blz. 279). De prijs van lange passiva is relatief hoger, terwijl ook zij vaststellen dat het aanbod van besparingen stagneert. Juist voor de Rabobank, met een zeer groot spaarbedrijf, roept een dergelijke afspraak problemen op. Door de verkrapping van de rendementsmarge wordt naar hun mening een ander onderdeel van het DNB-beleid, rentabiliteitsstijging, doorkruist.

Wij concluderen dat het bankwezen niet onverdeeld positief reageert op de afspraken met DNB. Enerzijds zal een vergroting van het kredietvolume leiden tot een daling van de rendementsmarge omdat de passief-financiering relatief duurder wordt, terwijl anderzijds het behalen van een redelijke rendementsmarge tot gevolg heeft dat men het kredietvolume slechts in beperkte mate kan uitbreiden.

### 3.1.5 *De toekomstige positie van het bankwezen als verschaffer van vermogen*

In het voorafgaande hebben we ons vooral gericht op de recente ontwikkelingen in het actief- en passiefbedrijf van het bankwezen. Hieruit ontstaat een weinig rooskleurig beeld. Met betrekking tot de toekomstige ontwikkelingen moeten wij een beeld schetsen dat evenmin rooskleurig is.

Over de ontwikkeling van de *concurrentieverhoudingen* in het kredietbedrijf merken wij de volgende tendenties op. Bezien wij de opstelling van de reeds langer op de kredietmarkten actieve instellingen, dan valt vooral de felle concurrentie op tussen de verschillende instellingen. Op basis van mededelingen van onze gesprekspartners constateren wij dat in het bijzonder de *coöperatieve banken* zich in toenemende mate richten op marktsegmenten waarop nu vooral de traditionele handelsbanken werkzaam zijn. Omdat de markt in zijn geheel nauwelijks groei kent, is de enige mogelijkheid om de afzet te vergroten terreinwinst op andere banken. Het gevolg is een neerwaartse druk op de debettarieven en daarmee op de rendementsmarge, hetgeen zich het meest geprononceerd bij de Rabobank manifesteert. Doordat de marge van deze instelling relatief hoog is, mede vanwege de relatief gezonde debiteurenportefeuille, kan zij zich een dergelijk expansief beleid permitteren. Omdat de Rabo-organisatie ook op langere termijn haar belangen buiten de agrarische sector wil uitbreiden, valt vooralsnog geen wijziging op dit vlak te verwachten (FD, 25-4-1986).

Van belang is verder de recente oprichting van de Postbank en haar toetreding tot de zakelijke markt. Ook de Spaarbanken zijn recentelijk gestart met het verstrekken van zakelijke kredieten. Welk effect dit zal hebben op de bestaande concurrentieverhoudingen valt vooralsnog moeilijk te bepalen. Aangezien de genoemde instellingen zich geconfronteerd zien met een voor hen nog betrekkelijk nieuw marktsegment, mag verwacht worden dat zij zich in eerste aanleg terughoudend zullen opstellen. Berichten in de financiële pers wijzen erop, dat de *Postbank* zich primair zal gaan richten op de grote bedrijven en grote, particuliere cliënten en zich vooralsnog niet op de kredietmarkt voor kleine en middelgrote bedrijven zal gaan begeven. Te verwachten valt daarom dat met betrekking tot de dienstverlening aan grote bedrijven een (nog) fellere concurrentie zal ontstaan. Wat de *Spaarbanken* betreft, is er ook sprake van een terughoudend gedrag. Deze categorie instellingen wil de voordelen van een

fijnmazig kantorennet uitbuiten en zich in eerste instantie richten op de marktsegmenten die voor de grote algemene banken minder interessant zijn, zoals zakelijke kredietverlening aan kleine bedrijven en dienstverlening aan grote particuliere cliënten. Dit neemt niet weg dat de concurrentie tussen de banken onderling waarschijnlijk toe zal nemen, mede gelet op de toenemende internationalisatie van financiële markten.

Met ingang van 1 januari 1986 is van overheidswege een aantal maatregelen genomen, die een vrijere werking van de financiële markten tot doel heeft. Eén van de noviteiten is het toestaan aan ondernemingen in Nederland *commercial paper* te emitteren. Het betreft hier schuldbekentenissen aan toonder die een looptijd hebben van korter dan twee jaar. Voor het bankwezen heeft dit tot gevolg dat een aantal ondernemingen, met name de grote ondernemingen, in staat is rechtstreeks in hun korte financieringsbehoefte te voorzien. Deze potentiële disintermediatie kan tot gevolg hebben dat dit marktsegment voor de banken van minder belang gaat worden.

Een andere noviteit is dat de algemene banken met ingang van 1 januari 1986 *Certificates of Deposit* uit mogen geven. Het betreft ook hier kortlopende schuldbekentenissen die in dit geval door banken afgegeven worden. Een voordeel van deze certificaten is dat de houders ervan deze schuldbekentenissen op de secundaire markt kunnen verkopen, waardoor zij hun middelen op een meer flexibele wijze bij de algemene banken kunnen onderbrengen. Voor de banken is het voordeel dat zo de mogelijkheid om korte middelen aan te trekken wellicht verruimd wordt. De mogelijke effecten van deze financiële innovaties zijn thans nog onvoldoende te overzien.

Er is verder een tendens waar te nemen - wij baseren ons opnieuw op mondelinge informatie - dat grote, *multinationale ondernemingen* zelf bankiersachtige activiteiten gaan ontwikkelen. Aangezien deze ondernemingen in de regel als goede tot zeer goede debitrices worden beschouwd, kunnen ze op relatief gunstige voorwaarden op financiële markten terecht. Op bepaalde financiële markten mogelijk zelfs op betere voorwaarden dan de banken. De kans hierop wordt groter als de solvabiliteits- en rentabiliteitspositie van de banken niet verbetert. Ook een studiegroep van 12 industriële landen en de Bank voor Internationale Betalingen te Bazel ontwaart ontwikkelingen in deze richting. De goede debitrices gaan rechtstreeks naar de kapitaalmarkt (men spreekt hier van 'securitisation' (vgl. Zwanenburg, 1986). De banken dreigen met de minder goede debitrices te blijven zitten (vgl. Bank for International Settlements, 1986). In dat geval zullen de banken als minder goede debitrices aangeschreven staan. In hoeverre de positie van de banken zal verbeteren, hangt af van de mate waarin de banken hun kredietverlening kunnen uitbreiden en hun marges kunnen verbeteren.

Zolang de kredietvraag niet sterk toeneemt, kan het bankwezen zijn rendementspositie slechts verbeteren door het ontwikkelen van nieuwe activiteiten.

Wij zien in de hiervoor gegeven beschouwing aanleiding een kritische opmerking te maken ten aanzien van De Nederlandsche Bank ter zake van de noodzakelijke aanpak van de signaleerde knelpunten. DNB staat een benadering voor waarbij de banken hun rendementspositie verbeteren door een vergroting van de rendementsmarge. Mr. H. Muller - directielid van DNB, belast met het bedrijfseconomisch toezicht - heeft in dit verband opgemerkt dat hiertoe een grote solidariteit van het bankwezen nodig is (kwartaalbericht DNB, 1986-1, blz. 26). Impliciet stelt hij een min of meer kartelachtige benadering voor waarbij het bankwezen minder gebruik maakt van prijsconcurrentie ter vergroting van het marktaandeel. Gelet op het feit, dat in toenemende mate historisch gegroeide regels en conventies in het bankwezen aan betekenis inboeten en banken

meer en meer elkaars werkkerrein betreden, komt een degelijke suggestie ons als weinig realistisch over. Naar onze opvatting zal het bankwezen zich in toenemende mate toeleggen op activiteiten waarbij mede op andere wijze het rendement gerealiseerd kan worden. In dit verband kan met name worden gewezen op merchantbank-activiteiten en participatie. Het vigerend beleid van DNB staat tot op heden echter een ontwikkeling in de weg, waarbij de banken in omvangrijke mate risicodragend vermogen aan het bedrijfsleven mogen verschaffen en op deze wijze recht krijgen op een deel van de ondernemingswinsten.

Een andere oorzaak waardoor de solvabiliteits-problematiek van het bankwezen nog eens extra aangescherpt wordt, is de recente verzwaring van de solvabiliteitseisen die DNB voor een aantal activa van de banken heeft doorgevoerd. DNB heeft voorts aanvullende solvabiliteitseisen gesteld voor bancaire activiteiten, die niet rechtstreeks op de balans tot uitdrukking komen. Het gaat hier om zogenaamde 'off-balance' financieringen, waarbij banken ten opzichte van debiteuren garantieverplichtingen aangaan. Deze verplichtingen hebben betrekking op het garanderen van leningen of het ter beschikking stellen van kredietfaciliteiten. Verder heeft DNB solvabiliteitseisen opgelegd voor de positie die de banken innemen uit hoofde van hun bezit van futures en opties (DNB, 1986, blz. 130-131). Het gaat hier echter om een min of meer technische aanpassing, waarvan het effect op de totale solvabiliteitseis niet bijzonder groot zal zijn.

Veel verder gaan de recente voorstellen van de Bank met betrekking tot nieuwe, zwaardere solvabiliteitseisen voor kredietverlening met zekerheid van hypotheek. Voor bedrijfshypotheeken wil de bank de eis van 5 naar 9% verhogen, voor woninghypotheeken gaat de eis van 3,3 naar 4,5%. Achtergrond van deze voorstellen is, dat de ongunstige ontwikkelingen op de onroerend goedmarkten de waarde van onderpanden in negatieve zin beïnvloeden.

In het kader van het tot stand brengen van een grote internationale éénvormigheid in de definitie van het garantievermogen van banken is DNB voornemens het externe eigen vermogen, zoals achtergestelde leningen, dat nu nog tot een maximum van 100% van het interne eigen vermogen bij de solvabiliteitsbeoordeling betrokken wordt, in de toekomst nog slechts tot een maximum van 50% mee te rekenen. Deze maatregel neemt DNB in het kader van het harmonisatiebeleid van de EG.

Het effect van deze voorstellen op de solvabiliteitsruimte die de banken nu nog hebben, is moeilijk nauwkeurig vast te stellen. Hiertoe zou meer inzicht moeten bestaan in de activa- en passivastructuur van de banken. Zeer globale cijferingen geven evenwel duidelijk de tendentie aan, dat het bestaande surplus snel zal verdwijnen. Hierdoor wordt de kans dat banken de grenzen van hun kredietcapaciteit bereiken groter dan voorheen het geval was (FD, 15 en 17-02-1986).

Ter afronding van deze meer op toekomstige ontwikkelingen gerichte beschouwingen, wijzen wij op nieuwe initiatieven die de Rabobank en de NBM recentelijk genomen hebben. Deze instellingen hebben *startfondsen* opgericht, die vermogensverschaffing aan startende bedrijven tot doel hebben. Deze fondsen verstrekken relatief kleine, achtergestelde leningen aan bedrijven, die elders niet voor financiering in aanmerking komen. Deze fondsen beogen het gat dat blijkt te bestaan tussen start en financiering door een PPM of bank op te vullen. Deze fondsen zijn, na een aarzelend begin in de loop van 1985 relatief succesvol gebleken. Uit de cijfers die het Rabogarantiefonds verstrekt heeft blijkt, dat voor een bedrag van bij benadering 32 miljoen gulden aan garanties en leningen is verstrekt. Opmerkelijk is het hefboomeffect dat van deze garanties uit lijkt te gaan. Nadat de garantie eenmaal verstrekt is, blijken de ondernemers relatief eenvoudig andere financieringsbronnen aan te kunnen boren. Het gemiddelde garantiebedrag is vrij laag: het belooft ongeveer 40.000 gulden. Hiermee wordt geïllustreerd, dat in beginsel een grote

financieringsbehoefte aan de onderkant van de markt bestaat. Uit het feit dat veel garanties worden verstrekt aan bedrijven buiten de agrarische sector, blijkt het streven van de Rabo-organisatie naar vergroting van haar marktaandeel in andere sectoren. De NMB heeft via haar startfonds f 3,7 miljoen gulden aan participaties uitstaan. De gemiddelde omvang per participatie is groter dan bij de Rabo (bron: opgave betrokken instellingen; de cijfers van beide fondsen hebben betrekking op de stand per ultimo, respectievelijk augustus 1986).

### 3.1.6 *Samenvatting en conclusies*

- Het passief bedrijf van de banken roept problemen op, omdat de aanwas van besparingen stagneert. De banken moeten met hun rentevergoeding en overige voorwaarden zeer kritisch de ontwikkelingen bij concurrerende instellingen volgen.
- Het actief bedrijf van de banken kenmerkt zich door een lage volumegroei van de kredietverlening, waarbij de te realiseren rendementen dalen. Het bankwezen stelt zich tot op heden nogal terughoudend op bij het verstrekken van vermogen.
- Het resultaat van deze ontwikkeling is dat de rendementsmarge van de banken niet de door DNB gewenste verbetering kan ondergaan. Integendeel, door de felle concurrentie staat de rendementsmarge onder druk.
- Het is niet uitgesloten dat de banken vooralsnog de voorkeur blijven geven aan kredietverlening aan de overheid boven kredietverlening aan bedrijven, mede omdat de solvabiliteitseisen van DNB ten aanzien van kredietverlening aan de overheid laag zijn en het debiteurenrisico zeer gering is.
- Het belang van de financiering van banken door IB-ers is na 1980 afgenomen, nadat de banken ten tijde van de kredietrestrictie op de IB-ers aangewezen waren voor de verschaffing van lange middelen. Bij een forse uitbreiding van de zakelijke kredietverlening zullen de banken mogelijk weer op de IB-ers aangewezen raken. De banken zullen hun renterisico niet willen vergroten en derhalve meer dan nu het geval is met lange passiva moeten funden.
- Recentelijk zijn DNB en de banken informeel overeengekomen de groei van het netto-geldscheppend bedrijf af te zwakken. Ook deze afspraak zal de banken nopen tot het aantrekken van lange passiva. Het mogelijke gevolg is dat hetzij de rendementsmarge onder druk komt te staan, hetzij de volumegroei van het actief bedrijf wordt beperkt. Beide ontwikkelingen zullen niet positief uitwerken op het rendement van de banken.
- Onlangs heeft DNB haar solvabiliteitseisen verscherpt en een voorgenomen verzwaring van de eisen bekend gemaakt. Effectuering van deze eisen zal de bestaande solvabiliteitsruimte bij de banken grotendeels doen verdwijnen. De grenzen van de kredietcapaciteit zullen dan snel bereikt worden.

Uit de huidige ontwikkelingen kan worden geconcludeerd, dat waarschijnlijk in toenemende mate een segmentatie of compartimentatie van de kapitaalmarkt zal ontstaan. Enerzijds zal er sprake zijn van een groep grote en goed gekwalificeerde bedrijven. Zij kunnen zelfstandig, buiten het bankwezen om, in hun vermogensbehoefte voorzien tegen de gunstigste voorwaarden. Anderzijds zal er een grote groep kleine en middelgrote ondernemingen zijn, die geen zelfstandige toegang heeft tot de kapitaalmarkt. Deze ondernemingen zijn afhankelijk van de voorwaarden waartegen de banken zelf financiële middelen kunnen aantrekken. Omdat de positie van de banken als vermogensvragers verslechtert, kunnen zij tegen minder gunstige voorwaarden middelen aantrekken. De verschillen tussen grote en kleinere bedrijven zullen hierdoor groter worden, ten nadele van de kleinere bedrijven. Een bijkomend verschijnsel is,

dat de kwetsbare positie van de banken hen zal dwingen tot een terughoudende benadering van nieuwe risico's.

Op grond van het voorafgaande zijn wij van mening dat een versterking van de vermogenspositie van het bankwezen gewenst is. Zolang deze verbetering nog onvoldoende gerealiseerd is, blijft de kans op knelpunten in de financiële sfeer bestaan. Hierdoor kan een rem gezet worden op een mogelijk investeringsherstel.

### **3.2 De institutionele beleggers**

#### *3.2.1 Inleiding*

In deze paragraaf bespreken wij het aanbod van vermogen door de institutionele beleggers (IB-ers). De groep IB-ers wordt in de statistieken van DNB onderscheiden in een drietal subgroepen: de particuliere pensioenfondsen, het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP) en de levensverzekeringsmaatschappijen en spaarkassen (de levensverzekeraars). Binnen de subgroep particuliere pensioenfondsen wordt nog een onderscheid gemaakt tussen ondernemingspensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen. De spaarbanken en sociale fondsen laten we hier buiten beschouwing. Onze keuze voor het DNB-materiaal is tot op zekere hoogte arbitrair. Cijfermateriaal van het CBS geeft een beter inzicht in de sectoren waarin de IB-ers hun middelen hebben ondergebracht, maar dit cijfermateriaal is weinig actueel. Het meest recente volledige overzicht betreft 1982.

Het economisch belang van de IB-ers is de laatste jaren sterk toegenomen. Hun balanstotaal beliep in het derde kwartaal van 1985 351 miljard gulden, terwijl dat in 1970 nog 63 miljard was. Uitgedrukt als percentage van het NNI steeg het balanstotaal van 61 in 1970 tot 95 in 1985. Het zijn vooral de beleggingsoverschotten die deze groei veroorzaakten. Becijferingen op basis van tabel 5.3 van de statistische bijlage van DNB-jaarverslagen laten zien, dat het middenoverschot van de IB-ers in de periode 1976-1985 gemiddeld 7% van het NNI beliep. Gemiddeld is over dezelfde periode het aanbod van de IB-ers 60% van het totale kapitaalmarkt-aanbod. Gelet op de bestaande verwachting dat het aanbod van de IB-ers ook op langere termijn hoog zal blijven, concluderen we dat zij verreweg de belangrijkste aanbieders van vermogen zijn op de binnenlandse kapitaalmarkt.

