

De kapitaalmarkt in Nederland

MR. P. C. MAAS*

In dit artikel worden ontwikkelingen die zich de laatste jaren op de kapitaalmarkt in Nederland voltrekken of hebben voltrokken, onder de loep genomen. Ingegaan wordt op de activiteiten van vragers en aanbieders op die markt en op de marktordening die bestaat. Meer in het algemeen wordt aandacht besteed aan de verhouding tussen bankwezen en bedrijfsleven. Daarbij komt ook het achtergesteld krediet aan de orde.

Inleiding

Alvorens ik inga op ontwikkelingen m.b.t. de kapitaalmarkt in Nederland — althans op enkele aspecten daarvan — moet ik een opmerking vooraf maken. Men verwachtte van mij geen voorspellingen. Zo deze vroeger al een waarheidsgehalte hebben gehad, zijn zij in de eigentijdse situatie nauwelijks zinvol, noch wat korte-termijnontwikkelingen betreft, noch wat lange-termijnbewegingen aangaat. Ik bevind mij in goed gezelschap wanneer ik de publicist Henry Kaufman (Salomon Brothers) aanhaal: „the time parameter is one of the most vexing aspects in making judgments. To be sure, serious assessments cannot really be made on the basis of events spanning a week or a month. But I also wonder whether calendar of fiscal years or political terms of office provide an adequate frame work” en: „the proliferation of judgments is mainly the result of vast improvements in technology, communication and of interpretative techniques” 1). En een ander citaat van een bankier, Jan Wallander (Svenska Handelsbanken): „I have now reached the scandalous conclusion, that forecasts, budgets and longterm plans often do more harm than good” 2). In aansluiting hierop: retrospectieve analyse is onder omstandigheden waardevol; nochtans is relativering van de conclusies geboden. Het is niet (meer) verantwoord het verleden te extrapoleren naar de toekomst. De ontwikkelingen worden gekenmerkt door breukvlakken.

Terzake: de Nederlandse kapitaalmarkt. Ik zal volstaan met het leggen van een aantal accenten.

Eerst een definitie van het begrip kapitaalmarkt, gegeven voor wat deze definitie waard moge zijn: de kapitaalmarkt is een financiële markt, waar geld wordt geruild tegen andere vermogensobjecten gericht op *beleggingstransacties*. Gezien de betrekkelijke waarde van zo'n grens wordt er geen ondergrens aan de kapitaalmarkt gesteld wat betreft de termijn van de transacties. Overigens stip ik aan, dat De Nationale Investeringsbank (en eveneens De Nederlandse Investeringsbank voor Ontwikkelingslanden) zich niet als vragende partij in de geldmarkt plegen te bewegen. Het zijn specifieke kapitaalmarktinstellingen. Zij hebben zich tot dusverre beperkt tot operaties in de Nederlandse kapitaalmarkt.

Hoe heeft de Nederlandse kapitaalmarkt zich ontwikkeld? Ik moet vooropstellen, dat „de kapitaalmarkt” zich laat onderverdelen in velerlei segmenten naar de aard van de marktpartijen en naar objectieve criteria. In tabel 1 worden het totale netto beroep en het totale netto aanbod weergegeven gedurende de laatste tien jaar.

Enige kanttekeningen

Zoals uit tabel 1 blijkt, is de plaatsing van aandelen in de beschouwde periode uiterst bescheiden gebleven. Dit raakt de Achillespees van de huidige financiële structuur van het Nederlandse bedrijfsleven. De solvabiliteit van de Nederlandse ondernemingen is in het algemeen verslechterd en in een niet gering aantal gevallen is de gevarengrens bereikt door oorzaken, die bekend mogen worden verondersteld. In wezen gaat het om de tekortschietende rentabiliteit. Algemeen is de roep het eigen vermogen (zo men wil het garantievermogen) van de ondernemingen te versterken, en het zoeken naar middelen daartoe. Het blijkt niet eenvoudig dit structurele fenomeen op te lossen. Het wekt verbazing, dat het beroep op de overigens beperkte markt bescheiden is gebleven. De ontwikkeling van instellingen als de Nederlandse Participatie Maatschappij en de Financieringsmaatschappijen van het Industrieel Garantiefonds zijn een bewijs hiervan. Wij zijn er niet met te wijzen op de bekende schaarbeweging: vergroting van het aansprakelijk vermogen is nodig, doch de rentabiliteitsverwachtingen schieten tekort. Naar mijn overtuiging heeft de schroom van ondernemers (familiebedrijven, de ruggegraat van de Nederlandse economie) aandelenkapitaal bij derden aan te trekken een rol van betekenis gespeeld (en speelt het nog een rol). In dit verband mag niet voorbij worden gegaan aan het fiscale regime, dat financieren met vreemde (leen)middelen begunstigt. Dit heeft onder omstandigheden geleid tot een negatieve werking van het hefboomeffect.

