

# De Garantierегeling ppm overbodig

De Garantierегeling particuliere participatie maatschappijen 1981 is in 1981 door de overheid ingesteld om de vermogensstructuur van startende, kleine en middelgrote ondernemingen te verbeteren. De regeling garandeert – onder bepaalde voorwaarden – dat 50% van het verlies dat door een participatiemaatschappij op een deelneming wordt geleden, door de overheid wordt vergoed. Hiermee werd beoogd een 'klimaatverbetering' te bereiken op het punt van de 'venture capital'-verschaffing in Nederland. Naar Amerikaans gebruik is sprake van 'venture capital' wanneer het gaat om tijdelijke vermogensverschaffing met een meer dan normaal risico-element. Daarbij is belangrijk dat 'venture capital' niet alleen een pot met geld is die bij de deelneming naar binnen wordt geschoven, maar dat actieve begeleiding van de onderneming door de participatiemaatschappij die erin deelneemt, onlosmakelijk met de kapitaalverschaffing is verbonden. Deze ondersteuning vormt het belangrijkste onderscheid met 'gewoon' aandelenbezit. Juist vanwege het hoge risico is een actieve bemoeienis door de 'venture capital'-verschaffer vaak onontbeerlijk voor het behalen van succes.

Onder de garantierегeling vallen alleen officiële particuliere participatiemaatschappijen (ppm's). Een participatiemaatschappij kan de officiële status verkrijgen wanneer zij aan bepaalde voorwaarden voldoet. Deze voorwaarden zijn er voornamelijk opgericht misbruik te voorkomen (zo mag er bij voorbeeld geen sprake zijn van een zakelijk verband tussen de participatiemaatschappij en de deelneming). Andere restricties dwingen de participatiemaatschappij zich uitsluitend te richten op het verbeteren van de vermogensstructuur van kleine en middelgrote ondernemingen: er mag alleen gefinancierd worden door nieuw geëmitteerde aandelen of converteerbare obligaties te nemen van bedrijven met minder dan 200 werknemers, en dan met bedragen niet groter dan f 4 miljoen. Daarmee beschikt de overheid over een controle-middel om de vermogensverschaffing min of meer in de richting van haar doelstelling te sturen.

In dit artikel wordt op basis van een analyse van 95% van het in venture capital belegde vermogen in Nederland

bezien in hoeverre de oorspronkelijke doelstelling van de Garantierегeling ppm 1981, te weten verbetering van de solvabiliteit van het Nederlandse bedrijfsleven, in 1988 nog wel actueel is<sup>1</sup>.

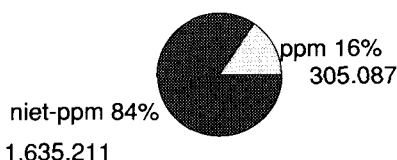
## Het aanbod van venture capital

Na 1981 hebben vooral veel banken en institutionele beleggers een ppm opgericht. Gezamenlijk hebben deze instellingen ruim f 300 miljoen geïnvesteerd<sup>2</sup>. De hoogte van dit bedrag valt, ook volgens de overheid, tegen. In het evaluatierapport van 1986 lezen we dat eigenlijk een niveau van f 100 miljoen op jaarbasis werd verwacht<sup>3</sup>.

Dit bedrag valt helemaal in het niet wanneer we het relateren aan het niet onder de garantierегeling uitstaande 'venture capital' (f 1,6 mrd.). In het kielzog van de ppm's zijn namelijk vele andere instellingen zich gaan toeleggen op de verschaffing van venture capital. Deze kozen echter niet voor de officiële status. Zij konden geen aanspraak maken op een eventuele verliescompensatie, maar hoefden ook niet te voldoen aan de in de garantierегeling gestelde restricties. We zullen deze participatiemaatschappijen aanduiden als de niet-ppm's.

In figuur 1 hebben we de door ppm's respectievelijk niet-ppm's in venture capital geïnvesteerde vermogens weergegeven. Slechts 16% van het totale geïnvesteerde vermogen staat uit onder de garantierегeling. Nederlandse venture-capitalisten schijnen anno 1988 de voorkeur te geven aan investeren zonder garantierегeling. De overheid verdedigt het bestaansrecht van de garantierегeling door te stellen dat de regeling ertoe heeft bijgedragen dat

Figuur 1. Geïnvesteerd vermogen in 'venture capital' door ppm's en niet-ppm's<sup>a</sup>



a. Totaal geïnvesteerd vermogen per 1 januari 1988: f 1.940.298.000.