#### *3.2.2 Het beleggingsgedrag van de institutionele beleggers*

De IB-ers houden bij de belegging van hun middelen primair rekening met de aard van de verplichtingen die zij met hun verzekerden zijn aangegaan. Dit houdt in dat zij op lange termijn hun verplichtingen tot het betalen van pensioenen of lijfrente-uitkeringen na moeten komen. (Voor uitgebreide beschouwingen: Van Loo, 1984-a; Van der Dussen, 1984; SOZAWA, 1984.) Om deze reden zullen de IB-ers grote zekerheid vooraf nastreven wat betreft de verwachte opbrengsten en de aard van hun beleggingen. Als gevolg van deze beleggingsstrategie geven de IB-ers de voorkeur aan langlopende, vastrentende waarden. Uit tabel 3.4 blijkt dat ruim 80% van de uitzettingen vastrentende waarden betreft. Het debiteurenrisico van deze beleggingen is zeer beperkt en er bestaat een grote mate van zekerheid over de inkomsten uit deze beleggingen. Een bijkomend voordeel van deze beleggingen is dat vooraf al beoordeeld kan worden of ze aan de minimale criteria (rekenrente) voldoen. Verder zijn de beheerskosten van deze beleggingen laag.

IB-ers beleggen relatief weinig in zakelijke waarden. Dit ondanks het feit dat aandelen in het verleden, zoals uit berekeningen van Van Loo (Van Loo, 1984-a, blz. 34) blijkt, op lange termijn een hoger rendement en daardoor een betere bescherming tegen inflatie hebben geboden. In paragraaf 3.2.5 gaan we dieper in op de achtergronden van dit aspect

van het beleggingsgedrag. We volstaan nu met de opmerking dat de IB-ers klaarblijkelijk de voorkeur geven aan een hoge mate van zekerheid boven een hoog rendement.

**Tabel 3.4 Samenstelling van de beleggingsportefeuille van de institutionele beleggers te zamen, 1960, 1975, 1982 en 1985 (aandelen in procenten)**

	1960	1975	1982	1985 <sup>a)</sup>
Korte vorderingen	1,8	1,8	1,0	1,4
Obligaties	22,8	6,6	6,8	12,7
w.v. - rijk	15,6	2,5	3,2	8,2
- lagere overheden	2,9	1,3	0,5	0,4
- private sector	1,7	1,9	2,0	2,1
- buitenland	2,4	0,9	1,1	2,1
Onderhands	52,2	62,6	66,1	58,3
w.v. - rijk	9,6	19,2	21,3	20,2
- lagere overheden	22,0	12,3	16,0	14,8
- private sector	19,9	30,6	27,7	21,2
- buitenland	0,8	0,4	1,1	2,1
Hypothecaire leningen	13,0	9,5	9,1	9,8
Aandelen	3,5	6,3	3,2	7,8
w.v. - binnenland	3,4	6,3	3,2	4,9
- buitenland	0,0	2,3	1,0	2,9
Onroerend goed	6,2	11,1	11,2	9,9
Diversen	0,5	2,1	2,6	0,2
Balanstotaal	100,0	100,0	100,0	100,0
Totaal in mln. guldens	16.970	111.265	265.393	371.130
Vastrentend <sup>b)</sup>	88,0	78,7	82,0	80,8
w.v. - lang rijk	25,2	21,7	24,5	28,3
- lang lag. overh.	24,9	13,6	16,5	15,2
- lang pr. sector	21,6	32,5	29,7	23,3
Zakelijk <sup>c)</sup>	9,7	17,4	14,4	17,7
Buitenland	3,2	3,7	3,2	7,1

Bron: Jaarverslag DNB, tabel 2.2 van de statistische bijlage.

a) Reeksbreuk met ingang van 1985.

b) Obligaties + onderhandse en hypothecaire leningen.

c) Onroerend goed + aandelen.

De beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen verschillen sterk van die van buitenlandse. Munnell (Munnell, 1982, blz. 116) meldt dat particuliere Amerikaanse pensioenfondsen 60% van hun bezit in aandelen belegd hebben. De Ryck (De Ryck, 1981, tabel 3) presenteert cijfers van andere landen. Deze cijfers bevestigen die van Munnell en laten zien dat in het Verenigd Koninkrijk en Canada door pensioenfondsen respectievelijk 50% en 36% van het vermogen in aandelen is belegd. Uit de cijfers van De Ryck blijkt verder dat Nederlandse pensioenfondsen relatief veel van hun middelen via de onderhandse markt onderbrengen. In andere landen werken de fondsen overwegend via de openbare kapitaalmarkt. In Nederland echter zijn, in vergelijking met andere landen, de pensioenfondsen verhoudingsgewijs zeer groot. In het buitenland worden de pensioenvoorzieningen veelal via een omslagstelsel gefinancierd. De relatieve omvang van de Nederlandse pensioenfondsen maakt het moeilijker in onroerend goed en aandelen te beleggen zonder de prijsvorming op deze markten teveel te beïnvloeden. Hun grote mate van risicoaversie staat verder een beleggingsstrategie gericht op buitenlandse beleggingen in de weg.

Formeel bestaan er geen regels die aangeven op welke wijze de pensioenfondsen hun middelen moeten beleggen. De Verzekeringkamer eist slechts dat de beleggingen solide zijn, zodat een fonds te allen tijde aan zijn verplichtingen zal kunnen voldoen. Alleen het ABP is onderworpen aan voorschriften ter zake van het te voeren beleggingsbeleid.



### 3.2.3 De samenstelling van de beleggingsportefeuilles in de afgelopen jaren

#### De particuliere pensioenfondsen

Tabel 3.5 laat zien dat er in de portefeuillesamenstelling van de particuliere pensioenfondsen een verschuiving heeft plaatsgevonden van de private sector naar de overheid. Dit komt doordat de vraag naar vermogen door woningbouwverenigingen, hypotheekbanken en het bedrijfsleven sterk is teruggelopen, terwijl gelijktijdig de financieringsbehoefte van de overheid sterk toenam.

**Tabel 3.5 Samenstelling van de beleggingsportefeuille van de particuliere pensioenfondsen, 1960, 1970, 1982 en 1985 (aandelen in procenten)**

	1960	1970	1982	1985 <sup>a)</sup>
Korte vorderingen	1,3	3,3	1,8	2,2
Obligaties	30,9	14,7	11,4	18,6
w.v. - rijk	16,0	6,1	5,3	11,9
- lagere overheden	5,4	3,8	0,8	0,6
- private sector	3,1	2,6	3,0	2,7
- buitenland	6,4	2,2	2,3	3,3
Onderhands	44,6	46,2	62,2	51,8
w.v. - rijk	1,8	0,5	11,5	11,7
- lagere overheden	16,9	11,2	17,4	15,1
- private sector	25,4	33,7	31,6	22,3
- buitenland	0,6	0,7	1,7	2,8
Hypothecaire leningen	9,1	8,2	4,3	3,8
Aandelen	5,6	11,4	4,8	11,2
w.v. - binnenland	5,6	6,3	2,5	5,7
- buitenland	0,0	5,0	2,3	5,6
Onroerend goed	8,5	16,2	15,0	12,3
Diversen	0,0	0,0	0,5	0,2
Balanstotaal	100,0	100,0	100,0	100,0
Totaal in mln. guldens	5.144	18.047	104.234	144.980
Vastrentend <sup>b)</sup>	84,6	69,1	77,9	74,2
w.v. - lang rijk	17,8	6,6	16,7	23,6
- lang lag. overh.	22,3	15,0	18,2	15,7
- lang pr. sector	28,5	36,3	34,7	25,0
Zakelijk <sup>c)</sup>	14,1	27,6	19,8	23,5
Buitenland	6,9	8,0	6,3	11,6

Bron: Jaarverslagen DNB, tabel 2.2 van de statistische bijlage.

a) Reeksbreuk met ingang van 1985.

b) Obligaties + onderhandse en hypothecaire leningen.

c) Onroerend goed + aandelen.

De stagnatie van hypothecaire uitzettingen is het gevolg van het stagneren van de woningmarkt. Deze stagnatie heeft zowel betrekking op het volume van nieuw gebouwde woningen als op de prijs van bestaande woningen. In de DNB-statistieken vallen de woningbouwverenigingen onder de private sector. Het belang van aandelen in de portefeuilles van de pensioenfondsen is gering, maar wel toegenomen. Deze toeneming is, gegeven het feit dat als regel aandelen tegen de beurswaarde op de balans staan, vooral toe te schrijven aan de waardestijging van aandelen. Ondernemingspensioenfondsen hebben, zo blijkt uit CBS-statistieken, relatief meer belegd in aandelen dan bedrijfstakpensioenfondsen.

#### Het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds

Het ABP is, met een belegd vermogen van 121 miljard gulden, per december 1985, veruit de grootste institutionele belegger in Nederland. De positie van het ABP verschilt op een aantal punten van die van de particuliere pensioenfondsen. Het fonds was op grond van wettelijke voor-

schriften verplicht om een deel van zijn middelen onder te brengen bij het Rijk. De premies die het Rijk voor zijn ambtenaren betaalt, stromen zodoende via de voorinschrijfrekening naar het Rijk terug. De mogelijkheden voor het fonds om in zakelijke waarden te beleggen waren tot voor kort door de wetgever beperkt. Het ABP mocht niet in buitenlandse aandelen en buitenlands onroerend goed beleggen (FD, 27-6-1985; 25-9-1985; Van Loo, 1984-a, blz. 26-33).

Per begin 1986 zijn deze beleggingsvoorschriften verzacht. In de toekomst zal het fonds daarom ook binnen zekere grenzen in buitenlandse waarden, aandelen en onroerend goed mogen gaan beleggen. Het veranderen van de beleggingsvoorschriften voor het ABP heeft een tweetal gevolgen. In de eerste plaats kan door het verminderde belang van deze grote marktpartij de prijs van onroerend goed in Nederland in neerwaartse zin worden beïnvloed. In de tweede plaats kan een wijziging van de wetgeving voor het ABP gevolgen hebben voor particuliere pensioenfondsen. Er zijn particuliere pensioenfondsen die het ABP volgen met betrekking tot de beleggingsvoorschriften. Het mogelijke effect van een dergelijke wijziging is nu nog niet na te gaan.

Uit tabel 3.6 blijkt dat het ABP bezig is met een herallocatie van zijn beleggingen. Men wil het aandeel van het Rijk in de portefeuille verkleinen, en het aandeel van onroerend goed, hypotheek en buitenlandse waarden in de portefeuille vergroten.

**Tabel 3.6 Samenstelling van de beleggingsportefeuille van het ABP, 1960, 1970, 1982 en 1985 (aandelen in procenten)**

	1960	1970	1982	1985 <sup>a)</sup>
Korte vorderingen	4,4	0,8	0,1	0,2
Obligaties	29,5	5,6	4,0	10,0
w.v. - rijk	27,7	5,1	2,4	6,8
- lagere overheden	1,4	0,2	0,0	0,0
- private sector	0,3	0,1	1,3	2,1
- buitenland	0,0	0,1	0,3	1,1
Onderhands	64,9	89,0	85,4	77,9
w.v. - rijk	33,5	58,5	45,1	39,5
- lagere overheden	25,5	16,9	17,2	18,1
- private sector	5,7	13,5	22,6	19,1
- buitenland	0,2	0,1	0,5	1,4
Hypothecaire leningen	0,0	0,0	3,7	4,2
Aandelen	0,6	0,5	0,8	1,5
w.v. - binnenland	0,6	0,5	0,8	1,5
- buitenland	0,0	0,0	0,0	0,0
Onroerend goed	0,6	4,2	5,9	6,2
Diversen	0,0	0,0	0,0	0,0
Balanstotaal	100,0	100,0	100,0	100,0
Totaal in mln. guldens	3.656	17.326	92.322	121.890
Vastrentend <sup>b)</sup>	94,4	94,5	93,2	92,2
w.v. - lang rijk	61,2	63,6	42,5	46,2
- lang lag. overh.	26,9	17,1	17,2	18,1
- lang pr. sector	6,9	13,6	24,0	21,2
Zakelijk <sup>c)</sup>	1,2	4,7	6,7	7,6
Buitenland	0,2	0,2	0,8	2,5

Bron: Jaarverslagen DNB, tabel 2.2 van de statistische bijlage.

a) Reeksbreuk met ingang van 1985.

b) Obligaties + onderhandse en hypothecaire leningen.

c) Onroerend goed + aandelen.

### *De levensverzekeraars*

De portefeuillesamenstelling van de levensverzekeraars wijkt in een aantal opzichten af van die van de overige IB-ers. De levensverzekeraars hebben een relatief grote hypotheekportefeuille, hetgeen samenhangt met het gecombineerd verkopen van levensverzekeringen en hypotheek. De

groei van de hypothecaire uitzettingen is overigens wel teruggelopen. De desbetreffende gegevens staan in tabel 3.7. Het relatief grote aandeel van de post overige activa hangt samen met het feit dat levensverzekeraars via dochterondernemingen financieringen verzorgen. Hierdoor zijn de levensverzekeraars, meer dan de andere IB-ers, op de zakelijke markt actief. Zij bedienen met een net van tussenpersonen een deel van de particuliere markt (FD, 3-6-1985).

Opvallend is het relatief geringe belang van aandelen in de portefeuilles van de levensverzekeraars. Omdat de levensverzekeraars in tegenstelling tot de pensioenfondsen wél belastingplichtig zijn, kunnen ze profiteren van de zogenaamde deelnemingsvrijstelling. Deze regeling houdt in dat bij een belang van meer dan 5% in het aandelenkapitaal van een onderneming geen belasting over de ontvangen dividenden behoeft te worden betaald. Een groter gewicht van aandelen in de portefeuilles van de levensverzekeraars zou uit hoofde van fiscale overwegingen voor de hand liggen. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de laatste jaren het belang van aandelen in de portefeuilles van levensverzekeraars is toegenomen. Ten dele hangt dit overigens samen met een reeksbreuk in de statistieken van DNB na 1984.

**Tabel 3.7 Samenstelling van de beleggingsportefeuille van de levensverzekeraars, 1960, 1970, 1982 en 1985 (aandelen in procenten)**

	1960	1970	1982	1985 <sup>a)</sup>
Korte vorderingen	0,9	1,7	1,1	1,6
Obligaties	14,6	5,2	3,8	7,7
w.v. - rijk	10,1	2,5	1,5	4,5
- lagere overheden	2,0	1,1	0,7	0,4
- private sector	1,5	1,0	1,2	1,3
- buitenland	1,0	0,5	0,4	1,5
Onderhands	51,5	46,1	46,3	44,4
w.v. - rijk	3,8	0,8	4,3	9,4
- lagere overheden	23,7	11,7	12,4	10,7
- private sector	22,9	33,0	27,8	22,2
- buitenland	1,2	0,6	1,8	2,2
Hypothecaire leningen	21,4	28,2	22,5	24,6
Aandelen	3,4	5,8	4,0	10,5
w.v. - binnenland	3,3	4,6	3,6	7,8
- buitenland	0,1	1,2	0,4	2,6
Onroerend goed	7,2	10,9	13,1	10,9
Diversen	1,1	2,2	9,2	0,3
Balanstotaal	100,0	100,0	100,0	100,0
Totaal in mln. gulden	8.170	19.100	69.147	104.260
Vastrentend <sup>b)</sup>	87,5	79,5	72,6	76,6
w.v. - lang rijk	13,9	3,3	5,8	13,9
- lang lag. overh.	25,7	12,7	13,0	11,1
- lang pr. sector	24,3	34,1	29,1	23,5
Zakelijk <sup>c)</sup>	10,6	16,6	17,1	21,4
Buitenland	2,3	2,3	2,5	6,3

Bron: Jaarverslagen DNB, tabel 2.2 van de statistische bijlage.

a) Reeksbreuk met ingang van 1985.

b) Obligaties + onderhandse en hypothecaire leningen.

c) Onroerend goed + aandelen.

Wij constateren dat de beleggingen van de IB-ers zich kenmerken door een relatief risicomijdend karakter. Het grootste deel van de beleggingen vindt in vastrentende waarden plaats. Het accent is daarbij verschoven van de private sector (ruim gedefinieerd) naar de overheid. In de afgelopen 4 jaar hebben de IB-ers voor ruim 50 miljard aan overheidspapier in hun portefeuilles opgenomen. Dit is de helft van de toeneming van hun vermogen. De laatste twee jaar was dat zelfs 34 miljard. Samen met de banken nemen de IB-ers bij benadering 2/3 van de plaatsing van de nieuwe staatsschuld voor hun rekening. De IB-ers werken in hoofdzaak

via de onderhandse markt. Ongeveer 50% van hun middelen vindt op deze wijze een bestemming. Verder constateren we dat de IB-ers slechts in beperkte mate in aandelen beleggen. Het belang van aandelen is relatief gering, maar neemt langzaam toe.

### 3.2.4 *De relatie tussen de institutionele beleggers en andere financiële intermediairs*

Tot nu toe hebben we binnen de post private sector geen onderscheid gemaakt naar categorieën debiteuren. Een goede uitsplitsing van deze post is helaas niet mogelijk, doordat het cijfermateriaal van de verschillende instellingen niet goed op elkaar aansluit. We moeten ons daarom beperken tot een globale beschrijving van een aantal ontwikkelingen. Onder de post private sector vallen zowel de uitzettingen bij de financiële sector als bij de overige particuliere sectoren, waaronder het bedrijfsleven.

De institutionele beleggers hebben in het bijzonder in de periode 1977-1981 omvangrijke bedragen aan het bankwezen uitgeleend. Na het aflopen van de kredietrestrictie is deze ontwikkeling gekenterd, maar wij sluiten niet uit dat de IB-ers bij een krachtig herstel van de kredietvraag opnieuw een soort bufferfunctie zullen vervullen. In dit verband kunnen we vaststellen dat het bankwezen zich tegelijkertijd geconfronteerd ziet met zowel de gevolgen van disintermediatie als met de gevolgen van "extra"-intermediatie. De disintermediatie treedt op doordat prima debiteuren buiten het bankwezen om goedkoper passiva kunnen aantrekken, terwijl de 'extra'-intermediatie optreedt omdat de IB-ers niet bereid zijn veel, kleine, debiteuren te bedienen.