Het toenemende beroep van de overheid, met name het rijk, op de kapitaalmarkt heeft een omvang aangenomen, welke in financiële kringen aanleiding tot bezorgdheid geeft. Uitspraken, die de laatste tijd in de kring van het algemene bankwezen gehoord worden, getuigen daarvan. De cijfers spreken voor zich zelf. Tabel 2 geeft het netto beroep van de overheid op de kapitaalmarkt weer.

De zorg over het toenemende beroep van de overheid is niet onbegrijpelijk. Doch daar staat tegenover dat de regering het

* De auteur is president-directeur van De Nationale Investeringsbank N.V. Dit artikel is een bewerking van een inleiding gehouden op 16 november 1979 voor de Vereniging van Bemiddelaars in Onderhandse Leningen.

1) Reflections on economic judgments. Opmerkingen voor een groep gedelegeerden en gasten tijdens de jaarvergaderingen van de Wereldbank en het Internationale Monetaire Fonds op 28 september 1977.

2) *On forecasts, budgets and longterm planning.*

Tabel 1. Netto beroep en netto aanbod op de kapitaalmarkt in Nederland (in mln. guldens)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Netto beroep											
Totaal binnenland	9.276	10.575	12.115	14.463	19.885	18.186	21.012	27.328	34.747	45.801	51.098
w.v. Aandelen	236	201	209	162	66	158	79	511	170	405	616
Obligaties en pandbrieven	1.410	1.848	2.418	2.819	2.675	1.709	2.595	4.810	3.262	6.606	6.263
Onderhandse leningen o/g	4.671	5.354	5.816	8.310	12.714	11.092	12.586	14.390	14.555	16.722	20.062
Hypothecaire leningen o/g	1.970	2.372	2.886	2.093	3.091	4.116	4.561	5.795	15.155	20.419	22.173
Onroerende goederen	989	800	786	1.079	1.339	1.111	1.191	1.822	1.605	1.649	1.984
	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Netto aanbod											
Totaal binnenland	9.825	10.965	11.382	14.279	21.258	21.303	22.321	28.622	36.891	42.427	49.290
w.v. Aandelen	666	877	935	968	1.087	2.503	2.004	1.661	62	696	- 36
Obligaties en pandbrieven	1.515	1.578	971	1.855	2.929	2.393	1.913	4.759	4.118	3.772	4.803
Onderhandse leningen u/g	4.690	5.342	5.813	8.289	12.736	11.095	12.706	14.472	15.944	17.249	20.415
Hypothecaire leningen u/g	1.965	2.368	2.877	2.088	3.167	4.201	4.507	5.908	15.286	20.453	22.124
Onroerende goederen	989	800	786	1.079	1.339	1.111	1.191	1.822	1.605	1.649	1.984
Buitenland	321	396	1.625	1.592	633	- 595	89	343	- 747	3.939	2.909
w.v. Nederlandse aandelen	319	86	168	402	683	- 351	- 813	54	- 331	654	599
Nederlandse obligaties en pandbrieven	- 12	285	1.435	1.155	- 51	- 234	783	270	- 416	3.264	2.264
Onderhandse leningen u/g	4	17	7	10	7	4	- 1	10	- 13	- 5	- 2
Hypothecaire leningen u/g	10	8	15	25	- 6	- 14	120	9	13	26	48

Bron: tabel 7 van de statistische bijlage van het jaarverslag van De Nederlandsche Bank 1978.

