

De Nederlandse markt voor venture capital

De relatieve betekenis van de overheid als aanbieder van venture capital loopt terug. Daarentegen zijn banken en pensioenfondsen op deze markt actiever geworden, waardoor de explosieve groei van de markt zich ook in 1986 en 1987 heeft voortgezet. Overheidsmaatregelen als de Garantierегeling particuliere participatiemaatschappijen en een versoepeling van de Wet Toezicht Kredietwezen hebben de groei van de markt in belangrijke mate gestimuleerd. Voor de toekomst wijzen de auteurs op het belang van een goed functionerende parallelmarkt.

DRS. C.G. KOEDIJK – DRS. C.J.M. KOOL*

Inleiding

Tussen 1979 en 1982 heeft Nederland de zwaarste recessie sinds de tweede wereldoorlog meegemaakt, net zoals de meeste geïndustrialiseerde landen. De reële inkomensgroei is een aantal achtereenvolgende jaren negatief geweest en de werkloosheid is tot ongekende hoogtes gestegen. Hoewel ook op dit moment de economische situatie nauwelijks florissant is te noemen, is ten opzichte van een jaar of zes geleden een aantal zaken structureel veranderd. In het algemeen is men nationaal en internationaal tot het inzicht gekomen dat de aanbodkant van de economie de laatste jaren verwaarloosd is. Daar zouden structurele verbeteringen gerealiseerd moeten worden om opnieuw hoge economische groei te kunnen bewerkstelligen, is de vaak gehoorde stelling.

In dit artikel willen we met name één aspect aan de aanbodkant van de economie belichten, namelijk de opkomst van een markt voor 'venture capital'. Onder venture capital verstaan we een deelverzameling van het risicodragend vermogen. Als we spreken van risicodragend vermogen in het algemeen, gaat het meestal om aandelenparticipaties of om achtergestelde of converteerbare leningen waarbij sprake is van een normaal rendement, dat tussen de 2% en de 5% hoger ligt dan het rendement op risicoloze staatsleningen. Venture capital is dat deel van risicodragend vermogen waar de risico's aanzienlijk hoger liggen en dienvolge ook de rendementen veel hoger kunnen liggen; dit is vaak het geval bij startende innovatieve bedrijven.

Tot 1980 kende Nederland nauwelijks een markt voor venture capital. Om belangenverstrengeling tegen te gaan mocht het bankwezen slechts op zeer bescheiden schaal participeren in het risicodragende vermogen van industriële ondernemingen. De andere financiële intermediairs, zoals de verzekeringsmaatschappijen, prefereerden over het algemeen veilige beleggingen. Na 1980 is de ontwikkeling van de markt voor venture capital echter in een stroomversnelling geraakt. Op dit moment is deze markt

qua omvang de op een na grootste in Europa, na het Verenigd Koninkrijk.

Om de ontwikkeling van de venture capital markt in perspectief te plaatsen, zal eerst worden ingegaan op de omvang van de markt en de verschillende marktpartijen. Daarnaast worden achtereenvolgens de rol van de overheid en de mogelijke uitredingsmechanismen die in deze markt aanwezig zijn, belicht.

De omvang van de markt

Omdat de activiteiten van venture capital bedrijven niet centraal geregistreerd worden, is geaggregeerde informatie over de omvang van de totale markt moeilijk te verkrijgen. Beschikbare data zijn in het algemeen gebaseerd op enquêtes onder venture capital bedrijven. De betrouwbaarheid van die gegevens is sterk afhankelijk van de respons; ze dienen dan ook voorzichtig geïnterpreteerd te worden.

In het jaarboek 1986 van de European Venture Capital Association (EVCA)¹, de overkoepelende Europese organisatie, werd bij voorbeeld vermeld dat de beschikbare middelen voor venture capital participaties in Nederland ultimo 1985 iets meer dan f 2 miljard bedroegen, waarvan op dat moment slechts f 1,4 miljard werkelijk belegd was. In het EVCA jaarboek 1987 waren deze cijfers echter drastisch neerwaarts bijgesteld: nu meldt het een totaal van f 1,4 miljard aan beschikbare middelen ultimo 1985 en een portefeuille van ongeveer f 1 miljard.