Verder is er sprake van een ontwikkeling, waarbij de IB-ers - naar de opvatting van de banken - zich in toenemende mate gaan bewegen op deelmarkten waarop banken reeds actief zijn. Het gaat hier in het bijzonder om de hypotheekmarkt. Het bankwezen ziet uiteraard met lede ogen aan dat een relatief winstgevende activiteit met concurrentie bedreigd wordt. Het grote verschil in de benadering van de markt tussen banken en IB-ers is, dat banken gedwongen zijn op korte termijn een voldoende rendementsmarge te realiseren. IB-ers, in het bijzonder pensioenfondsen, hebben dit probleem veel minder omdat zij een langere tijdshorizon hebben. Zij kunnen nieuwe financiële producten aanbieden zoals loonvast-hypotheek of hypotheek met een lange rentefixatieperiode.

De tabellen 3.5 en 3.6 laten echter zien dat de banken de concurrentie van de IB-ers overschatten. De hypotheekportefeuille van de IB-ers groeit in een laag tempo. Een mogelijke oorzaak van de beduchtheid van de banken voor de IB-ers is het feit, dat in toenemende mate de traditionele scheiding tussen banken en verzekeringsbedrijven ter discussie staat. Het zogenaamde structuurbeleid, dat een scheiding tussen bancaire en verzekeringsactiviteiten tot doel heeft, loopt in 1987 af (DNB, diverse jaarverslagen). Wellicht zijn de banken bevreesd, dat in het dereguleringsklimaat ook dit structuurbeleid versoepeld wordt. Dit zou er zeer waarschijnlijk toe leiden dat banken en verzekeraars meer dan nu het geval is op elkaars werkterrein mogen opereren. De banken worden dan geconfronteerd met een groot concurrentiepotentieel. Anderzijds ontstaat dan ook de mogelijkheid dat de banken en verzekeraars met elkaar gaan samenwerken, waardoor de banken hun vermogenspositie zouden kunnen versterken. Wij kunnen voorlopig echter niet anders concluderen dan dat de directe concurrentie tussen banken en IB-ers tot op heden van beperkte aard is.

### 3.2.5 *De institutionele beleggers en de financiering van het bedrijfsleven*

Tot nu toe treden de IB-ers slechts in zeer beperkte mate op als directe financier van het bedrijfsleven. Uit een combinatie van het cijfermate-

riaal van het CBS en DNB kunnen we afleiden, dat per ultimo 1982 voor ongeveer 6 miljard gulden vreemd vermogen aan het bedrijfsleven was verschaft. De stand van het risicodragend vermogen per december 1985 was ruim 12 miljard gulden (Eijgenhuijsen e.a., 1987, noot 8, blz. 210). De IB-ers zouden, gelet op het relatieve belang van hun portefeuilles, een veel grotere rol kunnen spelen bij de financiering van het bedrijfsleven dan nu het geval is. Op grond van de hierna te geven argumentatie veronderstellen wij, dat in de nabije toekomst echter geen aanmerkelijke wijziging zal optreden in de huidige situatie. De verschaffing van vreemd vermogen zal in de toekomst niet aanmerkelijk toenemen. De IB-ers werken primair op de onderhandse markt, die uitsluitend toegankelijk is voor grote partijen. Voor zover het bedrijfsleven rechtstreeks toegang heeft tot deze markt zijn dat in beginsel grote, solide debiteuren, die in staat zijn buiten het bankwezen om in hun financiering te voorzien.

Pensioenfondsen verschaffen in de praktijk alleen vreemd vermogen aan ondernemingen waarvan de financiële soliditeit groot is. Doordat de bedragen per transactie groot zijn, kunnen de transactie- en informatiekosten verhoudingsgewijs laag blijven. Ook al zou de financiële positie van kleine en middelgrote ondernemingen structureel verbeteren, dan verwachten wij nog niet dat de IB-ers rechtstreeks aan deze categorie bedrijven middelen zullen verstrekken. Voor een dergelijke markt ontbreekt een infrastructuur, die de allocatie van vermogen mogelijk maakt. Zo ontbreekt een kantorennet zoals de banken dat nu hebben. Alleen de verzekeraars kunnen segmenten van de retailmarkt door middel van een net van tussenpersonen bedienen.

Een ander knelpunt is het uiteenlopen van de wensen van de onderscheiden marktpartijen met betrekking tot de looptijd van het te verschaffen vermogen. IB-ers willen hun middelen voor relatief lange perioden uitzetten, terwijl de vragers middellange looptijden voor hun passiva willen.

Een vergrote financiering door IB-ers van het bedrijfsleven met risicodragend vermogen lijkt niet waarschijnlijk. Opmerkelijk is het uiteenlopen van de intenties die de IB-ers - in het bijzonder de pensioenfondsen - ter zake uitspreken en de uitkomst van hun feitelijk beleggingsgedrag. Uit een in 1983 door Bank Mees en Hope gehouden enquête bleek, dat de intentie van de pensioenfondsen was hun belang in aandelen uit te breiden (Bank Mees en Hope, 1984, hst. 5). Van deze uitgesproken intentie is tot op heden weinig terechtgekomen, getuige de geringe groei van de aandelenportefeuilles. Op grond van gesprekken met voor het beleggingsbeleid verantwoordelijke functionarissen uit de pensioen- en beleggingswereld kunnen we meer inzicht geven in de factoren die het in dit opzicht terughoudende beleggingsgedrag bepalen.

Doorslaggevend voor de keuze om al of niet in aandelen te beleggen, is de afweging tussen het risico dat aan aandelenbezit verbonden is en het verwachte rendement. Aan de hand van een aantal scenario's die opgesteld worden onder steeds verschillende veronderstellingen met betrekking tot economische groei, rente en inflatie, wordt van een aantal beleggingsalternatieven het te verwachten rendement berekend. Nu blijkt uit dergelijke berekeningen dat aandelen weliswaar gemiddeld een hoog rendement kunnen opleveren, maar dat de spreiding rond dat gemiddelde zeer groot kan zijn. Het potentiële verlies is de randvoorwaarde voor de omvang van de aandelenportefeuille. Het eventuele verlies mag de omvang van de reserve die beschikbaar is boven de verplichte premiereserve niet overstijgen.

Met betrekking tot belegging in aandelen concluderen wij dat pensioenfondsen zeer terughoudend zullen zijn bij het verwerven van deze vermogenstitels. Aandelen van kleine ondernemingen zijn weinig liquide; zij kunnen moeilijk verkoopbaar blijken te zijn op een tijdstip en tegen een prijs die het pensioenfonds schikt. Dit wordt door pensioenfondsen als een belangrijk nadeel ervaren. Verder geldt voor aandelen van kleine

bedrijven dat de informatie- en transactiekosten relatief hoog zijn. Dit is strijdig met het streven van pensioenfondsen naar lage beheerskosten. Verder is ons gebleken dat relatief kleine pensioenfondsen hun aandelenportefeuille niet zelf beheren, maar bijvoorbeeld participeren in beleggingsfondsen.

Het verschaffen van venture-capital is eveneens een activiteit die in beginsel niet rechtstreeks door de pensioenfondsen zelf ter hand wordt genomen. Een verschaffer van venture-capital is in principe mede-ondernemer. Bij de pensioenfondsen ontbreekt de menskracht en de know-how voor het opzetten van een dergelijke activiteit. Als men al bereid is venture-capital te verschaffen, dan zal dat via een PPM of een andere institutie lopen. Bij zo'n kapitaalverschaffing op indirecte wijze hoeft het pensioenfonds zelf geen verantwoording af te leggen over eventuele verliezen. Men kan een deelneming in een PPM tegen de verwervingsprijs op de balans zetten. Overigens zijn de bedragen die men aan PPM's ter beschikking wil stellen relatief gering.

### 3.2.6 *Conclusies*

Ook op lange termijn zal het middelenoverschot van de institutionele beleggers groot blijven. Dit heeft als gevolg dat de kapitaalmarkt gedomineerd wordt door een aanbod, dat een risicomijdende bestemming in de vastrentende of onroerend goed-sfeer zoekt. Het aanbod van de IB-ers is in toenemende mate verschoven van de particuliere sector die zijn financieringsbehoefte de afgelopen jaren zag verminderen, naar de collectieve sector met een stijgende financieringsbehoefte.

De IB-ers zullen een zeer beperkte rol spelen bij de directe financiering van de particuliere sector. Hun aanbod is risicomijdend, terwijl de behoefte vooralsnog betrekking heeft op risicodragend vermogen. Hierdoor ontstaat een kwalitatieve discrepantie van vraag en aanbod. Tevens sluiten vraag en aanbod op micro-economisch niveau niet op elkaar aan. De aanbieders streven naar een minimalisering van hun informatie- en transactiekosten. Zij werken via de onderhandse markt, die slechts toegankelijk is voor de grote marktpartijen. IB-ers verschaffen in beperkte mate risicodragend vermogen, omdat zij terughoudend moeten zijn met het aangaan van risico's. Het bieden van maximale zekerheid gaat voor hen boven het behalen van een maximaal rendement.

We concluderen ten slotte, dat door micro-economische factoren de allocatie van vermogen niet optimaal is. Kennelijk ontbreken instituties die in voldoende mate vraag en aanbod tot elkaar kunnen brengen.

## 3.3 **Het aanbod van risicodragend vermogen door de NPM, NIB, MIP, PPM's, ROM's en Startfondsen**

### 3.3.1 *Inleiding*

In deze paragraaf komt de rol van een aantal financiële instellingen bij de verstrekking van risicodragend vermogen aan de orde. Daarbij zullen we de doelstellingen en werkwijze van deze instellingen beschrijven en aangeven welke bedragen met hun activiteiten zijn gemoeid. De nadruk ligt op zelfstandige, particuliere instellingen. Instellingen welke door de overheid in het leven zijn geroepen en rechtstreeks onder haar verantwoordelijkheid vallen, komen hier niet aan de orde. Vooraf zij opgemerkt dat in deze paragraaf marktsegmenten en instellingen ter sprake komen, die nog volop in ontwikkeling zijn. Verschillende instellingen zijn bezig met een heroriëntatie van hun doelstellingen. De hierna te geven beschrijving is daarom een momentopname van een in beweging zijnde markt.

De levenscyclus die een onderneming doorloopt biedt een aanknopingspunt voor de indeling van de te bespreken instellingen. Jonge be-

drijven hebben een relatief geringe vermogensbehoefte, maar brengen een naar verhouding hoog risico met zich mee. Deze ondernemingen hebben mede behoefte aan de inbreng van externe expertise. Oudere bedrijven hebben een relatief grote vermogensbehoefte, een naar verhouding geringer risico en een minder grote behoefte aan de inbreng van externe expertise. Op basis van deze criteria kunnen de ondernemingen en de kapitaalverschaffers in de volgende matrix ingedeeld worden.

**Figuur 3.2 De plaats van ondernemingen en vermogensverschaffers in de markt voor risicodragend vermogen**  
*Ondernemingen*

	Levensfase			
	startend	relatief snelle groei	relatief minder snelle groei	stabele groei
Risico/kans op winst	zeer groot/onvoorspelbaar	groot/mogelijk	minder groot/mogelijk	normaal/normaal
Aard beloning op aandelen	koersstijging	koersstijging	koersstijging (dividend)	koersstijging en dividend
Verhandelbaarheid aandelen	zeer moeilijk	moeilijk	eventueel mogelijk	mogelijk
<i>Vermogensverschaffers<sup>a)</sup></i>				
	Levensfase			
	startend	relatief snelle groei	relatief minder snelle groei	stabele groei
kleine bedrijven	lokale PPM's Startfondsen	PPM's ROM (regionaal)	PPM's ROM (regionaal)	uittreding eventuele uitreding
		(NPM)	(NPM)	lange termijn participant
		(MIP)	(MIP)	uittreding
middelgrote bedrijven		PPM's	PPM's	uittreding
		MIP	NIB MIP	uittreding
		ROM (regionaal)	ROM (regionaal)	eventuele uitreding
Houding van de vermogensverschaffer		NPM	NPM	lange termijn participant
		actief/mede-ondernemer	actief/begeleidend	afstandelijk/toezicht houdend

a) De instellingen tussen haakjes oefenen op het desbetreffende marktsegment niet hun kernactiviteiten uit.

Dit schema geeft een globale beschrijving van de werkelijkheid. Niet alle ondernemingen doorlopen de levenscyclus op dezelfde wijze, terwijl ook bepaalde bedrijven ontstaan door afsplitsing van reeds langer bestaande ondernemingen. Deze bedrijven doorlopen als regel niet de eerste fasen van de levenscyclus.

Wel kan worden vastgesteld dat voor ondernemingen die nog in de eerste levensfase verkeren een beroep op 'institutionele' vermogensverschaffers bijzonder moeilijk is. Afgezien van de activiteiten van de startfondsen van de banken en lokale of regionale initiatieven, bestaat voor deze categorie ondernemingen geen financiële infrastructuur.

Sommige instellingen participeren in bedrijven, c.q. bedrijfsactiviteiten, die een hoger dan normaal risico met zich meebrengen. Het kan gaan om jonge, snelgroeiende bedrijven, verzelfstandigde bedrijfsonderdelen of afzonderlijke projecten van bestaande ondernemingen. De kans op het niet overleven van ondernemingen of het mislukken van projecten is relatief hoog. Daar staan relatief hoge rendementen op de participaties die wel succesvol blijken te zijn tegenover. De betrokkenheid van de kapitaalverschaffer bij de onderneming is betrekkelijk groot. Dit kan zover gaan dat de kapitaalverschaffer zich op deelgebieden als mede-ondernemer opstelt. Zo kan de kapitaalverschaffer adviseren bij of meewerken

aan het verbeteren van de financiële administratie of betrokken zijn bij het nemen van belangrijke beslissingen met betrekking tot voorgenomen investeringen of het personeelsbeleid.

Een andere belangrijke functie die de kapitaalverschaffer kan hebben, is het helpen opzetten van een relatienetwerk dan wel het benutten van zijn eigen netwerk ten behoeve van de ondernemer. Een dergelijk netwerk kan men gebruiken voor het verwerven van waardevolle informatie – bijvoorbeeld over de betrouwbaarheid van afnemers – het uitwisselen van informatie met mede-ondernemers of het toegankelijk maken van formele, moeilijk toegankelijke (overheids-)organisaties. Ook kan de kapitaalverschaffer ondersteuning verlenen bij automatiseringsprojecten.

De wijze waarop de vermogensverschaffer bij de onderneming betrokken is, verschilt van geval tot geval. Er is sprake van een geïndividualiseerde aanpak, waarbij men uitgaat van de persoonlijke kwaliteiten van de ondernemer. Vaak blijkt een ondernemer relatief veel kennis over een bepaald produkt te hebben, maar zijn de commerciële vaardigheden onvoldoende. De omgekeerde situatie is ook goed denkbaar (zie bijv. de rapportage van het Project Industriële Innovatie, 1982). Het begeleiden van een (startende) ondernemer is een bijzonder arbeidsintensief proces, waardoor de kapitaalverschaffer zich genoodzaakt ziet hoge eisen te stellen aan het groei- en rendementspotentieel van het bedrijf.

De betrokkenheid van de kapitaalverschaffer is aan verandering onderhevig. In de eerste fase is sprake van een intensief en frequent contact tussen beide partijen. Naarmate de levensvatbaarheid van het bedrijf in de loop van de tijd toeneemt, zal men volstaan met een regelmatige rapportering vanuit het bedrijf al of niet in combinatie met het benoemen van een commissaris die belast is met het toezicht op de onderneming. De betrokkenheid van de kapitaalverschaffer bij de onderneming is, met uitzondering van de NPM, als tijdelijk bedoeld. Na verloop van tijd zal de vermogensverschaffer zijn middelen uit het bedrijf willen terugtrekken ten einde de gewenste koerswinst te realiseren. Hierbij doet zich een aantal problemen voor, die in paragraaf 3.3.3 een nadere toelichting zullen krijgen.

De instellingen die zich op de wat rijpere ondernemingen richten, hebben een andere werkwijze. Enerzijds bestaan instellingen die langdurig deelnemen in een bedrijf, waarbij de beloning wordt verkregen in de vorm van dividend en koerswinst. Anderzijds zijn er ook instellingen die deelnemen met het doel de participatie op relatief korte termijn op de openbare markt te verkopen. De relatie tussen de kapitaalverschaffer en de onderneming is dan veelal wat afstandelijker. Dit is ook mogelijk omdat de risico's die de onderneming loopt naar verhouding minder groot zijn.

### *3.3.2 Een inventarisatie van de vermogensverschaffers en hun doelstellingen*

#### *3.3.2.1 De Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM)*

De NPM is een van de oudste instellingen die zich richten op het verschaffen van risicokapitaal met als oogmerk het wegnemen van knelpunten in de markt voor risicodragend vermogen. Zij is in 1948 opgericht met als doel het ter beschikking stellen van risicodragend vermogen aan ondernemingen die nog niet in staat zijn naar de openbare kapitaalmarkt te gaan of dat niet willen. De aandelen van de NPM zijn in handen van banken en levensverzekeringsmaatschappijen.

De NPM heeft in januari 1987 een deel van haar aandelenkapitaal op de beurs geïntroduceerd. Men motiveerde de introductie met de overweging dat men aan de belangen van de huidige aandeelhouders van de NPM tegemoet wilde komen. De NIB heeft bij deze gelegenheid 2/3 van haar belang in de NPM afgestoten.