Tabel 2. Netto beroep van de overheid op de kapitaalmarkt (in mln. guldens)

	1968	1976	1977	1978
Obligaties	986	1.689	1.999	1.883
Onderhandse leningen	1.985	7.396	7.336	7.872

Bron: De Nederlandsche Bank, Jaarverslag 1978.

scheppen van voorwaarden (naar mijn mening bij voorkeur globale voorwaarden) tot verbetering van de rentabiliteit van het bedrijfsleven tot een belangrijk beleidsdoel heeft gemaakt en dat zij heeft gesteld ruimte te zullen laten voor de financieringsbehoeften van het bedrijfsleven. Echter, zoals eerder gesteld, kunnen zich onverwachte ontwikkelingen voordoen, die een grotere terughoudendheid van de overheid wenselijk maken. Een verdere ombuiging van de overheidsuitgaven lijkt dan onvermijdelijk.

De betekenis van de onderhandse markt neemt in absolute en relatieve termen toe. Afgezien van de beperkingen, welke de kalender van De Nederlandsche Bank oplegt, biedt de onderhandse markt duidelijke voordelen voor de geldnemers:

- qua looptijden en opnemingsdata kan maatwerk worden geleverd, al zijn de opties met betrekking tot de looptijden begrensd. Sedert 1968 is er een duidelijke tendens tot verkorting van de looptijden;
- de financiering kan van tevoren worden verzekerd door contracten aan te gaan voor storting op termijn;
- er vindt kostenbesparing plaats.

De voordelen voor de geldgevers lopen vrijwel parallel aan die voor de geldnemers. In de onderhandse markt ontwikkelen zich aan geldgeverszijde hoe langer hoe meer oligopolistische tendensen zonder dat ik nu zou willen spreken van machtsposities. Kapitale bedragen worden samengeballd bij de institutionele beleggers, die overigens uitzien naar andere beleggingsmogelijkheden, hetgeen weer tot verkrapping van de kapitaalmarkt kan leiden. Indrukwekkend is de groei van de post onderhandse geldleningen van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds: in 1978 f. 7 mrd (in 1977 ruim f. 5 mrd.).

De renteontwikkeling

Zo er iets zich aan voorspelbaarheid onttrekt, is het wel de rentebeweging. De hoogte van de rente wordt in grote mate bepaald door de externe waarde van de Nederlandse valuta en door monetaire ontwikkelingen elders. Gevestigde wetmatigheden blijken hun gelding te hebben verloren. De

grilligheid van het rentepatroon in de periode begin juli 1979 tot medio oktober 1979 kan dit adstrueren. Tot medio juli vond een verslechtering van de obligatiemarkt plaats, daarna een duidelijke verbetering. Het gemiddelde rendement op obligaties van de Bank voor Nederlandsche Gemeenten steeg in juni van 8,93% tot 9,01%, daalde medio juli tot 8,95%, eind juli tot 8,72% en 23 augustus tot 8,39%, steeg weer tot 8,66% op 20 september, daalde tot 8,60% eind september om begin oktober weer te klimmen. De invloed van de geldmarktrente op de kapitaalmarktrente is onmiskenbaar. In perioden van lage geldmarktrente bestaat de neiging uit te wijken naar de kapitaalmarkt en vice versa.

De marktorde

Ik wees reeds op het bestaan van overheersende posities aan de zijde van geldgevers en geldnemers. In de openbare markt kennen wij de kalender van De Nederlandsche Bank. Daardoor wordt de openbare emissie in een nadelige positie geplaatst ten opzichte van de onderhandse. Dit nadeel geldt overigens niet voor de Rijksoverheid en de Bank voor Nederlandsche Gemeenten.

In dit verband wil ik stilstaan bij het ontwerp van Wet Registratie onderhandse kapitaalmarkt, dat is ingediend op 8 december 1970, daarna geruime tijd te slapen is gelegd, en in de zitting van de Tweede Kamer 1976-1977 uit de slaap gewekt. Door sommigen is dit wetsontwerp met een zekere achterdocht bezien, maar wij hebben met dit ontwerp geen moeite gehad. De onderhandse markt is zo belangrijk, dat De Nederlandsche Bank in staat dient te worden gesteld de noodzakelijke informatie te verkrijgen ten behoeve van het te voeren beleid. Bij de tweede nota van wijzigingen (1 februari 1977) is ook een informatie aan de minister van Financiën voorzien in getotaliseerde vorm, vanwege diens aandeel in en medeverantwoordelijkheid voor het bedoelde beleid. Los hiervan kan men de vraag opwerpen of een gebruik als de kalender van De Nederlandsche Bank ook niet zou passen voor de onderhandse markt. Ik beantwoord deze vraag ontkennend, omdat hiermede wezenlijke voordelen van de onderhandse lening zouden komen te vervallen en de vrijheid van de marktpartijen en de speelruimte van de bemiddelaars fundamenteel zouden worden geraakt.