De recentere schattingen voor 1986 en 1987 moeten dan ook meer als een indicatie gezien worden dan als een

* De auteurs zijn werkzaam als universitair docent bij de vakgroep Monetaire Economie van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Dit artikel is voor een belangrijk deel gebaseerd op de studie *Venture capital in Nederland I*, die recent verschenen is als nr. 28 in de reeks Rotterdamse Monetaire Studies.

1. Zie ook *Venture capital in Europe 1987*, jaarboek van de European Venture Capital Association.

exacte beschrijving. In de EVCA jaargids 1987 wordt voor Nederland een totaal aan beschikbare middelen per 31 december 1986 genoemd van iets meer dan f 2 miljard en een participatieportefeuille van f 1,3 miljard. De netto toeneming van de portefeuille in 1986 wordt door de EVCA op ruim f 300 miljoen geschat. Volgens de *Venture capital gids 1988* van KPMG Klynveld Bosboom Hegener² was er medio 1987 voor f 2,35 miljard geïnvesteerd in venture capital participaties, terwijl de beschikbare middelen f 3,23 miljard beliepen. De overkoepelende venture capital organisatie in Nederland ten slotte, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP)³, schat dat de uitstaande portefeuille ultimo 1986 f 1,2 miljard was en ultimo 1987 f 1,4 miljard. In 1987 werd volgens de NVP voor f 360 miljoen geïnvesteerd, terwijl de desinvesteringen f 160 miljoen waren. Een netto toeneming dus van de portefeuille van f 200 miljoen.

De cijfers die door de EVCA respectievelijk de NVP gegeven worden voor 1986, zijn van een vergelijkbare orde van grootte. De schatting van KPMG lijkt aan de hoge kant. Tabel 1 geeft de door de EVCA geschatte herkomst van de venture capital middelen weer.

Hoewel tabel 1 de overheid nog steeds als grootste marktpartij aanwijst, valt op dat het marktaandeel van de overheid tussen ultimo 1985 en ultimo 1986 sterk gedaald is. Door nog een jaar extra terug te gaan wordt de afbrokkelende positie van de overheid nog meer benadrukt. Ultimo 1984 werd het marktaandeel van de overheid nog op 46,7% geschat. Deze daling betreft slechts het marktaandeel. In absolute bedragen neemt de directe betrokkenheid van de overheid nog steeds toe. De groei bij de andere marktpartijen ligt echter aanzienlijk hoger.

Na de wijziging in de Wet Toezicht Kredietwezen in 1980, die een aantal restricties met betrekking tot het aanhouden van aandelenparticipaties door banken aanzienlijk versoepelde, zijn de banken in toenemende mate actief geworden op de venture capital markt. De snelle groei van hun portefeuille kan zeker gedeeltelijk verklaard worden uit het al bestaande netwerk van plaatselijke vestigingen met uitstekende contacten in de lokale industriële sector ten behoeve van de zakelijke kredietverlening. De liberalisatie maakte het de banken mogelijk een totaal financieringspakket aan te bieden. Anderzijds stelt het beheer van een aandelenportefeuille andere eisen dan de meer risicoloze kredietverlening, zodat een aanpassingsproces binnen de banken noodzakelijk was.

Wat vooral opvalt in tabel 1, is de sterke groei van de rol van de pensioenfondsen in 1986. Hoewel de invloed van

de institutionele beleggers op de venture capital markt jaren lang bijzonder klein is gebleven, nemen de laatste jaren ook de risicodragende beleggingen uit die hoek toe. Gegeven de balansomvang van de gezamenlijke institutionele beleggers, zou slechts een kleine toeneming van hun betrokkenheid al een enorme impuls voor de venture capital markt kunnen betekenen.

De groei van de totale venture capital markt is in 1986 bijna 60% geweest. Wanneer echter niet de totale beschikbare middelen, maar de werkelijke investeringsportefeuille als uitgangspunt genomen wordt, dan is volgens de EVCA slechts een groei van ongeveer 33% gerealiseerd of wel ruim f 300 miljoen.

Met betrekking tot de internationalisatie van de markt is nog een lange weg te gaan. Volgens het EVCA jaarboek 1987 vond per eind 1986 96,6% van de fondsen hun oorsprong in Nederland zelf, waarbij nog eens 2,6% afkomstig is van landen binnen de EG en 0,8% van buiten de EG. Daarmee overeenkomstig wordt bijna 92% van de investeringen door venture capital ondernemingen in Nederland binnenslands gedaan. De overige 8% wordt in gelijke delen in EG-lidstaten en niet-EG-lidstaten belegd. Dit beeld is al een aantal jaren vrij constant.