Heden ten dage richt de NPM zich in hoofdzaak op participatie in het aandelenkapitaal van bestaande ondernemingen en verleent zij haar medewerking aan het verzelfstandigen van bedrijfsonderdelen die zich van de moedermaatschappij losmaken. Ook worden in de onderhandse sfeer (bestaande) aandelenpakketten overgenomen. Hiervan kan bijvoorbeeld sprake zijn als aandeelhouders zich uit een familievennootschap willen terugtrekken.

De NPM neemt geen meerderheidsbelang in het aandelenkapitaal van een onderneming, noch zal zij zich actief mengen in de dagelijkse leiding van een bedrijf. Wel wordt groot belang gehecht aan een goed functionerende raad van commissarissen, in het bijzonder bij de wat kleinere ondernemingen. De NPM draagt een lid van de raad van commissarissen voor. Als ondergrens voor een participatie hanteert men een bedrag van minimaal f 500.000,-, terwijl de huidige omvang van de portefeuille een maximum van enige tientallen miljoenen gulden mogelijk maakt.

De NPM maakt vooraf bindende afspraken met betrekking tot de pay-out, maar een regeling vooraf over een eventuele afstoting van het aandelenpakket - exit - wordt niet gemaakt. De relatie NPM-onderneming kan derhalve als betrekkelijk afstandelijk worden gekwalificeerd. De NPM stoot participaties in beginsel niet op korte termijn af, omdat men zich primair als een lange-termijn participant opstelt. Indien en voor zover participaties worden beëindigd, is dit vooral om een emissie of introductie op de openbare markt mogelijk te maken. Dit is de laatste jaren verschillende malen het geval geweest.

Per 31 juli 1985 stond een bedrag van f 290 miljoen aan participaties uit. Wordt niet het bedrag tegen de historische verwervingsprijs maar tegen de benaderde actuele waarde in aanmerking genomen, dan beloopt de waarde van de portefeuille ruim f 610 miljoen.

De NPM richt zich primair op de wat rijpere, middelgrote ondernemingen, maar heeft daarnaast ook in beperkte mate participaties in relatief kleine, jonge ondernemingen. Men is bereid deze wat meer risicovolle participaties in de portefeuille op te nemen, omdat de portefeuille groot genoeg wordt geacht om eventuele verliezen te absorberen. Verder heeft de NPM een 100% dochtermaatschappij die aan meer risicovolle ondernemingen kapitaal verschafft. De activiteiten van deze maatschappij vallen onder de hierna te bespreken garantieregeling PPM.

### 3.3.2.2 De Nationale Investeringsbank (NIB)

De NIB, na de oorlog opgericht als de Herstelbank, heeft evenals de NPM tot doel knelpunten op de vermogensmarkt op te heffen. Tot voor kort verstrekke de NIB primair kapitaal in de vorm van lange en middel-lange leningen aan het bedrijfsleven. Deze vorm van kapitaalverschaffing vindt ten dele plaats onder garantie van de Staat. In de loop van 1987 zal de NIB met een beursemissie komen. De Staat heeft een meerderheidsbelang van 50,3% in de NIB.

Sinds een aantal jaren legt de NIB zich ook toe op het voor eigen rekening en risico verstrekken van risicodragend vermogen in de vorm van participaties in bedrijven. Deze veranderde opstelling past in het streven van de NIB om zich te ontwikkelen tot een meer commercieel opererende marktpartij. In het kader van dit streven is een lidmaatschap verkregen van de Vereniging voor de Effectenhandel. Voorts zijn de participatie-activiteiten van de NIB op één afdeling van de bank geconcentreerd, opdat de aanwezige know-how beter benut kan worden. De NIB neemt nieuwe en bestaande aandelenpakketten in haar portefeuille op, terwijl men ook de verzelfstandiging van bedrijfsonderdelen mogelijk maakt. Het streven van de NIB is een hoge omloopsnelheid van haar portefeuille te realiseren. Men wil de aandelenpakketten, na ze bij voorkeur 1 à 2 jaar in portefeuille gehouden te hebben, aan de beurs brengen. Het lidmaatschap van de Vereniging voor de Effectenhandel maakt

het mogelijk dat de NIB als syndicaatsleider of als lid van een banksyndicaat optreedt. De NIB kwalificeert zichzelf als een investmentbank in de Amerikaanse betekenis van het woord.

Men neemt participaties vanaf een bedrag van ongeveer f 1,5 miljoen. Dit bedrag is een ondergrens. De NIB blijkt slechts belangstelling te hebben voor de wat grotere ondernemingen, die hun winstpotentieel en levensvatbaarheid reeds hebben bewezen. Men heeft geen interesse voor de verschaffing van venture-capital aan kleine of startende ondernemingen. Men acht de daaraan verbonden kosten en risico's te hoog in verhouding tot het te behalen rendement. Bovendien bestaan twijfels, of de gewenste koerswinsten te zijner tijd wel gerealiseerd kunnen worden. De huidige omvang van de participatieportefeuille schommelt tussen de f 70 en f 120 miljoen.

Uit bovenstaande informatie blijkt, dat de bestaande afbakening van werkerreinen tussen de NIB en de NPM aan het vervagen is. Ook de NIB richt zich nu op de verschaffing van eigen vermogen. Een verschil in benadering blijft echter, dat de NIB een hoge omloopsnelheid van haar portefeuille nastreeft, terwijl de NPM zich als lange-termijn participant opstelt. Er is derhalve slechts ten dele sprake van een overlapping.

### 3.3.2.3 De Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP)

De oorsprong van de MIP is terug te voeren op de voorstellen van de WRR in zijn studie *Plaats en Toekomst van de Nederlandse Industrie*. In deze studie adviseert de WRR tot het oprichten van een Nationale Ontwikkelings Maatschappij, die op basis van autonomie een bijdrage zou moeten leveren aan de gewenste verbetering van de structuur van het Nederlandse industriële apparaat. De gedachte van een Nationale Ontwikkelings Maatschappij werd overgenomen door de Adviescommissie inzake de Voortgang van het Industriebeleid. Deze commissie, veelal aangeduid als de commissie Wagner, adviseerde tot het oprichten van de MIP, die op commerciële basis risicodragend vermogen voor (grotere) commerciële projecten ter beschikking zou moeten stellen. De huidige doelstelling van de MIP is 'op commerciële basis de tot standkoming te bevorderen van projecten, die een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de versterking van de industriële bedrijvigheid en de commerciële dienstverlening in Nederland'.

De MIP neemt geen meerderheidsbelang in een project of bedrijf, omdat men van mening is dat het bedrijf zelf de eindverantwoordelijkheid moet dragen. Het minimum bedrag voor een participatie was in de beginfase f 4 miljoen (dit bedrag was niet bindend; kleinere participaties konden ook geaccepteerd worden), maar omdat dit bedrag te hoog bleek te zijn, wordt nu een grens van enige miljoenen gulden gehanteerd. Bij de participatie van de MIP komt minstens een even grote bijdrage van de partner, zodat van een MIP-participatie een naar verhouding aanzienlijk grotere investeringsimpuls uitgaat.

De MIP had in haar oorspronkelijke opzet mede tot doel een aanzienlijke kwantitatieve overdracht van risicodragend kapitaal tot stand te brengen. De commissie Wagner begroette in haar advies dat in een periode van 3 jaar tenminste f 1 miljard nodig zou zijn. Bij de start in 1983 beschikte de MIP over een toegezegd vermogen van 576 miljoen gulden, dat door de overheid en particuliere instellingen (voornamelijk institutionele beleggers) bijeengebracht was. De aanzienlijke 'kwantitatieve' taakstelling bleek echter niet volledig haalbaar te zijn. Het belangrijke winstherstel dat met name de grote ondernemingen na 1982 doormaken, heeft de financiële positie van de ondernemingen zodanig verbeterd dat men de investeringen nu veelal uit interne of directe externe middelen kan financieren. De noodzaak om een externe financier, zoals de MIP, in te schakelen is hierdoor verminderd.

De MIP heeft haar doelstellingen inmiddels in belangrijke mate bijge-

steld. Men richt zich nu niet meer uitsluitend op grote projecten, maar ook op naar verhouding kleine en middelgrote ondernemingen, die nieuwe projecten willen ontwikkelen en daarbij behoefte hebben aan de inbreng van kapitaal en know-how. Een andere accentverlegging betreft het feit dat de MIP nu actief bedrijven uit het buitenland, met name de VS, aanwerft, die naar haar mening de industriële infrastructuur van onze economie kunnen versterken. Deze accentverlegging heeft geresulteerd in het naar Nederland halen van een aantal Amerikaanse biotechnologische en micro-electronica bedrijven. Voor wat betreft de projecten van grote ondernemingen, richt de MIP zich thans vooral op projecten van deze bedrijven die niet tot hun kernactiviteiten behoren en waarvan een eventuele verzelfstandiging door de bedrijven wordt overwogen. Andere activiteiten van de MIP betreffen het bemiddelen en adviseren bij financieringsvraagstukken. In bijzondere gevallen is men bereid in relatief kleine ondernemingen te participeren. Voorwaarde daarbij is echter wel, dat deze ondernemingen naar verhouding een groot groei- en winstpotentieel hebben.

De tot nu toe door de MIP gerealiseerde resultaten moeten bezien worden in het licht van de hierboven beschreven accentverlegging. Men laat nu immers kwalitatieve activiteiten prevaleren boven een kwantitatieve taakstelling. Volgens opgave van de MIP stond per ultimo 1985 voor een bedrag van f 180 miljoen aan participaties uit. Per ultimo september 1986 was dit bedrag opgelopen tot circa f 250 miljoen. De genoemde bedragen zijn inclusief de aangegane stortingsverplichtingen.

#### 3.3.2.4 De Particuliere Participatie Maatschappijen (PPM's)

De PPM's vormen een groep instellingen, die men niet zonder meer op één noemer kan brengen. Zo zijn er voornamelijk lokaal werkende instellingen, die zich primair richten op het ondersteunen van plaatselijke initiatieven. Deze instellingen werken vaak samen met de Kamers van Koophandel en kennen veelal geen overwegend commerciële doelstellingen. Voorts zijn er landelijk werkende PPM's, die onderverdeeld kunnen worden in bancaire en niet-bancaire PPM's. De bancaire PPM's werken vaak onder verantwoordelijkheid van de bank door wie ze zijn opgericht. Hun kapitaalverschaffing valt soms binnen het totale door de bank opgezette financieringsplan. Daarnaast zijn er niet-bancaire PPM's, die door institutionele beleggers of bedrijven of particulieren zijn opgericht.

Kenmerkend voor de PPM's is, dat zij zich richten op de kapitaalverschaffing aan relatief jonge, snelgroeiende bedrijven die een hoog risico met zich meebrengen. PPM's verschaffen ook vermogen, al of niet in samenwerking met andere instellingen, aan grotere bedrijven of verzelfstandigde bedrijfsonderdelen.

De PPM's werken veelal onder de Garantieregeling Particuliere Participatie Maatschappijen, die in 1981 van kracht is geworden (Staatscourant, nr. 77, 23-4-1981). De regeling had een oorspronkelijke looptijd van vijf jaar en is per 1986 verlengd tot 1991. De PPM-regeling heeft tot doel het verstrekken van risicodragend vermogen aan kleine en middelgrote ondernemingen te stimuleren. Door het hanteren van een bovengrens is de opzet van de regeling zodanig, dat ze voor grote deelnemingen minder interessant is. De kern van de garantieregeling is, dat de overheid onder bepaalde voorwaarden ten hoogste 50% vergoedt van het verlies dat een PPM op een participatie lijdt. Eén van de voorwaarden is, dat de PPM door de toezichthoudster van de PPM-regeling - De Nederlandsche Bank - erkend is en dat de desbetreffende participatie is aangemeld. Uitsluitend aangemelde participaties komen voor een verliesvergoeding in aanmerking.

De maximale duur van de garantie is tien jaar. Daarna wordt de declaratie in een periode van vijf jaar met telkens 10 procentpunten per

jaar verminderd. Na een periode van 15 jaar vindt derhalve geen verliesvergoeding meer plaats. Voor bancaire PPM's geldt een maximale participatieduur van vijf jaar; dit om een te grote invloed van de banken in bedrijven tegen te gaan. PPM's mogen slechts een minderheidsbelang tot ten hoogste 50% nemen, waarbij een maximum van vier miljoen gulden per onderneming geldt. Voorts is van belang, dat slechts nieuw vermogen onder de garantieregeling gebracht mag worden. Het is niet toegestaan bestaande belangen onder de regeling te brengen.

Voor particulieren wordt deelneming in een PPM aantrekkelijk gemaakt door middel van een fiscale faciliteit. Uit een PPM ontvangen dividenden zijn tot een bedrag van f 1.000,- vrijgesteld van de inkomstenbelasting. Dit bedrag komt bovenop de normale dividendvrijstelling. Het bedrag geldt voor een individuele belastingplichtige, waarbij geldt dat de gehuwde aan wie de vermogensinkomsten worden toegerekend recht heeft op een vrijstelling van f 2.000,-.

Omdat de PPM's zich op relatief kleine ondernemingen met een naar verhouding hoog risico richten, zien zij zich genoodzaakt hoge eisen te stellen aan de rendementsverwachtingen van de voor participatie in aanmerking komende projecten. In de praktijk blijkt men een rendementsnorm van 20 à 30% per jaar te stellen. Deze hoge rendementen zijn nodig om enerzijds de hoge begeleidingskosten en anderzijds de verliezen op mislukte projecten te compenseren. Vooral de begeleidingskosten van de projecten zijn in verhouding tot het geïnvesteerde vermogen hoog. Ter indicatie van de begeleidingsintensiteit kan worden opgemerkt dat een investment-manager bij een PPM vijf tot ten hoogste tien bedrijven in beheer kan hebben. Een kredietbeheerder bij een bank kan daarentegen vele tientallen bedrijfscliënten van dezelfde omvang in zijn portefeuille hebben.

De hoge kosten die de PPM's maken, hebben ook gevolgen voor de minimale omvang van een participatie. Uit het jaarverslag van DNB over 1985 kan men opmaken dat een zeer klein percentage van de uitstaande bedragen betrekking heeft op participaties beneden de f 200.000,-. Het leeuwedeel van de participaties valt tussen de f 200.000,- en f 1.000.000,-; 50% van het totaalbedrag valt binnen deze zone. Per ultimo 1985 stond voor een bedrag van f 114 miljoen aan aangemelde participaties uit, hetgeen een toeneming van f 40 miljoen ten opzichte van 1984 betekende. In 1986 werd een bedrag van f 86,9 miljoen in het kader van de PPM-regeling geïnvesteerd. Tot eind 1985 heeft de overheid voor een gecumuleerd bedrag van f 3,9 miljoen aan verliesvergoedingen vergoed. Per september 1986 was dit bedrag opgelopen tot 5,3 miljoen (Evaluatie garantieregeling PPM, 1986). Per ultimo 1986 was voor een bedrag van in totaal f 25,7 miljoen aan participaties beëindigd. Hierbij dient echter opgemerkt te worden dat er nog veel verliesdeclaraties in het verschiet liggen, zodat dit bedrag naar verwachting niet onaanzienlijk zal stijgen.

### 3.3.2.5 De Regionale Ontwikkelings Maatschappijen (ROM's)

Het verschaffen van risicodragend vermogen was bij de oprichting van de ROM's niet primair hun taak. Zij zijn in het midden van de jaren zeventig opgericht met het doel de economische structuur van de regio waarin zij werkzaam zijn te versterken. In hun oorspronkelijke opzet werden de deelnemingen van de ROM's voor 100% gegarandeerd door het Rijk al dan niet te zamen met een regionale overheid. De overheid nam ook de exploitatieverliezen voor haar rekening. De overheidsgaranties maakten het mogelijk dat de ROM's deelnamen in weinig perspectief biedende projecten, die uiteindelijk slechts tot doel hadden een verlies aan werkgelegenheid te voorkomen. Deelneming van ROM's is mogelijk tot een percentage van 100% van het eigen vermogen van een onderneming. Van deze mogelijkheid blijkt men in de praktijk ook gebruik te maken. Terugkoop van een participatie door de onderneming, in het ge-

val van een succesvol project, is mogelijk. De prijs wordt dan bepaald aan de hand van de markttrente vermeerderd met een risico-opslag.

Verreweg de grootste ROM's zijn de Noordelijke Ontwikkelings Maatschappij (NOM) en de Industriebank LIOF (Limburg's Instituut voor Ontwikkeling en Financiering). Zij hadden per ultimo 1985 voor f 135 respectievelijk f 70 miljoen aan participaties uitstaan. Het relatief hoge bedrag van de NOM is mede het gevolg van een deelneming van 100% in een joint-venture met een AKZO-dochter ter grootte van f 65 miljoen. De waarde van de participaties van de overige ROM's bedroeg per ultimo 1985 ongeveer 20 miljoen gulden. Het ministerie van Economische Zaken is bezig het financieringsbedrijf van de ROM's op een andere wijze te structureren (Tweede Kamer 1986-1987, kamerstuk 19 700, H XIII, nr. 2, blz. 26). Men streeft ernaar de huidige nogal defensieve opzet los te laten en een meer offensieve werkwijze te hanteren. Men heeft een structuur voor ogen waarin het systeem van overheidsgaranties is vervangen door een systeem waarbij de overheid aandeelhoudster is. De ROM's zullen in deze structuur voor eigen rekening gaan opereren en daarbij meer marktconform te werk moeten gaan. Deze beleidswijziging lijkt te passen bij het streven van de overheid om minder marktverstoring te gaan werken. Bovendien zullen de ROM's, zo kan men verwachten, in de nieuwe opzet minder beslag leggen op het overheidsbudget.