Een zekere marktordening gaat van De Nederlandsche Bank uit wat betreft de segmentatie van kapitaalmarkten (de markt voor pandbrieven is voorbehouden aan het hypotheekbankwezen, Daueremittenten). Overigens ligt er een duidelijk verband tussen de rente op pandbrieven en die voor onderhandse leningen.

Een nieuwe ontwikkeling is het uitgeven van spaarbrieven

door de banken. En is een zwarte resp. grijze markt ontstaan, een insluipspel in onze welvaartmaatschappij. De paradox doet zich voor, dat hoe verfijnder de (belasting)wetgeving is, des te grover de moraliteit wordt. Ik zal mij niet te buiten gaan aan giswerk over de omvang van het euvel van de spaarbrieven. Ik wil slechts constateren, dat een invloed ervan op het functioneren van geld- en kapitaalmarkt niet kan uitblijven. Er is een risico van verstoring ten gevolge van niet-marktconform handelen.

Bond-portfolio-management

Dit verschijnsel heeft zich met name in de Verenigde Staten in de laatste tien jaren sterk ontwikkeld. De voorwaarden voor een dergelijk beheer zijn in de VS gunstig: er is een grote markt en een receptieve wetgeving.

Ook in Nederland is dit fenomeen niet onbekend. Aan het jaarverslag 1977 van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds ontleen ik: De vraag naar z.g. „fiscaal papier” was vooral in het eerste en laatste kwartaal van 1977 groot, waardoor er goede ruilmogelijkheden bestonden van laagrentende in hogere rentende obligaties en onderhandse leningen.

In de Amerikaanse literatuur wordt veel aandacht gegeven aan de „rate anticipation and yield allusion”. Nadruk wordt gelegd op de betekenis van een juiste timing en op de risico's, welke bewust dienen te worden aanvaard en afgewogen. Het rentevoordeel op de korte uitzetting kan gemakkelijk worden tenietgedaan door een plotselinge, geringe daling van de lange rente.

In het verlengde van dit onderwerp werp ik de vraag op of het zin heeft het oude onderwerp van de handel in porties van onderhandse leningen (de „koppen” en de „staartjes”) weer eens in ogenschouw te nemen.

De rol van het algemene bankwezen

De laatste tijd hebben wij kritische geluiden gehoord over de wijze waarop het algemene bankwezen zijn functie vervult. Aan het algemene bankwezen zelf is het „droit de réponse”. Wel vind ik aanleiding om aandacht te geven aan de vereniging van functies in het algemene bankwezen. Rechtstreekse kredietverlening aan het bedrijfsleven naast verlening van tussenkomst bij het sluiten van onderhandse geldleningen, deelneming in emissiesyndicaten naast eigen emissieactiviteiten en ten slotte de reeds enige malen uitgesproken wens meer dan tot dusverre te participeren in het kapitaal van cliënten. Daarnaast is er de concentratie van het Nederlandse bankwezen.

Het is de moeite waard — vergelijkenderwijs — na te gaan hoe de situatie ten deze is in enige ons omringende landen. In België waren voor de hervorming van de Bankwetgeving van 1934/1935 de banden tussen de banken en haar industriële cliënten bijzonder nauw. Veelvuldig hielden de banken aandelen of obligaties in ondernemingen in wier Raden van Commissarissen zij ook vertegenwoordigd waren. Bij de genoemde Bankwetgeving zijn de onderscheiden activiteiten van de banken gescheiden, zij het dat daarboven holdings werden opgericht. De ontvlechting was dus betrekkelijk. Sindsdien is de wetgeving weer wat versoepeld, onder meer in dier voege dat de banken niet-geplaatste aandelen bij nieuwe emissies gedurende twaalf maanden op de plank mogen leggen.

In Duitsland zijn de verhoudingen tussen bankwezen en bedrijfsleven traditioneel nauw verstrengd. Nauwe samenwerking tussen de banken en de ondernemingen, waarin de banken participeren, wordt onderhouden door vertegenwoordigers van de banken in de Raden van Commissarissen van ondernemingen. Participaties staan veelal naast de kredietverlening op lange termijn.