Het EVCA-jaarboek geeft ook een opsplitsing van de middelen over de verschillende investeringen, zowel onderverdeeld naar financieringsfase als naar industriële activiteit. Een meer gedetailleerde blik op de bruto investeringen in de venture capital industrie, die in 1986 bijna f 500 miljoen bedroegen, laat zien dat dit bedrag in hoofdzaak gebruikt is voor financiering van expansie (28,4%), financiering van startende ondernemingen (26,8%) en brug-(voorbeurs-)financiering (21,0%). Ten opzichte van 1985 impliceert dit een belangrijke verschuiving. Toen werd volgens de EVCA nog 55% van de investeringen voor uitbreidingsactiviteiten gebruikt. De NVP meldt dat in 1987 55% van de investeringen voor uitbreidingsfinanciering is aangewend en noemt de verdeling van de investeringen over de investeringsfasen redelijk vergelijkbaar met 1986.

Als we de cijfers opsplitsen naar industriële activiteit blijkt volgens de EVCA in 1986 ruim 15% van de investeringen in de computerindustrie en andere elektrotechnische producten, 26% in industriële producten en 14% in chemische producten te zijn geweest. Voor 1987 geeft de NVP voor dezelfde sectoren 21%, 29% en 0,5%. Vooral het verwaarloosbare deel voor chemische producten is hierbij opvallend.

De rol van de overheid

Zoals in veel sectoren van de Nederlandse economie heeft de overheid ook grote invloed gehad op de markt voor risicodragend kapitaal. Dit blijkt onder andere uit tabel 1. Ultimo 1986 is nog steeds ruim een kwart van het totale bedrag, bijna f 600 miljoen, afkomstig van de overheid. Directe participaties met betrekking tot risicodragend vermogen door de overheid vinden normaliter plaats door financiële instellingen waarin de overheid een meerderheidsbelang heeft. Deze instellingen zijn met verschillende doelstellingen in het leven geroepen, maar hebben als gemeenschappelijke taak het verstrekken van risicodragend vermogen aan bedrijven, soms onder gedeeltelijke of volledige garantie van de overheid. Een aantal van deze instellingen zal hieronder kort belicht worden.

Tabel 1. De omvang van de venture capital markt

Bron	1985		1986	
	in mln. gld.	%	in mln. gld.	%
Particuliere investeerders	124,29	8,8	157,17	7,5
Particuliere ondernemingen	64,97	4,6	165,49	7,9
Overheidsinstellingen	542,30	38,4	578,41	27,7
Banken	310,69	22,0	310,04	14,8
Pensioenfondsen	120,05	8,5	273,96	13,1
Verzekeringsmaatschappijen	223,15	15,8	181,35	8,7
Overig	26,84	1,9	119,43	5,7
Ingehouden winst			278,76	13,3
Overige interne bronnen			27,42	1,3
Totaal	1.412,26	100	2.090,87	100

Bron: EVCA Yearbook, 1987.

2. KPMG Klynveld Bosboom Hegener, *Venture capital gids 1988*.
3. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, *Jaarboek 1988*.

Nationale Investerings Bank

Reeds in de periode direct na de tweede wereldoorlog heeft de overheid bij voorbeeld de Nationale Investerings Bank (NIB) opgericht met als belangrijkste doel de particuliere sector van kapitaal te voorzien. In eerste instantie beperkte de activiteiten van de NIB zich tot staatsgegarandeerde financieringen, maar de laatste jaren is ze er toe overgegaan een eigen portefeuille van risicodragende beleggingen op te bouwen. Terwijl in 1983 de staatsgegarandeerde financieringen nog driekwart van de totale portefeuille van de NIB uitmaakten, is dat ultimo 1987 gedaald tot 50 procent. In 1987 bij voorbeeld namen de participaties van de NIB voor eigen risico, inclusief converteerbare leningen, toe met f 57 miljoen, zodat de uitstaande portefeuille ultimo 1987 een hoogte van f 144 miljoen bereikte. Deze bedragen zijn consolidaties van de NIB met een aantal van haar 100% dochtermaatschappijen, zoals de Par nib, die een erkende particuliere participatiemaatschappij (ppm) is. Onder staatsgarantie verleende participaties, inclusief converteerbare leningen, groeiden in 1987 maar met f 5 miljoen. Ultimo 1987 beheerde de NIB daarmee een door de overheid gegarandeerde portefeuille van aandelenparticipaties ten bedrage van f 122 miljoen.