### 3.3.2.6 De startfondsen van de NMB en de Rabo

Vrij recent hebben de Rabobank Nederland en de NMB ieder een eigen startfonds opgericht. Deze fondsen hebben tot doel startende en kleine bedrijven garantievermogen (in de vorm van aandelen of bijvoorbeeld achtergestelde converteerbare leningen) te verschaffen, zodat een verdergaande financiering met vreemd vermogen mogelijk wordt. Bij de toekenning van de middelen worden niet zozeer formele eisen in termen van ondernemingsplannen gesteld, maar wordt vooral gelet op de persoonlijke kwaliteiten van de ondernemer aan wie vermogen wordt verschaft.

De bedragen die worden uitgezet, zijn relatief gering. Het gemiddelde bedrag van het Rabo-garantiefonds is f 40.000,--, terwijl het totaal per ultimo 1986 bij benadering f 32 miljoen is. Het NMB-participatiestartfonds heeft per augustus 1986 f 3,5 miljoen uitstaan, verdeeld over een totaal van 37 participaties. Het Rabo-garantiefonds stelt als voorwaarde dat de overige financiering met vreemd vermogen door andere Rabobanken plaats moet vinden. Het NMB-participatiestartfonds stelt aan de overige financiering geen nadrukkelijke eisen, maar wil wel een aandeel in de winst indien het bedrijf waarin men participeert rendabel is.

De startfondsen bedienen de onderkant van de markt. De gemiddelde bedragen die ze hebben uitstaan liggen beduidend onder die van PPM's en overige instellingen. Zij verschaffen met kennelijk succes middelen aan bedrijven die elders niet in hun financiering kunnen voorzien.

### 3.3.3 *Evaluatie*

#### 3.3.3.1 De effectiviteit

De effectiviteit van de markt kan naar onze mening slechts tot op beperkte hoogte op basis van de kwantitatieve resultaten beoordeeld worden. Van de zijde van de instellingen die op de markt actief zijn, beklemtoont men vooral het kwalitatieve belang van de bereikte resultaten. Voor de volledigheid geven wij een overzicht van het beschikbare cijfermateriaal.

**Tabel 3.8 Uitstaand bedrag aan risicodragend vermogen (mln. glds.)<sup>a)</sup>**

Instelling	Stand per ultimo:		
	1984	1985	medio 1986
NPM <sup>b)</sup>	224	278	291
NIB	70	107	70
MIP <sup>c)</sup>	100	180	250
PPM's <sup>d)</sup>	74	114	201 (per ultimo 1986)
ROM's	210	255	255
Startfondsen	- <sup>e)</sup>	- <sup>e)</sup>	36 (per ultimo 1986)
Totaal	678	934	1103

Bron: Jaarverslagen; opgave betrokken instellingen.

a) Verkrijgingswaarde tegen historische kostprijs of eventueel lagere beurswaarde.

b) De benaderde intrinsieke waarde van de NPM-portefeuille beliep per 31-7-1986 f 611 miljoen, berekend op basis van de beurswaarde van de genoteerde fondsen en 6% dividendrendement voor de niet genoteerde fondsen.

c) Inclusief de reeds aangegane verplichtingen.

d. Uitsluitend de aangemelde participaties.

e) Geen cijfers beschikbaar.

De relevantie van deze cijfers is om twee redenen beperkt. In de eerste plaats kan niet uit de cijfers worden opgemaakt in hoeverre kwalitatieve verbeteringen door deze vormen van kapitaaloverdracht gerealiseerd zijn. In een aantal gevallen staan de vermogensverschaffers immers ook kwalitatieve doelen voor ogen. In de tweede plaats gaat het hier om een momentopname. Men kan niet waarnemen voor welke bedragen participaties zijn verworven, die inmiddels weer zijn afgestoten. Wel kan worden vastgesteld dat de markt relatief snel groeit, waarbij naar voren springt dat de groei zowel absoluut als relatief, vooral na 1984, groot is geweest. Als verklaring van deze groeiversnelling wijst men erop, dat deze markt zich nog moest ontwikkelen.

Het is opvallend, dat de ontwikkelingen aan de aanbodzijde de vraagkant van de markt gestimuleerd hebben. Aan de kant van de bedrijven moest in eerste aanleg nog duidelijk worden wat de mogelijkheden van de aanbieders waren. De markt begint een bepaalde structuur te krijgen. In dit proces zullen vragers en aanbieders elkaar beter vinden en zal een bepaalde cultuur verder vorm moeten krijgen. Men brengt naar voren dat de Nederlandse ondernemer nog vertrouwd moet raken met het verschijnsel venture-capital. Teveel wordt nog het betrekken van een externe kapitaalverschaffer als een teken van onzelfstandigheid beschouwd. In dit opzicht verschilt de Nederlandse ondernemerscultuur van die in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, waar men aanzienlijk positiever staat tegenover de inbreng van extern kapitaal door een financiële instelling. In de Verenigde Staten kan deelneming van een venture-capitalist zelfs als een bewijs van vertrouwen worden opgevat. Worden de ontwikkelingen mede in het licht van een cultuurverandering gezien, dan lijkt de verwachting van een verdergaande groei gerechtvaardigd. Daarbij komt, dat door de veranderde wetgeving met betrekking tot de publikatieplicht voor veel BV's een belemmering is weggenomen om aan derden informatie te verschaffen.

De resultaten van de instellingen die zich overwegend op de wat grotere, rijpere ondernemingen richten zijn naar verhouding het gunstigst. De bovenkant van de markt, in de zin van de relatief grote en rendabele participaties, wordt het beste bediend. Op dit marktsegment zijn de NPM, de NIB, de MIP en verschillende PPM's actief. In het licht van de risico-rendement verhouding is de belangstelling van de verschillende instellingen voor dit deel van de markt voor de hand liggend. Zo blijkt uit een onderzoek van de NIB dat met name deelneming in verzelfstandigde bedrijven zeer aantrekkelijk kan zijn. Deze bedrijven boeken op een vrij korte termijn vaak opmerkelijk goede resultaten, zodat het behalen van een aantrekkelijke winst waarschijnlijk is (NIB jaarverslag, 1985, blz. 8).

In dit verband is de vraag actueel of de concurrentie tussen de aanbieders van vermogen niet te groot is. Ook is het voorstelbaar dat de aandeelhouders van de verschillende instellingen met een belangentegenstelling geconfronteerd worden. Verschillende institutionele beleggers hebben bijvoorbeeld een belang in zowel de NPM als de MIP, terwijl de NIB een aanzienlijk belang in de NPM en de MIP heeft. Dergelijke potentiële belangenconflicten zullen misschien in de toekomst ertoe leiden dat sommige aandeelhouders zich uit een bepaalde instelling terugtrekken.

De conclusie dat de bovenkant van de markt op dit moment goed bediend wordt, lijkt derhalve gerechtvaardigd.

De onderkant van de markt voor risicodragend vermogen functioneert echter niet optimaal. Het is de vraag of de garantieregeling PPM wel het aanvankelijk beoogde resultaat heeft. Startende en zeer kleine ondernemingen, vooral de bedrijven die hun overlevingsmogelijkheden nog niet bewezen hebben, blijken nauwelijks door PPM's bediend te worden.

Een rol speelt hier dat zich een markt nog moet vormen; zowel vragers als aanbieders moeten nog ervaring opdoen. Aan de vraagkant blijken de ondernemers een externe participant als een bedreiging voor hun zelfstandigheid te beschouwen, wat vooral bij kleine familiebedrijven een factor van belang blijkt te zijn. Verder hebben ondernemers moeite met de hoge commerciële eisen die PPM's stellen aan projecten. Ook is de ondernemer niet vertrouwd met een kapitaalverschaffer die een deel van de winst wil incasseren. Vooral bij bancaire PPM's doet dit probleem zich voor, omdat de ondernemer van een bancaire instelling verwacht dat deze slechts een vaste vergoeding in de vorm van rente wenst.

Dat vraag en aanbod nog niet goed aansluiten blijkt ook uit het feit dat slechts zeer weinig van de ingediende aanvragen door PPM's worden gehonoreerd. Het percentage niet gehonoreerde aanvragen bewoog zich in de beginperiode boven de 90, nu rond de 80. Vooral startende ondernemers hebben problemen bij het opstellen van een adequaat ondernemingsplan. Veel plannen blijken echter ook afgewezen te worden vanwege de te hoge risico's die eraan zijn verbonden.

Ten slotte vormt ook het te kleine draagvlak van PPM's een belemmerende factor. Doordat veel PPM's een relatief kleine portefeuille hebben, kunnen zij onvoldoende risicospreiding aanbrenge. Dit werkt afwijzing van te riskant geachte of naar verhouding te grote projecten in de hand. Door samenwerkingsverbanden aan te gaan, zou men doelmatiger kunnen opereren. Om deze redenen blijken PPM's vooral van belang te zijn voor bedrijven die behoefte hebben aan een participatie vanaf globaal gezien f 200.000,- tot 1,5 à 2 miljoen gulden. Beneden deze grens kan men niet rendabel werken, terwijl daarboven het risico naar verhouding te groot wordt.

Afgezien van de lokale initiatieven bestaan voor de onderkant van de markt weinig alternatieven. De startfondsen van de Rabo en NMB vervullen weliswaar een nuttige functie en voorzien, blijkens hun snelle groei, in een behoefte, maar hun bijdrage is nu nog veel te gering om werkelijk soelaas te kunnen bieden.

### 3.3.3.2 Concurrentievervalsing?

In verschillende publikaties besteedt men aandacht aan de gevolgen van het overheidsoptreden op de markt voor risicodragend vermogen. Daarbij richt men zich met name op de mogelijke concurrentievervalsende effecten die daarvan zouden kunnen uitgaan. In dit verband wordt vaak kritiek geleverd op het functioneren van de ROM's. Zij hebben weliswaar op dit moment een aanzienlijk bedrag aan participaties uitstaan, maar de maatschappelijke kosten van hun activiteiten zijn hoog. Het gaat dan niet alleen om de direct waarneembare kosten, zoals exploitatie- en vermogenskosten, maar ook door andere bedrijven erva-

ren nadelen ten gevolge van de concurrentie door van overheidswege gesteunde bedrijven. Men wijst erop dat de baten van de ROM's, in termen van behoud van werkgelegenheid en structuurverbetering, slechts beperkt zijn (De Jong en Spierenburg; in Hindley, 1983).

De nieuwe opzet van de ROM's zal op langere termijn deze bezwaren mogelijk wegnemen. Indien de instellingen daadwerkelijk tegen marktconforme voorwaarden moeten gaan werken, zullen zij veel minder niet-levensvatbare projecten in hun portefeuilles opnemen. Zoals de zaken er nu voorstaan blijft het risico van concurrentievervalsing bestaan. De ROM's behoeven geen eigen winstdoelstelling te realiseren. Zij kunnen daardoor tegen scherpere voorwaarden concurreren dan de commerciële marktpartijen. Deze voorwaarden verschillen bijvoorbeeld ter zake van de terugkoopregeling van de participaties. De ROM's kunnen de ondernemers een betere terugkoopregeling bieden dan de andere partijen. Verder zal de omstandigheid dat sommige ROM's tot 100% mogen participeren terwijl voor alle andere partijen een maximum van 50% geldt, ertoe kunnen leiden dat bedrijven te riskant geachte projecten bij de ROM's onderbrengen. Als de ROM's werkelijk verzelfstandigd zullen worden, dringt de vraag zich op welke plaats zij in de markt zullen krijgen. Afgezien van hun uitvoeringstaak voor bepaalde subsidieregelingen, zullen zij dan niet wezenlijk van de overige commerciële marktpartijen verschillen.

De werking van de markt kan in beginsel ook door de garantieregeling PPM worden verstoord. Het is niet uitgesloten dat kapitaalverschaffers de regeling benutten om een deel van de door hen gelopen risico's bij de overheid te plaatsen. Men kan zich voorstellen dat vooral bij bepaalde bancaire PPM's deze overweging een rol zal hebben gespeeld. Vooral indien de totale vermogensverschaffing van een bedrijf bij dezelfde bank en haar PPM is ondergebracht, is het denkbaar dat men een niet door zekerheden gedekt risico onder de garantieregeling brengt.

Toch lijken de mogelijkheden tot oneigenlijk gebruik van PPM's beperkt. De overheid vergoedt immers slechts maximaal de helft van het verlies, terwijl bij een faillissement de uiteindelijke kosten voor de PPM vaak hoger zijn dan de oorspronkelijke participatie. Men moet immers aanzienlijke kosten maken voor de interne juridische en administratieve afwikkeling van een faillissement. Bovendien hebben wij de indruk dat het scherpe toezicht van DNB op de uitvoering van de regeling oneigenlijk gebruik daarvan voorkomt. Verder is een tendens waarneembaar, dat relatief kansrijke participaties in toenemende mate buiten de regeling om tot stand worden gebracht. De voordelen van de regeling wegen, indien de kans op een mislukking gering is, blijkbaar onvoldoende op tegen de kosten die verbonden zijn aan het aanvragen van de garantie.

Naar onze opvatting wordt ook wel oneigenlijk gebruik gemaakt van het argument van concurrentievervalsing. Zo wijst men op het feit dat de MIP concurrentievervalsing zou werken, omdat zij ten dele met overheidsgeld gefinancierd is. Een zelfde argumentatie wordt overigens ook tegen de NIB gebruikt. Vooral met betrekking tot de MIP kan opgemerkt worden, dat dit argument niet ter zake is. Reeds in de eerste WRR-voorstellen werd het autonome karakter van een op te richten instelling beklemtoond. In haar huidige structuur is de MIP een zelfstandige organisatie, waarvan de overheid slechts één van de aandeelhouders is. Verder zijn de doelstellingen van de MIP commercieel, zodat naar onze mening deze argumentatie lijkt te worden gehanteerd om een potentiële concurrent op afstand te houden.

Overigens behoeft de omstandigheid dat een intelling door de overheid gefinancierd wordt niet altijd een voordeel te zijn. Met betrekking tot de ROM's brengt men naar voren dat zij gehouden zijn aan ingewikkelde en langdurige beslissingsprocedures, waardoor zij te weinig slagvaardig kunnen optreden. Ook aan de garantieregeling PPM zijn zodanige pro-



cedurele voorwaarden verbonden dat het soms efficiënter kan zijn buiten de regeling om te werken.

Concluderend kan worden vastgesteld dat de belangrijkste – mogelijke – concurrentievervalsing van de ROM's afkomstig zou kunnen zijn. Gegeven het streven naar een meer marktconforme opzet van de ROM's, kan worden verwacht dat hieraan op termijn een einde zal komen. Wat dan de plaats van de ROM's zal zijn in de markt, blijft een open vraag. De verstoring van de marktwerking – in generieke zin – door de garantieregeling PPM zal gering zijn. Bovendien lijkt, gegeven de nadelige positie van kleine en middelgrote bedrijven op de vermogensmarkten, een voordeel voor deze bedrijven gerechtvaardigd. Wel is het denkbaar dat de garantieregeling verstoring werkt op de concurrentie op het niveau van individuele bedrijven.

### 3.3.3.3 Huidige en toekomstige knelpunten

In paragraaf 3.3.3.1 is betoogd dat met name de onderkant van de markt voor risicodragend vermogen nog een braakliggend terrein is. Startende en kleine bedrijven met een vermogensbehoefte vanaf ongeveer 50.000 gulden tot 200.000 gulden kunnen bij de nu functionerende instellingen nauwelijks terecht. De positie van deze categorie bedrijven is door recente overheidsmaatregelen eerder verslechterd dan verbeterd. Bijvoorbeeld de verscherping van de voorwaarden waartegen een garantiekrediet in het kader van de Kredietregeling 1985 kan worden verkregen en het afschaffen van de negatieve WIR-aanslag. Eventuele maatregelen van overheidswege zouden juist voor deze bedrijven bestemd moeten zijn.

In het licht van onze conclusie dat het MKB vooral behoefte heeft aan duidelijk te interpreteren instrumenten, welke niet te vaak aan veranderingen onderhevig zijn, gaan onze gedachten primair uit naar maatregelen die via de fiscale sfeer uitgevoerd kunnen worden. Omdat de meeste bedrijven hun belastingaangifte door tussenkomst van een administratiekantoor of een accountant regelen, kunnen deze maatregelen in samenhang met de belastingaangifte uitgevoerd worden. Dit bespaart de bedrijven de kosten en inspanningen welke samenhangen met het doorlopen van een afzonderlijke aanvraagprocedure bij een andere overheidsinstelling. In paragraaf 3.3.4 doen wij een aantal concrete beleidsaanbevelingen.

Een ander probleem dat het goed functioneren van de markt belemmert, is het eerder aangegeven geringe draagvlak van de PPM's. Door hun veelal geringe omvang kunnen zij te weinig risicospreiding in hun portefeuilles aanbrengen. Wel is reeds nu bij grotere projecten een ontwikkeling waarneembaar, dat PPM's overgaan tot het vormen van syndicaten. Op deze manier kan men de risico's verdelen, waardoor het draagvlak groter wordt. Een mogelijk knelpunt bij het vormen van syndicaten bij participaties groter dan f 4 miljoen is, dat de garantie niet groter kan zijn dan dit bedrag. Het resterende deel kan niet onder enige garantieregeling vallen. De verdeling van het niet gegarandeerde deel van de participatie over de verschillende vermogensverschaffers kan tot problemen leiden. Doordat vele PPM's in verhouding tot hun omvang grote risico's lopen, dringt de vraag zich op of niet vaker tot het vormen van syndicaten zou kunnen worden overgegaan. Dan zou efficiënter en goedkoper kunnen worden gewerkt en zou men naar verhouding grotere risico's aankunnen.

Naar onze opvatting zou voorkomen moeten worden dat PPM's failliet gaan. Dit zou op grond van een efficiënte werking van de markt weliswaar voor de hand liggend zijn – de zwakste instellingen zouden verdwijnen –, maar het vertrouwen van het publiek zou wellicht zodanig kunnen verminderen dat alle PPM's in diskrediet raken. Men kan over-

wegen op deze ontwikkeling te anticiperen door PPM's te doen samengaan of door het oprichten van beheermaatschappijen die de genomen participaties naar evenredigheid over de aangesloten PPM's verdelen.