Terugkerend tot de ontwikkeling van het Nederlandse bankwezen, is het begrijpelijk dat er ten aanzien van de ver-

vlechting tussen bankwezen en bedrijfsleven een zekere scepsis bestaat. De verhoudingen zijn zonder twijfel delicaat en vragen om een scherp onderscheidingsvermogen naast een goede persoonlijke verstandhouding tussen partijen. Deze behoefte mijns inziens niet in de eerste plaats te worden gezocht door het beschikbaar stellen van een commissarisplaats voor banken in de Raad van Commissarissen.

Wat het nemen van participaties in het vermogen van cliënten betreft, waag ik te betwijfelen of dit wel gelukkig zou zijn. De mogelijkheid van „conflict of interests” moet niet worden onderschat. Minder zwaar til ik aan het verschil in benadering bij kredietverlening en bij participaties. Wij moeten ons evenwel hoeden voor proliferatie van financiële instellingen, welke zich richten op het nemen van participaties. De financieringsmaatschappijen van het Industrieel Garantiefonds kunnen zeker nog meer werk verzetten. Hetzelfde geldt voor een instelling als de Nederlandse Participatie Maatschappij.

Het knelpunt van de financiering van de onderneming ligt in de sfeer van het risicodragend vermogen. Alleen door dit te versterken wordt bijgedragen tot een evenwichtiger vermogensverhouding en wordt de weg geëffend tot uitbreiding van kredietfaciliteiten op de korte en lange termijn, waaraan het bankwezen een niet te onderschatten bijdrage levert. De Nationale Investeringsbank heeft dit ervaren bij haar werkzaamheden op het terrein van de lange kredietverlening. Ik mag niet nalaten te wijzen op de onjuistheid van het denkbild, dat De Nationale Investeringsbank er alleen is voor bedrijven, die elders niet kunnen worden geholpen en zijn aangewezen op een kredietverlening onder (gedeeltelijke) staatsgarantie. Sedert haar oprichting houdt De Nationale Investeringsbank zich bezig met het verlenen van krediet voor eigen rekening en risico. Zij is zelfs mede voor dat doel opgericht.

In het voorgaande is op enige plaatsen gerefereerd aan machtsposities op de kapitaalmarkt. Ook de overheid heeft een machtspositie, zij heeft een dubbelrol als vrager van kapitaalmiddelen en als verstrekker van financieringsmiddelen. Het is een goede zaak, dat de regering het accent verlegt van hulp aan bedrijven in moeilijkheden naar sectorsteun en globale steun. Dit bevordert de rechtszekerheid en rechtsgelijkheid. Het gaat niet zozeer om macht *sec*, doch om de wijze waarop deze wordt uitgeoefend, met andere woorden om het nastreven van evenwichten tussen de betrokken partijen met het doel het herstelproces van het bedrijfsleven te begunstigen, elke partij op haar eigen wijze.

Nieuwe tijden vragen nieuwe instrumenten. Te wijzen valt op het achtergesteld krediet, dat beoogt een (tijdelijk) substituut voor risicodragend vermogen te verschaffen aan in de kern gezonde en goed geleide bedrijven, en dat een samenwerking van overheid (de garant), het bankwezen en De Nationale Investeringsbank weerspiegelt. Prof. Scholten heeft er in zijn NIBE-advies van 1976, blz. 65 terecht op gewezen, dat aan zekere voorwaarden dient te worden voldaan, wil het achtergesteld krediet aanspraak kunnen maken op het predikaat quasi-eigen vermogen. Aan die voorwaarden voldoen de achtergestelde kredieten niet ten volle. Met name op het punt van verschuldigd zijn van rente. Wij bestuderen in hoeverre hieraan iets zou kunnen worden gedaan.

Achtergesteld krediet is een substituut. Beter is het te koersen naar aandelenkapitaal. Het aantrekken daarvan kan de overheid begunstigen door fiscale maatregelen, die met name de particuliere belegger kunnen aanzetten tot het nemen van participaties. Van verschillende zijden zijn daartoe suggesties gedaan. Gewezen wordt op de regelingen in Duitsland en Frankrijk. Met name kan dit een rol spelen bij de verstrekking van risicokapitaal. In de Innovatienota wordt gewezen op de betekenis daarvan. Terecht wordt aandacht gevestigd op het gemis van een „over-the-counter market”. De introductie van aandelen Vitatron ter beurze te Londen is een teken aan de wand.