zowel vragers naar als aanbieders van venture capital de ontwikkeling van een nieuw segment van de vermogensmarkt zijn gaan beseffen, zodat er nu in totaal toch f 1,9 miljard geïnvesteerd is. De regeling heeft volgens de overheid indirect dus wel voldaan aan haar doelstelling: het verbeteren van de vermogensstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven. Bij de analyse van de werking van de garantierегeling moet echter wel de algemene opleving van de economie na 1980 worden betrokken. Het is heel goed mogelijk dat de regeling onder andere omstandigheden anderssoortige effecten zou hebben gehad. Maar, ook al gunnen we de stelling van de overheid het voordeel van de twijfel, heeft de regeling, gezien haar beperkte invloed, dan toch niet haar beste tijd gehad? Vindt de verschaffing van venture capital niet gemakkelijker plaats zonder overheidsbemoeienis? En is er nog wel sprake van een door de garantierегeling geschapen 'gunstig klimaat'?

## Opvattingen over de regeling

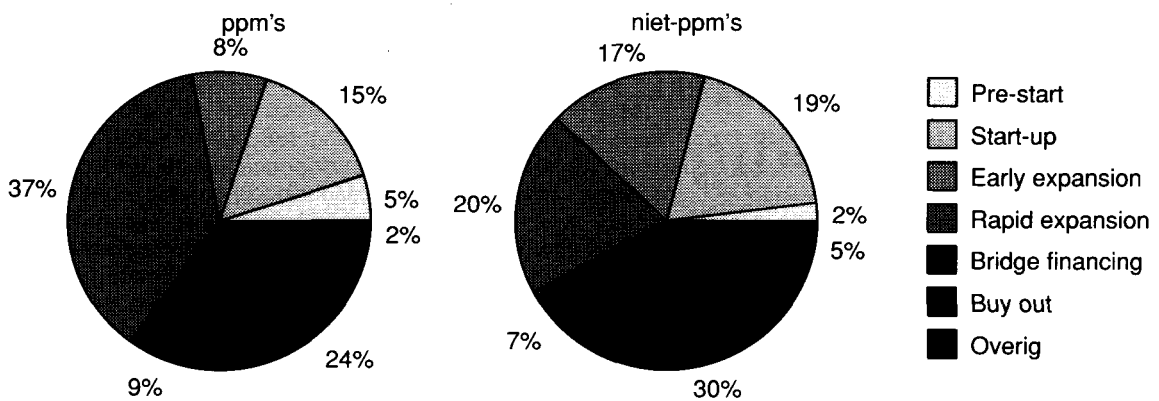
Tijdens ons onderzoek hebben we verschillende participatiemaatschappijen en de vraag voorgelegd wat zij vonden van de werking van de garantierегeling. Daarbij bleek dat er volgens veel venture-capitalisten te weinig stimulans uitgaat van een eventuele vergoeding achteraf. Al lijkt de vergoedingsregeling erg mooi, zij is geen reden voor extra participaties. Men gaat pas over tot investeren wanneer er een goede risico/rendementverhouding kan worden verwacht binnen het te financieren project. De regeling speelt hierbij geen rol in het beslissingsproces. Wat dit betreft zijn er parallellen met de onlangs afge-

1. Het onderzoek maakt deel uit van een uitgebreider onderzoek, waarbij 95% van het 'venture capital' in Nederland is onderzocht. Zie onder andere M.C. van Gelder en J.W.R. Schuit, *Venture capital: een kwestie vraag en aanbod*, in: J.W.M. Schaffers, H.K. Sperling, J. Spronk (red.), *Financiering en belegging; de stand van zaken*, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1986; M.C. van Gelder en J.W.R. Schuit, *Venture capital: afstemmen van vraag en aanbod, Bank- en Effectenbedrijf*, november 1985; M.C. van Gelder en J.W.R. Schuit, *Het bankwezen en venture capital; ontwikkeling van het investmentbank-concept, Bank- en Effectenbedrijf*, mei 1986; J.W.R. Schuit en D.G. van der Werf, *Beleggingsbeleid van de Nederlandse venture capitalist*, in: R. van Bommel e.a. (red.), *Financiering en belegging; de stand van zaken*, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1988; J.W.R. Schuit, *The internationalization process of the venture capital industry*, ECO-ZOEK, Maastricht, 1988.

2. Volgens opgave van de Nederlandsche Bank, april 1988.

3. Ministerie van Financiën, *Evaluatie garantierегeling PPM 1981*, Directie Financieringen, Afdeling financiering bedrijven, Den Haag, 1986.