Maatschappij voor Industriële Projecten

Aan het begin van de jaren tachtig werden er door de overheid op dit gebied nieuwe initiatieven ontplooid, met onder andere als resultaat de oprichting van de Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP). De MIP werd speciaal opgericht om een re-industrialisatie via projectfinanciering te stimuleren. De in aanmerking komende projecten zijn normaal gesproken groot en worden gekenmerkt door technische en organisatorische complexiteit. Participaties door de MIP zijn dan ook meestal groter dan f 4 miljoen. Vanaf de oprichting van de MIP in 1982 tot ultimo 1987 is voor een totaal van f 306 miljoen in participaties belegd, waarvan in 1987 f 85,5 miljoen. De verkrijgingsprijs van de ultimo 1987 nog in portefeuille aanwezige participaties bedroeg f 230 miljoen.

Regionale ontwikkelingsmaatschappijen

Als laatste voorbeeld van de directe invloed van de overheid op de markt voor risicodragend vermogen in het algemeen en op de venture capital markt in het bijzonder, kunnen de regionale ontwikkelingsmaatschappijen (rom's) genoemd worden. De rom's zijn in de jaren zeventig opgericht om de particuliere sector te versterken in de sociaal en economisch zwakkere delen van Nederland, die gekenmerkt worden door lage industriële activiteit en hoge werkloosheid. Hoewel het verlenen van risicodragend vermogen geen primaire taak is van de rom's, kunnen zij wel gebruik maken van deze mogelijkheid. Op dit moment zijn financieringen door de rom's volledig gegarandeerd door nationale en of regionale overheden.

Een exacte bepaling van de omvang van de participatieactiviteiten van de rom's is moeilijk aangezien de gehanteerde waarderingsgrondslagen niet uniform zijn. Bestudering van de individuele jaarverslagen maakt een globale schatting echter mogelijk. Ultimo 1987 hadden de rom's een participatieportefeuille van f 294 miljoen, verdeeld over 119 participaties. Ten opzichte van 1986 is slechts een portefeuillegroei van f 5 miljoen gerealiseerd.

De portefeuille-omvang van individuele instellingen als de NIB, de rom's en de MIP maakt duidelijk dat elk van deze instellingen apart een aanzienlijke impuls kan geven aan de venture capital markt. De relatieve daling van de directe overheidsinvloed is zeker ook te wijten aan de dalende activiteiten van de NIB wat betreft door de overheid gegarandeerde participaties en aan de geringe portefeuillegroei van de rom's.

De Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen

Afgezien van de hierboven geïllustreerde directe invloed van de overheid, heeft de overheid echter ook via de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen invloed op het aanbod van venture capital. De regeling is in het leven geroepen om het particuliere aanbod van venture capital voor de industriële en commerciële sector te stimuleren. In deze paragraaf zullen we deze indirecte invloed van de overheid op de venture capital markt bespreken.

In 1981 ging de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen van start als een nieuw instrument om kleine en middelgrote ondernemingen van risicodragend vermogen te voorzien⁴. Onder deze regeling kunnen verliezen op de verstrekking van risicodragend vermogen door ppm's voor 50% in aanmerking komen voor een verliescompensatieregeling van de overheid indien de ppm's aan bepaalde eisen voldoen. Deze compensatie wordt eventueel verstrekt op het tijdstip dat de participatie beëindigd wordt; ze bedraagt 50% in de eerste 10 jaar nadat de participatie wordt aangegaan en daalt vervolgens geleidelijk naar nul in de daaropvolgende vijf jaar. Een tweede faciliteit die deze regeling biedt, is een belastingvrijstelling voor particuliere beleggers ter grootte van de eerste f 1.000 dividend die men ontvangt uit een participatie in een ppm. Dit belastingvrije dividend komt bovenop de algemene vrijstelling van belasting voor dividend ter waarde van maximaal f 1.000.

De Nederlandsche Bank is belast met het directe toezicht op de naleving van de Garantieregeling. De eindverantwoordelijkheid ligt echter bij het Ministerie van Financiën. Om in aanmerking te komen voor toepassing van de Garantieregeling moet een professionele verschaffer van venture capital voldoen aan een aantal voorwaarden met betrekking tot management en financiële structuur en erkend worden door de Nederlandsche Bank.