Op een wat langere termijn (3 à 6 jaar) kan zich het probleem van het ontbreken van adequate exit-mogelijkheden voordoen. Bij de uittreding van de kapitaalverschaffer uit een onderneming moet deze zijn vermogenswinst realiseren. In de nabije toekomst zullen vele participaties afgestoten (moeten) worden. Op dit moment is de parallelmarkt van de Amsterdamse effectenbeurs een belangrijke exit-mogelijkheid. In het recente verleden zijn op de parallelmarkt bedrijven geïntroduceerd, waarvan deskundigen zich afvragen of deze op termijn wel levensvatbaar zullen zijn. Men acht het niet uitgesloten dat eventuele faillissementen of het niet realiseren van hooggespannen verwachtingen, tot uitdrukking komend in hoge koers/winstverhoudingen, de parallelmarkt veel van zijn huidige glans zal doen verliezen. Het niet goed functioneren van de parallelmarkt zal dan het afstoten van participaties belemmeren.

Het verdient aanbeveling om nu reeds een infrastructuur te scheppen voor de exit van participanten. Een mogelijke oplossing zou kunnen bestaan uit het oprichten van een ter beurze genoteerd fonds, waar de participaties kunnen worden ondergebracht. Een groot probleem is echter dat de activa van een dergelijk fonds betrekkelijk illiquide zijn, waardoor de aantrekkelijkheid voor de belegger wordt vermindert.

Een ander knelpunt dat zich bij een voortgezette groei van PPM's kan voordoen, is het probleem of zij er wel in zullen slagen voldoende vermogen aan te trekken. Voor bancaire PPM's geldt dat deelnemingen van banken in PPM's door DNB met een solvabiliteitseis van 100% worden belast. De vermogenskosten van bancaire PPM's zijn derhalve relatief hoog, omdat zij volledig met garantievermogen gefinancierd zijn. Voor PPM's die in handen zijn van institutionele beleggers zou, indien de groei zich doorzet, een zelfde probleem kunnen ontstaan. Gegeven hun risicomijdende opstelling is het mogelijk dat de institutionele beleggers op den duur niet langer bereid zijn PPM's te financieren.

#### 3.3.4 Aanbevelingen

De markt voor risicodragend vermogen is volop in ontwikkeling. Door het toetreden van nieuwe instellingen en de veranderde opstelling van bestaande instellingen ontstaan voor bepaalde bedrijven meer mogelijkheden in hun behoefte aan risicodragend vermogen te voorzien. Op dit moment kunnen vooral de grotere bedrijven, die hun overlevingspotentieel reeds bewezen hebben, en verzelfstandigde bedrijfsonderdelen uit verschillende alternatieven kiezen. Diverse partijen concurreren om participaties in deze bedrijven, waardoor een goede prijsvorming tot stand kan komen. De kleine en startende bedrijven kunnen echter nog niet op adequate wijze in hun vermogensbehoefte voorzien. De risico/rendement-verhouding van participaties in deze bedrijven is ook voor PPM's niet aantrekkelijk genoeg. De PPM's hebben vaak te weinig draagvlak om relatief omvangrijke risico's te kunnen nemen en de hoge vaste kosten te dragen. Het verdient aanbeveling *de samenwerking tussen PPM's te intensiveren*, waardoor zij hun portefeuilles beter kunnen diversificeren en doelmatiger zouden kunnen werken.

Op de wat langere termijn zou het probleem van het ontbreken van goede exitmogelijkheden zich kunnen voordoen. Het verdient aanbeveling nu reeds *een structuur te scheppen, waarbinnen een betere exit mogelijk wordt*.

Een belangrijk knelpunt blijft de financieringsproblematiek van starters en zeer kleine bedrijven. Zij kunnen moeilijk bij de huidige kapitaalverschaffers in hun vermogensbehoefte voorzien. Gegeven het feit dat deze ondernemingen voornamelijk vanuit de particuliere sfeer wor-

den gefinancierd, zouden maatregelen die de overheid neemt voornamelijk gericht moeten zijn op het mobiliseren van particulier kapitaal. Blijkens de evaluatie van de garantieregeling PPM blijkt het aanbod van vermogen aan PPM's door particulieren beperkt te zijn. Naar onze opvatting zouden de maatregelen van de overheid meer moeten aangrijpen bij de in de praktijk bestaande persoonlijke verhoudingen tussen ondernemer en zijn financiers. Een voorstel van de COB/SER om een zogenaamde risicolening in te voeren heeft het helaas niet gehaald (COB/SER, 1985, blz. 25-28). De essentie van deze *risicolening* is, dat men aan een ondernemer vreemd vermogen ter beschikking stelt, dat als ondernemend vermogen aangemerkt zou worden. Hierdoor zouden eventuele vermogensverliezen bij de geldgever als fiscale aftrekpost opgevoerd kunnen worden. Reden voor afwijzing van dit voorstel was de veronderstelde fraudegevoeligheid van de risicolening.

Een andere mogelijkheid om het aantrekken van risicodragend vermogen door fiscale faciliteiten te stimuleren, zou kunnen bestaan uit *het verruimen van de mogelijkheden om commanditaire vennootschappen op te richten*.

Een derde mogelijkheid zou kunnen zijn dat aan *startende ondernemers*, onder nauwkeurig omschreven voorwaarden, *uitstel wordt gegeven van het betalen van winstbelasting*. Op deze wijze zouden zij gedurende een beperkt aantal jaren de beschikking krijgen over renteloos vreemd vermogen. Omdat winstinhouding voor groeiende bedrijven van groot belang is voor de financiering met risicodragend vermogen, zouden deze bedrijven daarvoor in de fiscale sfeer faciliteiten moeten krijgen. Deze mogelijkheid zou naar onze opvatting nader uitgewerkt moeten worden.

Tot slot wijzen wij nog op de mogelijkheid dat ondernemingen, die in een fase van snelle groei verkeren, door middel van uitgifte van *aandelenopties* voor het personeel risicodragend vermogen aantrekken. Uit onderzoek (Eijgenhuijsen, Oudejans en Rietkerk, 1987) blijkt dat een toenemend aantal ondernemingen van deze mogelijkheid gebruik maakt. Het verdient naar onze opvatting aanbeveling de uitgifte van dergelijke personeelsopties te stimuleren. Het belasten ervan zal ontmoedigend werken. Daarom zouden aandelenopties voor het personeel vooralsnog buiten de fiscale sfeer moeten blijven.

### 3.4 Directe externe financiering

#### 3.4.1 De aandelenmarkt

Het bedrijfsleven heeft de mogelijkheid tot het rechtstreeks aantrekken van financiële middelen bij andere huishoudingen. Naast emissie van obligaties kan financiering plaatsvinden door emissie van aandelen. De beurswaarde van alle ter beurze van Amsterdam genoteerde fondsen bedroeg in februari 1986 bij benadering 137 miljard gulden. Hiervan komt bijna 60% voor rekening van vijf multinationale ondernemingen, waarvan Koninklijke Olie veruit de grootste is. De beurswaarde van de lokale ondernemingen belooft bij benadering 50 miljard gulden. Op basis van het nu beschikbare statistische materiaal kan geen goed inzicht worden gegeven over het in Nederland werkzame deel van dit vermogen. Een ruwe schatting komt uit op ongeveer 60 miljard gulden. Het belang in statistische termen van de openbare aandelenmarkt voor onze economie is derhalve beperkt. Uitgaande van onze eerdere schatting over de hoeveelheid risicodragend vermogen die in ons land werkzaam is, belooft het aandeel van de aandelenmarkt bij benadering 20%.

Ook in dynamische zin is het belang van de openbare aandelenmarkt beperkt (zie ook par. 3.0). Zelfs voor Beurs-NV's geldt dat winstinhouding een zeer belangrijke bron van eigen vermogen is. Bij wijze van illustratie wijzen wij op het feit dat van de beursondernemingen het bedrag aan overige reserves - voornamelijk door winstinhouding - toenam met een bedrag van 38,1 miljard gulden tussen 1978 en 1983. Het gestor-

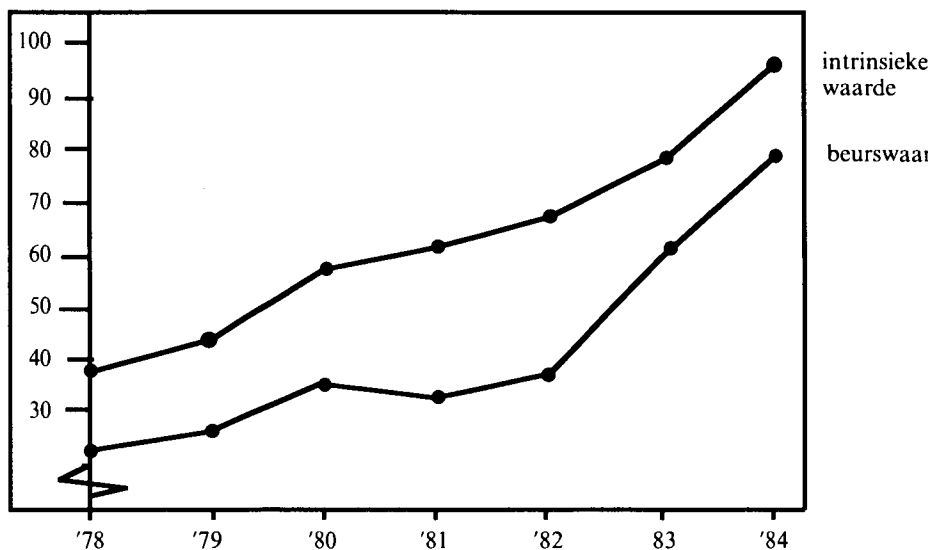
te aandelenkapitaal en de agioreserve namen in hetzelfde tijdvak toe met slechts 2,7 miljard gulden (berekend uit CBS, Statistiek van de Beurs-NV's, tabel 1.0, diverse jaargangen).

De mogelijkheden tot het aantrekken van risicodragend kapitaal door middel van aandelenemissies zijn tot aan 1982 bijzonder slecht geweest ten gevolge van het relatief lage koersniveau op de beurs. De ANP-CBS beursindex bevond zich in de periode 1973-1982 onder het uitgangsniveau (Maandstatistiek financieewezen, diverse jaargangen). Als gevolg van dit lage koersniveau lag de totale beurswaarde van de aandelen in deze periode bij voortduring onder de intrinsieke waarde (voor een cijfermatig overzicht zie Eijgenhuijsen e.a., 1987, bijlage tabel 3.4.0 en 3.5.0).

Uit de figuren 3.3 en 3.4 blijkt dat vooral in de periode 1979-1982 de beurswaarde van de aandelen ver onder de intrinsieke waarde lag, in het bijzonder voor de sectoren scheep- en luchtvaart en handel. In een dergelijke situatie is de uitgifte van aandelen als regel onaantrekkelijk, omdat zulks dan tot kapitaalverwatering leidt. Dit is ongunstig voor de bestaande aandeelhouders, omdat daardoor de winst per aandeel naar omvang en kwaliteit gemeten lager wordt.

**Figuur 3.3 Beurswaarde van NV's ten opzichte van de intrinsieke waarde, 1978-1984 (Internationals)**

mld  
gulden

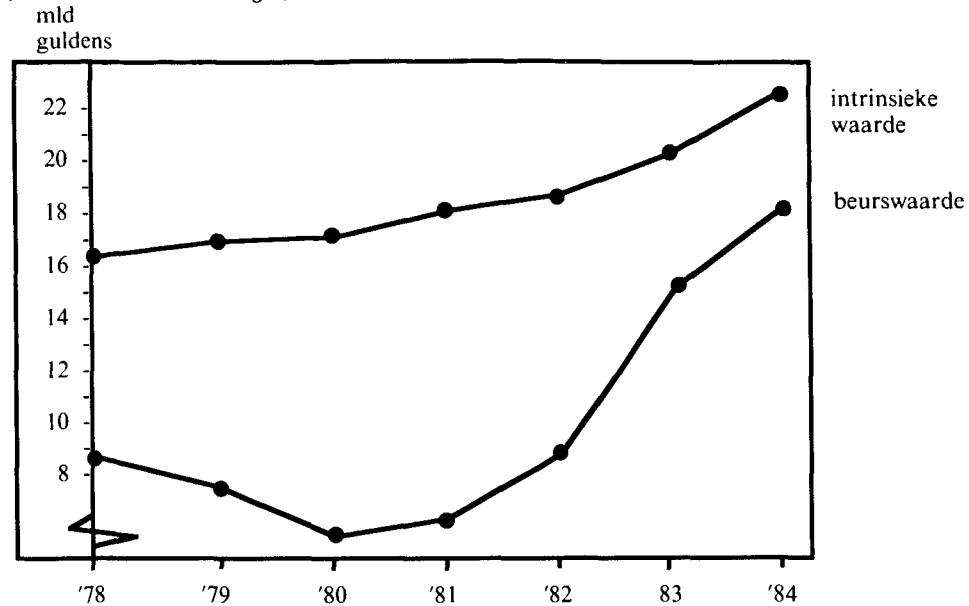


Bron: CBS, Statistiek van de Beurs NV's.

Na 1982 zet een aanzienlijke verbetering van het beursklimaat in. Dientengevolge stijgt de beurswaarde van de aandelen in een hoog tempo. Deze stijging doet zich voor in alle sectoren. Thans is naar verwachting voor het overgrote deel van de fondsen de beurswaarde boven de intrinsieke waarde komen te liggen. Daardoor zijn voor vele beursondernemingen de mogelijkheden tot het op financieel verantwoorde voorwaarden aantrekken van nieuw eigen vermogen beduidend verbeterd.

In de meer uitgebreide versie van deze studie (Eijgenhuijsen e.a., 1987, blz. 198-201) is een cijfermatige indicatie opgenomen van de vraag naar eigen vermogen die het bedrijfsleven de afgelopen jaren via de aandelenmarkt heeft gerealiseerd. Deze cijfers kunnen slechts indicatief zijn, omdat op basis van het aanwezige statistische materiaal geen éénduidige conclusies te trekken zijn. Eigen vermogen kan direct worden aangetrokken via een openbare of onderhandse emissie. Op indirecte wijze kan ei-

**Figuur 3.4 Beurswaarde van NV's ten opzichte van de intrinsieke waarde, 1978-1984 (Binnenlandse ondernemingen)**



Bron: CBS, Statistiek van de Beurs NV's.

gen vermogen voornamelijk worden aangetrokken door conversie van een converteerbare lening, door warrantuitoefening of door uitbetaling van stockdividend. Daarnaast kan het eigen vermogen toe- of afnemen door aandelenruil bij fusie, terwijl het eigen vermogen af kan nemen door de inkoop of afstempeling van aandelen (CBS: Maandstatistiek Financierwezen, februari 1986). Niet alle statistieken verwerken volledig al deze mogelijkheden, zodat het geven van een juiste schatting van de gerealiseerde vraag naar eigen vermogen zeer moeilijk is.

**Tabel 3.9 Beroep van bedrijven op de aandelenmarkt, 1977-1984 (mln. glds.)**

**A: Bruto-beroep**

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
(1)	283	631	501	376	513	107	685	850
(2)	111	169	106	22	298	29	810	2352
(3)	399	795	607	398	761	136	1495	3202

**B: Aflossingen/afboekingen/inkoop eigen aandelen**

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
(1)	1	0	0	0	1	0	0	13
(2)	87	0	376	400	37	2	9	7
(3)	88	0	376	400	38	2	9	20

**C: Netto-beroep: A-B**

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
(1)	282	631	501	376	512	107	685	837
(2)	24	164	-268	-378	211	27	801	2345
(3)	306	799	233	-2	723	134	1486	3182

Bron: 1977-1982: Maandstatistiek Financierwezen, oktober 1984.

1982-1984: Maandstatistiek Financierwezen, januari 1986.

Opmerking: Ten einde aansluiting van beide publikaties te realiseren, hebben we de cijfers voor 1982-1984 gecorrigeerd voor het beroep door beleggingsinstellingen.

(1) Financiële instellingen.

(2) Overig private sector.

(3) Totaal.

Het CBS heeft in twee afzonderlijke publikaties een volledig overzicht gegeven van het netto-beroep van het bedrijfsleven met betrekking tot aandelenkapitaal. Bij de opstelling van het cijfermateriaal heeft het CBS rekening gehouden met de hiervoor genoemde oorzaken waardoor het eigen vermogen kan veranderen. De uitkomsten van de CBS-onderzoeken staan op de voorafgaande pagina.

Het voordeel van deze CBS-cijfers is, dat zij gebaseerd zijn op een onderzoek van alle ter beurse genoteerde fondsen. DNB verwerkt in haar statistieken slechts de door de ondernemingen zelf gepubliceerde gegevens. De onderhandse plaatsing van aandelen door in het bijzonder de grote multinationale ondernemingen komt in die DNB-statistieken niet tot uiting. Het voordeel van de cijfers van DNB is echter, dat zij een onderdeel zijn van een geïntegreerde analyse van vraag en aanbod op de kapitaalmarkt. DNB analyseert de kapitaalmarkt vanuit een theoretisch onderbouwd kader. De cijfers van het CBS zijn daarentegen partieel. Men analyseert het beroep, zonder dat daarbij gelet wordt op het aanbod.

### 3.4.2 *De parallelmarkt*

De parallelmarkt van de officiële effectenmarkt is in 1982 opgericht met als doel de toegang van relatief kleine ondernemingen, die nog niet op de officiële markt kunnen worden toegelaten, tot externe vermogensverschaffers te vergemakkelijken. De voorwaarden tot toelating op de parallelmarkt zijn soepeler dan die welke voor de officiële markt gelden. Zo behoeft slechts minimaal 10% van het aandelenkapitaal in de notering te worden opgenomen. Bij de introductie/emissie van aandelen kan met een relatief eenvoudig prospectus worden volstaan. Tevens zijn de kosten verbonden aan de introductie en notering van de aandelen lager.