Figuur 2. Verdeling deelnemingen naar ontwikkelingsstadia<sup>a</sup>



In tabel 1 en figuur 2 zijn bepaalde investeringen van de Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM) niet opgenomen in de groep 'niet-PPM'. Deze investeringen van de NPM beperken zich niet tot één stadium. De NPM participeert dikwijls voor onbepaalde tijd, waardoor de deelneming verscheidene stadia doorloopt. De NPM spreekt in deze gevallen liever over een 'going concern' dan over een deelneming. Het gaat hier om f 167.258.000 aan participaties. Wanneer we deze investeringen in de rubriek 'overig' zouden opnemen wordt het totale beeld sterk vertoebeld.

schaftte WIR-regeling. Een veel gehoorde kritiek daarbij was immers dat door de investeringsactiviteit van het bedrijfsleven door de WIR niet echt verhoogd werd. Een ondernemer investeert wanneer het in de ontwikkeling van zijn bedrijf past, en laat zich in het algemeen door een vergoeding niet verleiden tot het doen van aanzienlijke extra investeringen<sup>4</sup>.

De restricties, zoals deze gesteld worden in de regeling, worden door veel venture-capitalisten als belemmerend ervaren. Zo mag een ppm aan het einde van haar derde boekjaar niet meer dan 20 procent van haar activa geïnvesteerd hebben in één deelneming. De vermogensverschaffer zal hierdoor voor elke miljoen gulden die hij geïnvesteerd heeft in één deelneming, nog 4 miljoen gulden aan activa moeten hebben. Dit is voor een echte particuliere venture-capitalist, dus geen dochter van een kapitaalkrachtige moeder, een moeilijke opgave. Wat dit betreft lijkt de garantieregeling ontworpen te zijn voor banken en institutionele beleggers.

Een andere restrictie stelt dat alleen participaties mogen worden gedaan met nieuw geëmitteerde aandelen of converteerbare obligaties. Dit werd

door verschillende participatiemaatschappijen als zeer bezwaarlijk ervaren. De mogelijkheid om te investeren in een 'buy-out', waarbij het vaak gaat om overname van oude aandelen van het moederbedrijf, wordt hiermee uitgesloten (zie ook figuur 2).

Tegenover het feit dat participatiemaatschappijen de restricties te stringent vinden voor het doen van het overgrote deel van hun deelnemingen, voert de overheid aan dat er met de garantieregeling toch een specifieke vermogensvraag aan bod is gekomen<sup>5</sup>. Deze vraag zou zonder de regeling door de aarzende kapitaalmarkt niet zo gemakkelijk beantwoord zijn. Deze gedachte suggereert dat de ppm's investeren in riskantere projecten (starters of risicovolle bedrijfstakken) of dat zij lagere rendementseisen stellen dan hun collega's, de niet-ppm's. Ook dit aspect is in het onderzoek betrokken.

### Beleggen in riskante projecten

Onder de garantieregeling wordt de helft van de verliezen vergoed. Hierdoor wordt het 'down-side risk' partieel afgedekt. Desondanks lijken de ppm's

relatief niet méér dan de niet officiële participatiemaatschappijen te investeren in risicovolle deelnemingen, zoals bij voorbeeld startende ondernemingen (ondernemingen in de 'pre-start' of 'start-up'-fase). Hoewel de startende ondernemer tot de doelgroep behoort van de garantieregeling beleggen de ppm's hierin slechts 20 procent van het geïnvesteerde vermogen. De voorkeur van de ppm's gaat – ondanks de risicoreductie – uit naar de gevestigde ondernemingen, de ondernemingen met een goed, herkenbaar verleden. In tabel 1 en figuur 2 zijn de deelnemingen van de ppm's vergeleken met de kleine deelnemingen (minder dan f 4 miljoen) van de niet officiële participatiemaatschappijen. Daarbij hebben we de ontwikkeling van een onderneming onderverdeeld in zes verschillende stadia<sup>5</sup>.