In de eerste jaren waren het vooral de algemene banken die eigen ppm's oprichtten, al of niet in samenwerking met andere financiële instellingen. Ook de pensioenfondsen waren al vrij snel actief op dit terrein. Een illustratie van deze initiële dominantie van banken en pensioenfondsen wordt gegeven door de situatie ultimo 1983. Van de op dat moment 25 erkende ppm's waren er 15 waarin één of meer banken een aandeel hadden en 11 waarbij pensioenfondsen betrokken waren. Het aantal ppm's is blijven doorgroeien tot 52 ultimo 1986 en 68 ultimo 1987. Hoewel de financiële instellingen hun overwicht behouden hebben, richten toch steeds meer andere partijen, zoals industriële bedrijven en regionale Kamers van Koophandel eigen ppm's op.

In veel gevallen worden nieuwe ppm's niettemin niet opgericht door nieuwe marktpartijen, maar door bestaande marktpartijen die nieuwe venture capital activiteiten onderbrengen in een nieuwe ppm. Het uitbreiden van de portefeuille van een bestaande ppm legt namelijk enerzijds een zware belasting op het management van de ppm vanwege de vereiste begeleiding van de ondernemingen waarin geparticipeerd wordt, terwijl anderzijds voor een uitbreiding van de portefeuille vaak nieuw kapitaal aangetrokken moet worden door de ppm. Tenzij de oorspronkelijke kapitaalverschaffers van de ppm hieraan opnieuw in dezelfde proporties willen bijdragen, doet zich het probleem voor hoe de bestaande participatieportefeuille van de ppm gewaardeerd moet worden.

4. Zie voor een overzicht van de garantieregeling ook P.J.W. Duffhues, De Garantieregeling Particuliere Participatie Maatschappijen. Verliesvergoedings- en zeggenschapsaspecten, *ESB*, 12 september 1984.

Tabel 2. Cumulatieve omvang van participaties door ppm's, in mln. gld.

	Aantal ondernemingen	Kostprijs participaties	Aandelen-kapitaal	Conver-tibele leningen	Gemiddelde investering
1981/1982	33	15,3	12,1	3,2	0,46
1983	50	36,3	27,4	9,0	0,73
1984	100	73,7	51,9	21,8	0,74
1985	149	114,0	82,6	31,4	0,76
1986	240	200,9	139,6	61,3	0,84
1987	354	349,7	239,6	110,0	0,99

Bron: Persbericht Financiën 86/325 en Jaarverslag De Nederlandsche Bank 1987.

Tabel 2 geeft een overzicht van de omvang van de participaties die de ppm's in de afgelopen jaren genomen hebben. Hieruit blijkt dat de activiteiten van de gezamenlijke ppm's sprongsgewijs zijn toegenomen, terwijl het gemiddelde geïnvesteerde bedrag per onderneming na een initiele stabilisatie rond de driekwart miljoen gulden de laatste jaren gestegen is tot één miljoen. Redenen voor deze stijging zijn enerzijds een verschuiving in het investeringspatroon, anderzijds de vervolfinanciering aan bedrijven waarin eerst met een lager bedrag was deelgenomen. In 1987 is er onder de Garantieregeling voor bijna f 150 miljoen geïnvesteerd, een verdubbeling van de investeringen in 1986 en een toeneming van 75 procent van de portefeuille van de gezamenlijke ppm's. Het is ongeveer 40% van de totale investeringen in venture capital in 1987, die door de NVP op f 360 miljoen geschat worden.

Opgemerkt moet worden dat de cijfers in tabel 2 ook de reeds afgemelde participaties omvatten. Van de 354 ondernemingen die vermeld staan ultimo 1987, zijn er in de loop der jaren 61 weer afgemeld, bij voorbeeld door faillissement. De huidige garanties hebben dus nog maar betrekking op 293 ondernemingen. Evenzo is het werkelijk uitstaande bedrag aan participaties ultimo 1987 niet f 349,7 miljoen, maar f 303 miljoen. Het verschil van f 46,7 miljoen correspondeert met de eerder genoemde 61 ondernemingen waarvoor de garantie op de participaties vervallen is.