De belangrijkste functie van de parallelmarkt is de toegangsdrempel tot de openbare kapitaalmarkt te verlagen, door als voorportaal tot de officiële effectenbeurs te dienen. Verschillende fondsen hebben na een periode van voortgezette expansie de overstap naar de officiële markt reeds gemaakt. In kwantitatief opzicht was in de beginperiode het belang van de parallelmarkt beperkt, maar mede onder invloed van de algehele verbetering van het beursklimaat is de belangstelling voor een notering sterk toegenomen. Met name in de loop van 1986 zijn veel introducties/emissies uitgevoerd en nieuwe aangekondigd.

Het belang van de parallelmarkt is vooral kwalitatief van aard. Veel kleine ondernemingen die in een eerdere groeifase nog konden financieren met externe middelen van bijvoorbeeld PPM's, kunnen bij voortgezette expansie op de parallelmarkt terecht. Introductie van deze ondernemingen op de parallelmarkt kan voor PPM's een mogelijkheid zijn hun participaties af te stoten ten einde hun koerswinst te realiseren. De verhandelbaarheid van de participaties wordt hierdoor vergroot. Daarom hebben vooral PPM's belang bij het goed functioneren van de parallelmarkt.

Toch kan evenzeer gewezen worden op enige nadelige aspecten van het functioneren van de parallelmarkt. Tot op heden zijn de introducties/emissies op deze markt in het algemeen succesvol geweest. De belangstelling voor nieuwe aandelen van het publiek was zo groot, dat sommige introducties/emissies vele malen overtekend werden en koersen tot stand kwamen, die in verhouding tot de verwachte perspectieven van de geïntroduceerde onderneming zeer hoog zijn. Het blijken vooral particulieren te zijn bij wie speculatieve overwegingen dikwijls overheersen boven beleggingsmotieven. Verder blijkt de koersvorming van aan de parallelmarkt genoteerde fondsen in hoge mate gevoelig voor geruchten, die grote koersschokken teweeg kunnen brengen. Van PPM-zijde toont men zich in het algemeen niet gelukkig met deze ontwikkelingen. Vooral als een aantal ondernemingen de hooggespannen verwachtingen niet zou kunnen waarmaken, zou dat een belemmering kunnen betekenen voor de

introductie van nieuwe, op zich gezonde, fondsen. Er is behoefte aan een realistische prijsvorming op deze markt, opdat de continuïteit gewaarborgd kan worden. Tekenend voor de situatie op de parallelmarkt is, dat enkele fondsen naar de officiële markt overgegaan zijn, mede vanwege de hiervoor genoemde speculatieve ontwikkelingen.

Wij concluderen, dat de mogelijkheden van de parallelmarkt tot het aan elkaar koppelen van vraag naar en aanbod van risicodragend vermogen mede afhankelijk zijn van het verantwoordelijkheidsbesef van de marktpartijen. Een goede werking van de markt kan bevorderd worden door een goede introductie van nieuwe fondsen, die hun levensvatbaarheid hebben bewezen. Daarbij dient gezorgd te worden voor een voldoende aanbod van beleggingsmateriaal, zodat al te heftige prijsschokken voorkomen kunnen worden.

### 3.4.3 De obligatiemarkt

De ontwikkelingen op de obligatiemarkt vertoonden tot voor kort een tegengesteld verloop aan die op de aandelenmarkt. Uit cijfers van DNB ter zake blijkt, dat het beroep van de sector gezinnen en bedrijven uit hoofde van obligaties op de binnenlandse kapitaalmarkt in de periode 1981-1984 negatief was. In deze periode werd derhalve meer afgelost dan aan nieuwe leningen geplaatst. Eerst in 1985 is weer sprake van een netto-positief beroep.

Tabel 3.10 Beroep op de binnenlandse obligatiemarkt, 1976-1985 (mln. glds.)

1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
478	776	407	260	437	-115	-201	-484	-578	-372

Bron: DNB, jaarverslag 1986, tabel 7 van de statistische bijlage.

Uitgaande van de gepresenteerde cijfers trekken we de voorzichtige conclusie, dat in de periode 1981-1984 het bedrijfsleven - en dan met name de grote bedrijven die rechtstreeks op de openbare kapitaalmarkt kunnen emitteren - de toegenomen financiële ruimte heeft benut voor het aflossen van oude, hoogrentende leningen. Het netto beroep in 1985 wijst erop dat bij bepaalde bedrijven dit herstructureringsproces is voltooid en nieuwe investeringen uit externe middelen moeten worden gefinancierd. Deze ontwikkeling onderstreept dat, ondanks het feit dat de sector bedrijven in zijn geheel een financieringsoverschot heeft, bij bepaalde bedrijven zich nu al financieringstekorten voordoen.

### 3.4.4 Conclusies

In de periode tot aan 1982 is sprake geweest van een langdurig ongunstig beursklimaat. De verbetering van de rendementspositie van het bedrijfsleven is tot uitdrukking gekomen in een verbetering van het beursklimaat. Hierdoor konden rendabele bedrijven hun beroep op directe externe financiering substantieel laten toenemen. Vooral in 1985 was sprake van een grote emissie-activiteit, waarbij het aandeel van de financiële sector, in het bijzonder de banken, groot was.

Door de verbetering van het beursklimaat kunnen grote, rendabele ondernemingen gemakkelijker eigen vermogen aantrekken. Zij worden hierdoor minder afhankelijk van financiële instellingen. Voor de categorie ter beurze genoteerde ondernemingen verwachten wij op korte en middellange termijn geen problemen in de financiële sfeer indien het economisch herstel zich kan handhaven. Het kwantitatieve belang van directe externe financiering voor de economie in haar geheel is echter beperkt. Ook de toegenomen vraag naar vreemd vermogen bij het bankwezen wijst in deze richting.

De vermogensstromen lopen in hoofdzaak via financiële intermediairs.

De openbare aandelenmarkt is voor kleine ondernemingen zeer moeilijk toegankelijk. De parallelmarkt is voor het goed functioneren van het financiële systeem van groot belang. Vooral de relatief kleine expanderende bedrijven kunnen via deze markt risicodragend vermogen aantrekken. Opdat deze markt in de toekomst optimaal kan blijven functioneren, is een verantwoord gedrag van de marktpartijen, in die zin dat ongewenste, speculatieve prijsschokken voorkomen kunnen worden, noodzakelijk.

De obligatiemarkt kent na een aantal jaren van netto aflossingen in 1985 een positief beroep. Dit wijst erop dat de behoefte aan vreemd vermogen na een periode van financiële herstructurering toegenomen is.



## AANGEHAALDE LITERATUUR

Adviescommissie inzake de Voortgang van het Industriebeleid, *Verslag van werkzaamheden, 2, juli 1982 - januari 1983*; 's-Gravenhage, 1983.

Appels, A., *Political Economy and Enterprise Subsidies*; Tilburg University Press, Tilburg, 1986.

Bank for International Settlements, *Recent innovations in international Banking*; Basle, april 1986.

Bank Mees & Hope N.V., *Beleggingsbeleid institutionele beleggers in jongste verleden en naaste toekomst, enquête 1983*; Amsterdam, 1984.

Berg, Th.J.J.M. van den, *Vermogensverhoudingen en rentabiliteit in de groothandel*; Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf, Zoetermeer, november 1985.

Brigham, E.F., *Financial Management, Theory and Practice*; 3rd. Edition, Holt Saunders International Editions, 1982.

Centraal Bureau voor de Statistiek,

- *Maandstatistiek Financiewezen*, diverse jaargangen;
- *Statistiek van balans en resultatenrekening, Beurs-NV's 1983*;
- *Statistiek Financiën van Ondernemingen Nijverheid 1982*, voorlopige uitkomsten 1984;
- *Statistiek Financiën van Ondernemingen Handel 1983*;
- *Statistiek Financiën van ondernemingen 1977-1984, balansen en resultatenrekeningen*, ongedateerd.

Centraal Planbureau

- *De Nederlandse Economie op langere termijn*; Werkdocument 1, 's-Gravenhage, 1985;
- *Centraal Economisch Plan 1986*, waarin opgenomen *De Nederlandse Economie in 1990*; Staatsuitgeverij, 's-Gravenhage, 1986.

Cnossen, S. 'Hervorming van de Vennootschapsbelasting'; *ESB*, jaargang 68, 20-7-1983.

Commissie voor ontwikkelingsproblematiek van bedrijven (COB/SER), *Risicodragend Vermogen in Nederland*; SER, 's-Gravenhage, 1985 (a).

Commissie voor ontwikkelingsproblematiek van bedrijven (COB/SER), *Invoeringsmogelijkheden van stimuleringsmaatregelen voor risicodragend vermogen*; SER, 's-Gravenhage, 1985 (b).

Derksen, J.B.D., 'Welke zijn de vooruitzichten, wenselijkheden en mogelijkheden om, vooral met het oog op de toekomstige investeringstaken waarvoor ons land zich ziet gesteld, te komen tot een verhoging van de nationale spaarquote'; *Verhoging van de Nationale Spaarquote*, Preadviezen voor de Vereniging voor de Staatshuishoudkunde, Martinus Nijhoff, 's-Gravenhage, 1967.

Dewall, F.A. von, 'Beperkte Monetaire Dijkbewaking'; *Bank- en Effectenbedrijf*, jaargang 36, nr. 308, april 1986.

Dierick, A.M. en Van Lange, J.H.P.M., 'Monetaire teugels strakker aangehaald'; *ESB*, jaargang 71, 12-3-1986.

Domson, E., *Financing the Smaller Company; Long Range Planning, Volume II*, december 1978.

Duffhues, P.J.W., J. van der Hilst en G.H. de Marez Oyens, *Overheids- en marktfaciliteiten met betrekking tot ondernemingsfinanciering*; NIVRA-geschrift, nr. 35, oktober 1984.

Dussen, J.W., van der, 'Beleggingen voor oudedagsvoorzieningen'; *Financiering en Belegging, Stand van zaken anno 1983*, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1984.

Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf, *Balanspositie 1984, een beeld van de financiële verhoudingen ultimo 1984 binnen 58 branches, bedrijfstypen*; Zoetermeer, december 1985.

Eijgenhuijsen, H.G., J. Koelewijn, H. Visser, *Groeibelemerende factoren en de rol van financiële instellingen bij de financiering van investeringen*; onderzoeksrapport in opdracht van de WRR, Vrije Universiteit, Onderzoekgroep Financiële Instellingen en Markten, Amsterdam, 28 februari 1987.

Eijgenhuijsen, H.G., J.G.J.F. Oudejans en G. Rietkerk, 'Aandelenopties voor management en personeel sterk in opkomst'; *De Naamlooze vennootschap*, jaargang 65, nr. 1, januari/februari 1987.

Eizenga, W., 'De spaarder en het koninkrijk der hemelen'; *ESB*, jaargang 70, nr. 3506, 22-5-1985.

Faber, H.H. en F.A. von Dewall, *De kanalisatie van besparingen naar de markt voor risicodragend vermogen*; Inleiding voor de conferentie 'Pensioenen en Besparingen', Garderen, april 1985.

Flentrop, P., 'Banken op zoek naar hogere rentewinsten'; *Intermediair*, jaargang 21, nr. 18, 11 mei 1985.

Geertsema, J.H., *Funding: fundamenten voor een financieringsstrategie*; Nibe-publicatie, nr. 51, Amsterdam, 1985.

Hart, J.J. 't, en drs. E.E. van Laer, *Totale rendementsindices voor de Nederlandse kapitaalmarkten*; Rotterdamse Monetaire Studies, nr. 17, 1984.

Hindley, B. (Ed.), *State investment companies in Western Europe*; The Macmillan Press, London 1983.

Jong, H.W. de, 'De maatschappij voor industriële projecten: voortrekkers voor het industriële herstel?'; *ESB*, jaargang 67, nr. 3363, 14 juni 1982.

Koelewijn, J., 'Recente ontwikkelingen op de markt voor risicodragend vermogen: Resultaten en (te verwachten) knelpunten'; *De Naamlooze vennootschap*, jaargang 65, nr. 1, januari/februari 1987.

Loo, P.D. van, *De beleggingen van pensioenfondsen*; Rotterdamse Monetaire Studies, nr. 13, 1984 (a).

Loo, P.D. van, 'De hoogte van de kapitaalmarktrente'; *Maandschrift Economie*, jaargang 48, nr. 2, 1984 (b).

Loo, P.D. van, 'De invloed van de vermogensstructuur van ondernemingen op de kredietverlening'; *Financiering en belegging, Stand van zaken anno 1985*, blz. 57-78, ook verschenen als DNB reprint nummer 139.

Meys, Th.A.J., 'Een ander decor voor banken en bedrijven'; *Bank- en Effectenbedrijf*, jaargang 34, nr. 1, januari 1985.

Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, *Demografische ontwikkelingen in macro-economisch perspectief*; nota nr. 84 10 129, 's-Gravenhage, 1984.

Munnell, A.H., *The economics of private pensions*; The Brookings Institution, Washington D.C., 1982.

Nationale Investeringsbank, *Jaarverslag 1985*; 's-Gravenhage, 1986.

Nederlandse Bank N.V., De  
- *Jaarverslagen 1975, 1980 t/m 1986*, Kluwer, Deventer;  
- *Kwartaalbericht*, maart 1985, Kluwer, Deventer.

Paverd, P.A. van de, *De beleggingspolitiek van institutionele beleggers onder andere ten aanzien van risicodragend vermogen*; Nibe-publicatie, nr. 42, 1982.

Project Industriële Innovatie, *Conclusies en aanbevelingen ter bevordering van jonge innovatieve bedrijven op basis van Pii-a-ervaringen*; Apeldoorn, december 1984.

Raad van de Centrale Ondernemersorganisaties, *Start en Vernieuwing, Economisch herstel van het bedrijfsleven*; 's-Gravenhage, juli 1982.

Raad voor het Midden- en Kleinbedrijf,  
- *Continuïteit en BV (Advies)*, 's-Gravenhage, 1986 (a);  
- *Rapport Strategische Oriëntatie in de Kleinindustrie in Nederland en België*, 's-Gravenhage, Brussel, 1986 (b);  
- *Verslag 1985*, 's-Gravenhage, 1986 (c);  
- *Voorjaarsnota 1986*, 's-Gravenhage, 1986 (d).

Ridder, W.J. de, *De kapitaalverschaffing gekwantificeerd*; SMO-boek, 's-Gravenhage, september 1984 (a).

Ridder, W.J. de, 'Overheidsstimulering van risicokapitaal; Noodzaak Ideologie en Marktbeïnvloeding'; *Financiering en Belegging, Stand van zaken anno 1984*, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1984 (b).

Rietkerk, G., 'De verschaffing van risicodragend vermogen onder de garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen'; *MAB*, jaargang 57, nr. 1, 1983.

Rijnvos, C.J., 'Normering van bancaire deelnemingen'; *ESB*, jaargang 65, nr. 3277, 22-10-1980.

Ryck, K. de, 'Probleemsituering - rol en belangrijkheid van de institutionele beleggers in een aantal landen'; *Revue de la Banque*, cahier 14, september 1981.

Schonis, H.M.N., *Fiscale aspecten van risicokapitaal*; FED, Deventer, 1985.

Straaten, A.J. van, *De passief-financiering van het bankwezen*; Nibe-publicatie, nr. 51, 1985.

Straaten, H.C. van, 'Kanttekeningen bij de winstgevendheid van de zakelijke kredietverlening door spaarbanken'; *De Spaarbank*, jaargang 64, juli/aug. 1985.

Tamari, M., 'The financial structure of the small firm - an international comparison of corporate accounts in the U.S.A., France, U.K., Israël and Japan'; *American Journal of Small Business*, volume IV, number 4, Spring (April-June) 1980.

Vanlommel, E. en B. de Brabander, 'Verschillen in financiële structuur en resultaten tussen Vlaamse, Waalse en Brusselse Industriële Ondernemingen'; *Economisch en Sociaal Tijdschrift, Univ.Fa.St. Ignatius*, Antwerpen, 1977, nr. 4.

Verbond van Nederlandse Ondernemingen, *Vinger aan de pols*; 's-Gravenhage/Rotterdam, 1985.

Visser, H., *Monetaire theorie*; 2e dr., H.E. Stenfert Kroese, Leiden en Antwerpen, 1980.

Walle, F.L.I. van de, *Interest paid and interest received by Netherlands industry*; DNB-reprint, nr. 116, (Kwartaalbericht 1983-3).

WRR, *Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie*; Rapport aan de Regering nr. 18, 's-Gravenhage, Staatsuitgeverij, 1980.

Wolff, H.W., 'De nieuwe kredietregeling MKB 1985'; *Bank- en Effectenbedrijf*, jaargang 34, nr. 8/9, september 1985.

Wijffels, H.H.F., *De gezinsbesparingen en het bankwezen*; Nibe-publicatie, nr. 51, 1985.

Wijst, D. van der, 'Ontwikkelingen in vermogensverhoudingen'; *Pecunia*, jaargang 1, nr. 1, 1986.

Wytzes, H.C., *Financiële instellingen en markten*; H.E. Stenfert Kroese, Leiden en Antwerpen, 1978.

Zwan, A. van der, 'Investeren, rendement en werkgelegenheid: een micro-economische benadering'; *ESB*, jaargang 69, nr. 3439, 18-1-1984.

Zwanenburg, W.C., 'Recente ontwikkelingen op internationale financiële markten'; *Bank- en Effectenbedrijf*, jaargang 35, nummer 1, april 1986.