Voor de relatief geringe deelname in startende bedrijven worden door de participatiemaatschappijen verschillende argumenten gegeven. Er zou, zo zegt men, niet veel vraag naar vermogen door nieuwe ondernemingen zijn. Voorts is men van mening dat er een gebrek is aan goede startende ondernemers met een solide ondernemingsplan. Dit zou worden verklaard door het ontbreken van een echte ondernemerscultuur in Nederland. Het verlies aan sociale zekerheden voor een bij een groot bedrijf werkzame manager zou te groot zijn om de stap naar een eigen bedrijf te maken. Daarnaast zijn de participatiemaatschappijen niet zeker van de mogelijkheid om een deelneming in

Tabel 1. Deelnemingen van ppm's vergeleken met die van niet-ppm's naar ontwikkelingsstadium van de ondernemingen waarin wordt deelgenomen, in f x1.000

	Ppm	Niet-ppm	Totaal
Pre-start	15.613	14.383	19.996
Start-up	46.993	114.211	161.204
Early expansion	24.517	105.648	130.165
Rapid expansion	112.866	119.141	232.007
Bridge financing	27.332	44.973	72.305
Buy-outs	72.236	182.404	254.640
Overig	5.530	27.646	33.176
Totaal	305.087	608.406	913.493

4. R. Robeins, Grote ondernemers hoeven geen WIR, *FEM*, nr.5, 1988.

5. De gebruikte definiëring van deze stadia is ontleend aan: US Congres, *Venture capital, a study prepared for the use of the Joint Economic Committee*, US Government Printing Office, Washington DC, 1985.

een (kleine) onderneming tijdig weer van de hand te kunnen doen. Het per definitie tijdelijke karakter van de participatie kan immers dwingen tot afstoting. (Bij het op dit moment ontbreken van een voldoende liquide markt in tweedehands participaties kan aan dit argument een zekere kern van juistheid niet worden ontkend). Ten slotte zou er, volgens dr. E. Elbertse, de voorzitter van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, weinig vraag vanuit de hoek van de startende onderneming zijn omdat deze groep voor haar financiering terecht kan bij familie en bekenden (de 'tante Agaath'-gedachte). In dat geval zou de garantieregeling in hebben willen spelen op een niet bestaande behoefte. Het zou nuttig zijn dit nader te onderzoeken.

Ppm's investeren dus niet méér in risicovolle bedrijfstakken dan de niet-ppm's. Beide groepen investeren bij voorbeeld relatief evenveel in de high-techsector. De meeste participaties worden evenwel genomen in de meer traditionele bedrijfstakken, zoals de metaal- en chemische industrie, en de transport- en distributiesector. Tijdens het onderzoek viel op dat er nog nauwelijks sprake is van specialisatie in een bepaalde bedrijfstak door de ppm's. Zoals eerder aangegeven is actieve begeleiding bij venture-capitalverschaffing erg belangrijk. Zij vormt het essentiële onderscheid met gewone aandelenparticipaties. Wij hebben geconstateerd dat de ppm's, veelal met een bancaire of institutionele achtergrond, een duidelijk gediversificeerde portefeuille aanhouden. Dit zou kunnen duiden op een risicospreidend beleid. Dergelijke participatiemaatschappijen lijken ons echter niet in staat het management van alle verschillende deelnemingen met 'bedrijfstak-kennis' te ondersteunen. Ingehuurde deskundigheid is vaak uit kosten oogpunt niet haalbaar. De meeste bancaire ppm's worden geleid door (ex-)bankwerknemers, meestal met ruime ervaring in de kredietverstrekkings sfeer. Het ontbreken van ondernemerskwaliteit in de leiding van de ppm kan een hinderpaal vormen bij het aantrekken en begeleiden van nieuwe en high-tech-ondernemingen. In het kader hiervan kan men zich afvragen of het vermogen dat onder de garantieregeling uitstaat, en dat voornamelijk van banken en institutionele beleggers afkomstig is, nog wel als venture capital te betitelen is. De later opgekomen niet-ppm's hebben vaak wel een ondernemersachtergrond. Een zekere vorm van specialisatie in type deelneming, zowel naar ontwikkelingsstadium als bedrijfstak begint zich hier af te tekenen (denk bij voorbeeld aan Wijlaars (voedselsector) en Van den Nieuwenhuyzen (metaalsector)). Dit lijkt een belofte voor succes te zijn.

## Rendementseisen

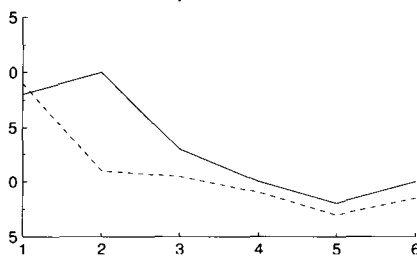
Voor al in de jonge, nieuwe, kleine en high-tech-ondernemingen loopt de financier grote risico's. Dit leidt vanzelfsprekend tot gemiddeld hoge rendementseisen aan – potentiële – participaties. Gegeven de doelstelling en werking van de garantieregeling zou echter verwacht mogen worden dat de ppm's over het algemeen lagere rendementseisen aan hun participaties stellen dan de niet-ppm's.