Tabel 3 geeft enige additionele informatie over participaties door ppm's. Vanzelfsprekend hoeft er minder geïnvesteerd te worden in pas beginnende ondernemingen dan in bestaande ondernemingen. De gemiddelde kostprijs per participatie blijkt relatief gering te zijn, ongeveer f 350.000. Bovendien blijken ondernemingen gemiddeld participaties

Tabel 3. Participaties opgedeeld naar type onderneming, in mln. gld., ultimo 1987 met tussen haakjes 1986

	Bestaande ondernemingen	Nieuwe ondernemingen	Totaal	Beëindigde participaties
Aantal participaties	559 (361)	454 (262)	1013 (623)	137 (85)
Aantal ondernemingen	205 (134)	149 (106)	354 (240)	61 (34)
Totale kostprijs	224 (132)	125 (69)	350 (201)	47 (26)
Gemiddelde investering	1,09 (0,98)	0,84 (0,65)	0,99 (0,84)	0,77 (0,76)
Gemiddeld bedrag per participatie	0,37 (0,36)	0,28 (0,26)	0,35 (0,32)	0,34 (0,30)

Bron: NVP-jaarboek, 1988.

Tabel 4. Geïnvesteerd bedrag per onderneming ultimo 1987, in mln. gld., tussen haakjes 1986

Geïnvesteerd bedrag	Aantal ondernemingen	Kostprijs investeringen
f 0,0-0,2 mln.	74 (51)	7,0 (4,9)
f 0,2-0,5 mln.	91 (65)	29,2 (21,8)
f 0,5-1,0 mln.	68 (56)	46,2 (39,3)
f 1,0-2,0 mln.	58 (40)	78,8 (55,4)
Groter dan f 2,0 mln.	63 (28)	188,5 (79,5)
Totaal	354 (240)	349,7 (200,9)

Bron: NVP-jaarboek, 1988.

van twee of drie verschillende ppm's aan te trekken. Tabel 3 correspondeert met tabel 2 in die zin dat opnieuw cijfers inclusief beëindigde participaties vermeld staan. Ultimo 1987 bij voorbeeld waren er van de 1.013 aangegane participaties al 137 om één of andere reden afgestoten.

In tabel 4 is de verdeling van ppm-participaties over de verschillende ondernemingen weergegeven. Ongeveer 50% van de ondernemingen waarin de ppm's geïnvesteerd hebben, had slechts behoefte aan een half miljoen gulden terwijl nog eens 20% een bedrag tussen een half miljoen en een miljoen nodig had. Hoewel de ppm's qua portefeuilleomvang slechts rond de 20 procent van de totale venture capital markt uitmaken, blijkt dat ze ruim de helft van alle participaties onder de f 4 miljoen voor hun rekening nemen. In die zin lijkt vooral het midden- en kleinbedrijf te profiteren van de regeling, al is het mogelijk dat deze kleinere investeringen ook zonder het bestaan van de Garantieregeling waren gedaan.

Tabel 5, ten slotte, geeft een overzicht van de sectoren waarin de ppm's participeren. Ppm's blijken in de meeste gevallen in industriële bedrijven te investeren. Koplopers zijn de computerindustrie en de categorie overige industrie. Dit komt overeen met de verdeling over industriële sectoren zoals gegeven door de EVCA over 1987 voor de markt als geheel. Tussen 1985 en 1987 is er echter ook een opvallende toeneming in hun beleggingen in handel en dienstverlening waar te nemen.

In 1986 is er een evaluatie van de Garantieregeling gemaakt door de Ministeries van Financiën en Economische Zaken⁵. De conclusie is dat niet alle verwachtingen waarmee de Garantieregeling in 1981 van start ging, uitgekomen zijn. Eén van de hoofddoelstellingen van de regeling was het doorsluizen van financiële middelen van particuliere beleggers naar ondernemingen die behoefte hadden aan risicodragend kapitaal. In tegenstelling hiermee zijn het vooral de banken en andere financiële intermediairs geweest die ppm's hebben opgericht. Een andere ontwikkeling die niet voorzien was, is de relatief geringe omvang van het totaal geïnvesteerde bedrag tot nu toe. In 1981 verwachtte de overheid een jaarlijkse investering van f 100 miljoen voor projecten onder de regeling. Pas in 1986 en 1987 is echter een dergelijke omvang gerealiseerd.