#### **Kamerstukken:**

Rijksbegroting voor het jaar 1985, Tweede Kamer, zitting 1984-1985, 18 600, nr. 1.

Rijksbegroting voor het jaar 1986, Tweede Kamer, zitting 1985-1986, 19 200, nr. 1.

Ministerie van Economische Zaken, Begroting van uitgaven, Tweede Kamer, zitting 1986-1987, 19 200, hoofdstuk IXB, nr. 3.

Ministerie van Financiën, Begroting van uitgaven, Tweede Kamer, zitting 1986-1987, 19 200, hoofdstuk XIII, nr. 3.

Fonds Investerings Rekening, Begroting 1986, Tweede Kamer, zitting 1986-1987, 19 700, hoofdstuk K, nrs. 1-3.

## **BIJLAGE 1 Lijst van afkortingen**

<b>ABP</b>	<b>Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds</b>
<b>CBS</b>	<b>Centraal Bureau voor de Statistiek</b>
<b>CEP</b>	<b>Centraal Economisch Plan</b>
<b>CD</b>	<b>Certificate of Deposit</b>
<b>COB</b>	<b>Centrum Onderzoek Bedrijven</b>
<b>CPB</b>	<b>Centraal Plan Bureau</b>
<b>DNB</b>	<b>De Nederlandsche Bank</b>
<b>EIM</b>	<b>Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf</b>
<b>ESB</b>	<b>Economisch Statistische Berichten</b>
<b>EV</b>	<b>Eigen Vermogen</b>
<b>EZ</b>	<b>Ministerie van Economische Zaken</b>
<b>FD</b>	<b>Financieel Dagblad</b>
<b>IB-ers</b>	<b>Institutionele Beleggers</b>
<b>MIP</b>	<b>Maatschappij voor Industriële Projecten</b>
<b>MKB</b>	<b>Midden- en Kleinbedrijf</b>
<b>NIB</b>	<b>Nationale Investeringsbank</b>
<b>NNI</b>	<b>Netto Nationaal Inkomen</b>
<b>NNP</b>	<b>Netto Nationaal Produkt</b>
<b>NPM</b>	<b>Nederlandse Participatie Maatschappij</b>
<b>PPM</b>	<b>Particuliere Participatie Maatschappij</b>
<b>RMKB</b>	<b>Raad voor het Midden- en Kleinbedrijf</b>
<b>ROM</b>	<b>Regionale Ontwikkelings Maatschappij</b>
<b>SER</b>	<b>Sociaal-Economische Raad</b>
<b>SMO</b>	<b>Stichting Maatschappij en Onderneming</b>
<b>SOZawe</b>	<b>Ministerie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid</b>
<b>TNO</b>	<b>Nederlandse Organisatie voor toegepast Natuurwetenschappelijk Onderzoek</b>
<b>VV</b>	<b>Vreemd Vermogen</b>
<b>WIR</b>	<b>Wet op de Investerings Rekening</b>



In de reeks 'Voorstudies en achtergronden' van de WRR zijn tot nu toe verschenen:

In de eerste raadsperiode:

- V 1. W.A.W. van Walstijn e.a.: Kansen op onderwijs; een literatuurstudie over ongelijkheid in het Nederlandse onderwijs (1975)\*
- V 2. I.J. Schoonenboom en H.M. In 't Veld-Langeveld: De emancipatie van de vrouw (1976)\*
- V 3. G.R. Mustert: Van dubbeltjes en kwartjes: een literatuurstudie over ongelijkheid in de Nederlandse inkomensverdeling (1976)\*
- V 4. IVA/Instituut voor Sociaal-Wetenschappelijk Onderzoek van de Katholieke Hogeschool Tilburg: De verdeling en de waardering van arbeid; een studie over ongelijkheid in het arbeidsbestel (1976)\*
- V 5. 'Adviseren aan de overheid', met bijdragen van economische, juridische en politicologische bestuurskundigen (1977)\*
- V 6. Verslag Eerste Raadsperiode: 1972-1977\*

In de tweede raadsperiode:

- V 7. J.J.C. Voorhoeve: Internationale macht en interne autonomie - Een verkenning van de Nederlandse situatie (1978)\*
- V 8. W.M. de Jong: Techniek en wetenschap als basis voor industriële innovatie - Verslag van een reeks van interviews (1978)\*
- V 9. R. Gerritse/Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven: De publieke sector: ontwikkeling en waardevorming - Een vooronderzoek (1979)\*
- V10. Vakgroep Planning en Beleid/Sociologisch Instituut Rijksuniversiteit Utrecht: Konsumptieverandering in maatschappelijk perspectief (1979)\*
- V11. R. Penninx: Naar een algemeen etnisch minderhedenbeleid? Opgenomen in rapport nr. 17 (1979)
- V12. De quataire sector - Maatschappelijke behoeften en werkgelegenheid - Verslag van een werkconferentie (1979)
- V13. W. Driehuis en P.J. van den Noord: Produktie, werkgelegenheid en sectorstructuur in Nederland 1960-1985  
Modelstudie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V14. S.K. Kuipers, J. Muysken, D.J. van den Berg en A.H. van Zon:  
Sectorstructuur en economische groei: een eenvoudig groeimodel met zes sectoren van de Nederlandse economie in de periode na de tweede wereldoorlog. Modelstudie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V15. F. Muller, P.J.J. Lesuis en N.M. Boxhoorn: Een multisectormodel voor de Nederlandse economie in 23 bedrijfstakken  
F. Muller: Veranderingen in de sectorstructuur van de Nederlandse industrie (1980)
- V16. A.B.T.M. van Schaik: Arbeidsplaatsen, bezettingsgraad en werkgelegenheid in dertien bedrijfstakken  
Modelstudie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*

\* Uitverkocht

- V17. A.J. Basoski, A. Budd, A. Kalff, L.B.M. Mennes, F. Racké en J.C. Ramaer: Exportbeleid en sectorstructuurbeleid  
Pre-adviezen bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V18. J.J. van Duijn, M.J. Ellman, C.A. de Feyter, C. Inja, H.W. de Jong, M.L. Mogendorff en P. VerLoren van Themaat: Sectorstructuurbeleid: mogelijkheden en beperkingen  
Pre-adviezen bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V19. C.P.A. Bartels: Regio's aan het werk: ontwikkelingen in de ruimtelijke spreiding van economische activiteiten in Nederland  
Studie bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V20. M.Th. Brouwer, W. Driehuis, K.A. Koekoek, J. Kol, L.B.M. Mennes, P.J. van den Noord, D. Sinke, K. Vijlbrief en J.C. van Ours: Raming van de finale bestedingen en enkele andere grootheden in Nederland in 1985  
Technische nota's bij het rapport Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
- V21. J.A.H. Bron: Arbeidsaanbod-projecties 1980-2000 (1980)\*
- V22. P. Thoenes, R.J. In 't Veld, I.Th.M. Snellen, A. Faludi: Benaderingen van planning Vier pre-adviezen over beleidsvorming in het openbaar bestuur (1980)\*
- V23. Beleid en toekomst  
Verslag van een symposium over het rapport Beleidsgerichte toekomstverkenning deel 1 (1981)
- V24. L.J. van den Bosch, G. van Enckevort, Ria Jaarsma, D.B.P. Kallen, P.N. Karstanje, K.B. Koster: Educatie en welzijn (1981)\*
- V25. J.C. van Ours, D. Hamersma, G. Hupkes, P.H. Admiraal: Consumptiebeleid voor de werkgelegenheid  
Pre-adviezen bij het rapport Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1982)
- V26. J.C. van Ours, C. Molenaar, J.A.M. Heijke: De wisselwerking tussen schaarsteverhoudingen en beloningsstructuur  
Pre-adviezen bij het rapport Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1982)
- V27. A.A. van Duijn, W.H.C. Kerkhoff, L.U. de Sitter, Ch.J. de Wolff, F. Sturmans: Kwaliteit van de arbeid  
Pre-adviezen bij het rapport Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1982)
- V28. J.G. Lambooy, P.C.M. Huigsloot en R.E. van de Lustgraaf: Greep op de stad? Een institutionele visie op stedelijke ontwikkeling en de beïnvloedbaarheid daarvan (1982)\*
- V29. J.C. Hess, F. Wielenga: Duitsland in de Nederlandse pers - altijd een probleem? Drie dagbladen over de Bondsrepubliek 1969-1980 (1982)
- V30. C.W.A.M. van Paridon, E.K. Greup, A. Ketting: De handelsbetrekkingen tussen Nederland en de Bondsrepubliek Duitsland (1982)
- V31. W.A. Smit, G.W.M. Tiemessen, R. Geerts: Ahaus, Lingen en Kalkar; Duitse nucleaire installaties en de gevolgen voor Nederland (1983)
- V32. J.H. von Eije: Geldstromen en inkomensverdeling in de verzorgingsstaat (1982)
- V33. Verslag van de tweede Raadsperiode 1978-1982
- V34. P. den Hoed, W.G.M. Salet en H. van der Sluijs: Planning als onderneming (1983)
- V35. H.F. Munneke e.a.: Organen en rechtspersonen rondom de centrale overheid (1983); 2 delen

\* Uitverkocht



- V36. M.C. Brands, H.J.G. Beunders, H.H. Selier: Denkend aan Duitsland; Een essay over moderne Duitse geschiedenis en enige hoofdstukken over de Nederlands-Duitse betrekkingen in de jaren zeventig (1983)
- V37. L.G. Gerrichhauzen: Woningcorporaties; Een beleidsanalyse (1983)
- V38. J. Kassies: Notities over een heroriëntatie van het kunstbeleid (1983)
- V39. Leo Jansen: Sociocratische tendenties in West-Europa (1983)

In de derde raadsperiode:

- V40. G.J. van Driel, C. van Ravenzwaaij, J. Spronk en F.R. Veeneklaas: Grenzen en mogelijkheden van het economisch stelsel in Nederland (1983)
- V41. Adviesorganen in de politieke besluitvorming. Symposiumverslag onder redactie van A.Th. van Delden en J. Kooiman (1983)
- V42. E.W. van Luijk, R.J. de Bruijn: Vrijwilligerswerk tussen betaald en huishoudelijk werk; een verkennende studie op basis van een enquête (1984)
- V43. Planning en beleid; verslag van een symposium over de studie Planning als onderneming (1984)
- V44. W.J. van der Weijden, H. van der Wal, H.J. de Graaf, N.A. van Brussel, W.J. ter Keurs: Bouwstenen voor een geïntegreerde landbouw (1984)\*
- V45. J.F. Vos, P. de Koning, S. Blom: Onderwijs op de tweesprong; over de inrichting van basisvorming in de eerste fase van het voortgezet onderwijs (1985)\*
- V46. G. Meester, D. Strijker, Het Europese landbouwbeleid voorbij de scheidslijn van zelfvoorziening (1985)
- V47. J. Pelkmans: De interne EG-markt voor industriële produkten (1985)
- V48. J.J. Feenstra, K.J.M. Mortelmans: Gedifferentieerde integratie en Gemeenschapsrecht: institutioneel- en materieelrechtelijke aspecten (1985)
- V49. T.H.A. van der Voort, M. Beishuizen: Massamedia en basisvorming (1986)
- V50. C.A. Adriaansens, H. Priemus: Marges van volkshuisvestingsbeleid (1986)
- V51. E.F.L. Smeets, Th.J.N.N. Buis: Leraren over de eerste fase van het voortgezet onderwijs (1986)
- V52. J. Moonen: Toepassing van computersystemen in het onderwijs (1986)
- V53. A.L. Heinink (red.), H. Riddersma, J. Braaksma: Basisvorming in het buitenland (1986)
- V54. Zelfstandige bestuursorganen; verslag van de studiedag op 12 november 1985 (1986)
- V55. Europese integratie in beweging; verslag van een conferentie, gehouden op 16 mei 1986 (1986)
- V56. C. de Klein, J. Collaris Sociale ziektekostenverzekeringen in Europees perspectief (1987)
- V57. R.M.A. Jansweijer; Private leefvormen, publieke gevolgen; naar een overheidsbeleid met betrekking tot individualisering (1987)
- V58. De ongelijke verdeling van gezondheid; verslag van een conferentie gehouden op 16-17 maart 1987 (1987)
- V59. W.G.M. Salet: Ordening en sturing in het volkshuisvestingsbeleid (1987)

\* Uitverkocht

De serie 'Voorstudies en achtergronden mediabeleid' bestaat uit de volgende delen:

- M 1. J.M. de Meij: Overheid en uitingsvrijheid (1982)
- M 2. E.H. Hollander: Kleinschalige massacommunicatie: lokale omroepvormen in West-Europa (1982)
- M 3. L.J. Heinsman/NOS: De kulturele betekenis van de instroom van buitenlandse televisieprogramma's in Nederland - Een literatuurstudie (1982)
- M 4. L.P.H. Schoonderwoerd, W.P. Knulst/Sociaal en Cultureel Planbureau: Mediagebruik bij verruiming van het aanbod (1982)
- M 5. N. Boerma, J.J. van Cuilenburg, E. Diemer, J.J. Oostenbrink, J. van Putten: De omroep: wet en beleid; een juridisch-politicologische evaluatie van de omroepwet (1982)\*
- M 6. Intomart b.v.: Etherpiraten in Nederland (1982)\*
- M 7. P.J. Kalff/Instituut voor Grafische Techniek TNO: Nieuwe technieken voor productie en distributie van dagbladen en tijdschriften (1982)
- M 8. J.J. van Cuilenburg, D. McQuail: Media en pluriformiteit; Een beoordeling van de stand van zaken (1982)\*
- M 9. K.J. Alsem, M.A. Boorsma, G.J. van Helden, J.C. Hoekstra, P.S.H. Leeflang, H.H.M. Visser: De aanbodstructuur van de periodiek verschijnende pers in Nederland (1982)
- M10. W.P. Knulst/Sociaal en Cultureel Planbureau: Mediabeleid en cultuurbeleid; Een studie over de samenhang tussen de twee beleidsvelden (1982)\*
- M11. A.P. Bolle: Het gebruik van glasvezelkabel in lokale telecommunicatienetten (1982)
- M12. P. te Nuyl: Structuur en ontwikkeling van vraag en aanbod op de markt voor televisieproducties (1982)\*
- M13. P.J.M. Wilms/Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven: Horen, zien en betalen; Een inventariserende studie naar de toekomstige kosten en bekostiging van de omroep (1982)
- M14. W.M. de Jong: Informatietechniek in beweging; consequenties en mogelijkheden voor Nederland (1982)\*
- M15. J.C. van Ours: Mediaconsumptie; Een analyse van het verleden, een verkenning van de toekomst (1982)
- M16. J.G. Stappers, A.D. Reijnders, W.A.J. Möller: De werking van massa-media; Een overzicht van inzichten (1983)\*
- M17. F.J. Schrijver: De invoering van kabeltelevisie in Nederland (1983)

\* Uitverkocht

De Raad heeft tot nu toe de volgende Rapporten aan de Regering uitgebracht:

In de eerste Raadsperiode:

1. Europese Unie
2. Structuur van de Nederlandse economie
3. Energiebeleid  
Gebundeld in één publikatie (1974)\*
4. Milieubeleid (1974)\*
5. Bevolkingsgroei (1974)\*
6. De organisatie van het openbaar bestuur (1975)\*
7. Buitenlandse invloeden op Nederland: Internationale migratie (1976)\*
8. Buitenlandse invloeden op Nederland:  
Beschikbaarheid van wetenschappelijke en technische kennis (1976)\*
9. Commentaar op de Discussienota Sectorraden (1976)\*
10. Commentaar op de nota Contouren van een toekomstig onderwijsbestel (1976)\*
11. Overzicht externe adviesorganen van de centrale overheid (1976)\*
12. Externe adviesorganen van de centrale overheid (1977)
13. Maken wij er werk van?  
Verkenningen omtrent de verhouding tussen actieven en niet-actieven (1977)\*
14. Interne adviesorganen van de centrale overheid (1977)\*
15. De komende vijftientig jaar - Een toekomstverkenning voor Nederland (1977)
16. Over sociale ongelijkheid - Een beleidsgerichte probleemverkenning (1977)\*

In de tweede raadsperiode:

17. Etnische minderheden (1979)\*
  - A. Rapport aan de Regering
  - B. Naar een algemeen etnisch minderhedenbeleid?
18. Plaats een toekomst van de Nederlandse industrie (1980)\*
19. Beleidsgerichte toekomstverkenning  
Deel 1: Een poging tot uitlokking (1980)\*
20. Democratie en geweld  
Problemanalyse naar aanleiding van de gebeurtenissen in Amsterdam op 30 april 1980
21. Vernieuwingen in het arbeidsbestel (1981)\*
22. Herwaardering van welzijnsbeleid (1982)
23. Onder invloed van Duitsland  
Een onderzoek naar gevoeligheid en kwetsbaarheid in de betrekkingen tussen Nederland en de Bondsrepubliek (1982)
24. Samenhangend mediabeleid (1982)

In de derde raadsperiode:

25. Beleidsgerichte toekomstverkenning  
Deel 2: Een verruiming van perspectief (1983)
26. Waarborgen voor zekerheid  
Een nieuw stelsel van sociale zekerheid in hoofdlijnen (1985)
27. Basisvorming in het onderwijs (1986)
28. De onvoltooide Europese integratie (1986)
29. Ruimte voor groei; kansen en bedreigingen voor de Nederlandse economie in de komende tien jaar (1987)
30. Op maat van het midden- en kleinbedrijf (1987)  
Deel 1: Rapport aan de Regering; Deel 2: Preadviezen
31. Cultuur zonder grenzen (1987)

\* Uitverkocht

Rapporten aan de Regering en publikaties in de reeks "*Voorstudies en achtergronden*" zijn verkrijgbaar via de Staatsuitgeverij, Christoffel Plantijnstraat 2, Postbus 20014, 2500 EA 's-Gravenhage, tel. 070-789911 of in de boekhandel.