In het onderzoek zijn de rendementen die door beide groepen vermogensverschaffers in de verschillende stadia geëist worden met elkaar vergeleken. Deze vergelijking is gerechtvaardigd omdat aangenomen mag worden dat de risico's van de projecten elkaar zullen compenseren. Dit vanwege het grote aantal projecten dat tegenwoordig aan beide categorieën aangeboden wordt, en gegeven de eerder besproken afwezigheid van gespecialiseerde portefeuilles. Beide typen portefeuilles zijn derhalve vanuit risicoperspectief met elkaar vergelijkbaar. Er is vanuit het onderzoek nauwelijks reden om aan te nemen dat één categorie projecten met gemiddeld een hoger risico geconfronteerd wordt dan de andere.

Vergelijking leert dat er nauwelijks verschillen bestaan in de rendementen die door de ppm's en niet-ppm's geëist worden. De laatste groep eist zelfs, in strijd met de risicoverminderende werking van de garantieregeling, in de verschillende stadia een iets lager rendement dan de ppm's. Ook hier lijkt de garantieregeling niet aan haar opzet te voldoen. Doordat de overheid de helft van de verliezen vergoedt zouden de ppm's gemakkelijker bereikbaar moeten zijn voor de vermogensvragers. Figuur 3 brengt de verschillen in beeld.

Op basis van deze onderzoeksresultaten zien wij geen reden om aan te nemen dat door de garantieregeling een

*Figuur 3. Geëiste rendementen door ppm's resp. niet-ppm's in de verschillende stadia, in procenten*



1. Pre-start.
2. Start-up.
3. Early expansion.
4. Rapid expansion.
5. Bridge financing.
6. Buy-outs.

specifieke vermogensvraag beantwoord wordt. De ppm investeert relatief niet méér in risicovolle projecten dan de niet-ppm.

## Conclusie

In dit artikel is een evaluatie gegeven van de Garantieregeling PPM 1981. Getoetst is of deze regeling wel aan haar doelstelling, het bevorderen van de risicodragend-vermogensverschaffing aan nieuwe, kleine en middelgrote ondernemingen, voldoet. Aan de hand van bovenstaande bevindingen moeten we concluderen dat, ofschoon de garantieregeling de verschaffing van venture capital in Nederland in haar algemeenheid wel heeft bevorderd, er op dit moment weinig animo bij participatiemaatschappijen bestaat om te investeren onder de voorwaarden zoals deze in de regeling worden gesteld. Slechts 16 procent van het totale Nederlandse venture capital (f 1,9 miljard) valt onder de overheidsgarantie.

Uit de resultaten van het onderzoek bleek dat er geen reden is aan te nemen dat het bij deze 16 procent gaat om een specifieke vermogensvraag die zonder de regeling onbeantwoord zou blijven. De ppm's investeren relatief niet méér in risicovolle projecten dan de niet-ppm's onder de garantieregeling vallende participatiemaatschappijen. Er wordt relatief niet méér in starters en in een bedrijfstak als bij voorbeeld de high-techsector geïnvesteerd. De garantieregeling lijkt evenmin de drempel voor vermogensvragers te verlagen: de ppm's eisen namelijk een zelfde rendement als de niet-ppm's.

Concluderend menen wij te kunnen stellen dat de garantieregeling misschien wel een goede invloed heeft gehad in aanloopfase van de venture-capitalverschaffing na 1980, maar momenteel geen zichtbare bijdrage meer levert op het gebied van de verschaffing van risicodragend vermogen in Nederland. De suggestie dringt zich dan ook op dat instrumenten die geen bijdrage leveren aan het oplossen van problemen beter kunnen worden bijgesteld of afgeschaft. Er is een tijd van komen en er is een tijd van gaan.

**J.W.R. Schuit**  
**D.G. van der Werf**

De eerste auteur is als universitair hoofddocent verbonden aan de vakgroep Financiering en belegging van de Erasmus Universiteit te Rotterdam; hij is tevens leider van het onderzoeksproject "Venture capital in Nederland". De tweede auteur is financieel adviseur bij Holland Management Consultancy, bureau voor marktverkennd onderzoek. Hiernaast is hij als Nederlands analist verbonden aan het Franse investment-researchhuis Détroyat Associés.