De extra belastingvrijstelling van f 1.000 aan dividend voor particuliere aandeelhouders van ppm's is niet zo effectief geweest als was verwacht. De eerste ppm's werden opgericht op initiatief van de banken en andere financiële intermediairs en hadden geen particuliere aandeelhouders. Bovendien richten de meeste ppm's zich op kapitaalwinsten op hun investering en zijn dividendbetalingen tot nu toe zeldzaam geweest.

5. Zie ook Ministerie van Financiën, *Evaluatierapport Garantieregeling Particuliere Participatie Maatschappijen 1981, 1986.*

Tabel 5. Participaties opgesplitst naar bedrijfstak, cumulatief in procenten

Bedrijfstak	Aantal ondernemingen					
	1981/82	1983	1984	1985	1986	1987
Bouw	5	6	12	12	13	18
Computer-industrie	3	8	14	21	35	62
Machine-industrie	3	8	19	22	29	36
Grondstoffen	5	6	9	9	10	11
Consumptiegoederen	6	6	10	13	21	26
Voedsel-industrie	1	3	5	7	10	14
Overige industrie	2	2	7	21	46	74
Handel	6	7	8	17	28	44
Zakelijke diensten	2	4	13	20	28	36
Andere diensten	-	-	3	7	20	33
Totaal	33	50	100	149	240	354

Bron: Persbericht Financiën 86/325 en NVP-jaarboek 1988.

Dit betekent niet dat de Garantieregeling tot nu toe niet effectief geweest is. Het rapport vermeldt dat, terwijl in 1980 het aanbod van venture capital bijna nul was, er nu een venture capital industrie bestaat die qua omvang op de tweede plaats in Europa komt na Engeland. Vanzelfsprekend zou een deel van de geschetste ontwikkeling zich ook voltrokken hebben zonder de regeling, maar de regeling heeft die ontwikkeling wel gestimuleerd. De kosten die voor de overheid verbonden zijn aan de Garantieregeling, zijn op dit moment nog niet nauwkeurig vast te stellen omdat de gemiddelde duur van participaties nog maar kort is. Niettemin heeft de overheid tot eind 1987 al f 11,3 miljoen uitgekeerd aan verliescompensaties, een bedrag dat naar verwachting nog aanmerkelijk zal groeien. In 1989 zal een tweede evaluatieronde gehouden worden⁶.

Overige overheidsbemoedening

Afgezien van de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen, waarmee de overheid een gedeeltelijke verliesgarantie geeft op investeringen in risicodragend vermogen, is er ook een aantal vergelijkbare garantieregelingen voor het verstrekken van vreemd vermogen met risicodragende elementen. De belangrijkste regelingen betreffen het 'vermogensversterkingskrediet' (vvk), dat valt onder de Kredietregeling midden- en kleinbedrijf 1985, het 'AA-krediet' en het 'kapitaalkrediet'. Dit zijn alle achtergestelde leningen met soepele rente- en aflossingsvoorwaarden. Belangrijkste verschillen zijn de bedragen per lening en de uitvoering van de regeling. Het vvk bedraagt maximaal f 100.000 en kan onder normale omstandigheden door banken en kredietinstellingen zonder inmenging van de overheid worden verstrekt. Het AA- en het kapitaalkrediet wordt alleen verstrekt door de NIB en bedraagt minimaal f 250.000 en maximaal f 50 miljoen.

Aangezien deze en vergelijkbare kredietvormen met bijbehorende garanties buiten de precieze definitie van venture capital vallen, zullen we er hier niet uitgebreid op ingaan. Niettemin vormen deze kredietvormen voor veel bedrijven een welkome aanvulling op de gewone vormen van risicodragend vermogen. Immers, door het achtergestelde karakter van de leningen wordt de kredietwaardigheid van het be-

drijf niet aangetast en wordt de basis gelegd voor aanvullende commerciële financiering. Bovendien gaat het bij deze kredieten om een aanzienlijke portefeuille. Gemiddeld is er bij voorbeeld tussen 1982 en 1986 jaarlijks zo'n f 90 miljoen aan vvk verstrekt. De NIB heeft tussen 1984 en 1986 jaarlijks tussen de f 150 en f 200 miljoen aan AA-kredieten verleend. In 1987 daalde dit tot f 95 miljoen, waarschijnlijk door de economische opleving waardoor vele ondernemingen weer toegang tot commercieel krediet kregen. Ultimo 1987 bedroeg de uitstaande hoeveelheid AA-kredieten f 1.748 miljoen.

Exit-mechanismen: de parallelmarkt

Aangezien de meeste beleggers in de venture capital markt uiteindelijk hun winst willen realiseren door verkoop, vormt het bestaan van uitredingsmechanismen een belangrijk onderdeel van de infrastructuur van de venture capital markt. Het relatief korte bestaan van dit marktsegment in Nederland is hierbij een belangrijk nadeel. In 1980 was er nog haast nergens sprake van venture capital in Nederland. Hoewel de ontwikkelingen zich sindsdien in een hoog tempo hebben voltrokken, is de gemiddelde periode dat een participatie wordt aangehouden nog steeds erg kort. Aangezien het een algemeen geaccepteerde vuistregel is dat een participatie een periode van vier tot vijf jaar aangehouden kan worden voordat men beslist of men de participatie al of niet van de hand zal doen – hetzij omdat het project niet succesvol is geweest, hetzij omdat het mogelijk is om met winst te verkopen – zijn nog maar weinig ervaringsgegevens beschikbaar.

Als een belegger zijn venture capital participatie van de hand wil doen, staan hem daar in principe drie wegen voor open. In de eerste plaats kan hij zijn participatie verkopen aan een andere onderneming. In de tweede plaats kan hij zijn participatie verkopen aan het management of de oorspronkelijke eigenaar. In de derde plaats kan hij zijn participatie van de hand doen via de introductie van de onderneming op de parallelmarkt van de effectenbeurs. Uit een recent onderzoek van Drijkoningen en Van Mierlo (1987)⁷ onder participatiemaatschappijen blijkt dat deze ondernemingen in 56% van alle gevallen gebruik maken van introductie op de parallelmarkt, in 34% van alle gevallen de participatie verkopen aan een andere onderneming en in 10% van de gevallen de participatie verkopen aan het management. Omdat de parallelmarkt het belangrijkste uitredingsmechanisme van de venture capital markt is, zullen we ons concentreren op de ontwikkelingen op de parallelmarkt.

Sinds 1982 is de Amsterdamse Beurs ingedeeld in twee segmenten, de officiële en de parallelmarkt. Voordien bestond naast de officiële markt alleen de onofficiële markt voor incurante fondsen. Dit laatste marktsegment werd georganiseerd door twee gespecialiseerde handelsondernemingen. De instelling van de parallelmarkt had een aantal redenen. In de eerste plaats wilde de overheid het aanbod van risicodragend kapitaal aan kleine en startende ondernemingen stimuleren. Daarbij werd een markt voor zulke fondsen met duidelijke regels overeenkomstig de officiële markt en onder supervisie van de Vereniging voor de Effectenhandel als een belangrijke factor gezien. Bovendien bestond er een algemeen streven om alle marktsegmenten onder controle van de Vereniging te hebben en zo het vertrouwen van het beleggende publiek en de wetgever in de competentie en de

6. Een aantal argumenten tegen de handhaving van de Garantieregeling, o.a. gebaseerd op een enquête onder venture capital bedrijven, is te vinden in J.W.R. Schuit en D.G. van der Werf, De Garantieregeling ppm overbodig, *ESB*, 24 augustus 1988, blz. 789-791.

7. Zie ook R.J. Drijkoningen en P.J. van Mierlo, *Venture capital in Nederland II*, Rotterdamse Monetaire Studies nr. 29, 1987.

Tabel 6. De Amsterdamse Effectenbeurs

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
<i>Officiële markt</i>						
Omzet ^a	27	59	80	113	148	159
Marktwaarde ^b	58,9	67,5	103,4	125,7	183,5	154,8
Aantal bedrijven	453	450	437	432	458	475
- binnenland	193	182	183	193	219	248
- buitenland	260	268	254	239	239	227
<i>Parallelmarkt</i>						
Omzet ^c	55,4	351,6	624,1	1886,8	5217,2	1914,8
Marktwaarde ^d	180,2	970,0	783,6	1857,7	1929,5	1186,3
Aantal bedrijven	18	23	31	42	51	54
- binnenland	18	23	30	39	48	51
- buitenland	0	0	1	3	3	3

a. Jaarwaarde in mrd. gld.

b. Ultimo in mrd. gld.

c. Jaarwaarde in mln. gld.

d. Ultimo in mln. gld.

Bron: Vereniging voor de Effectenhandel, *De Amsterdamse Effectenbeurs*, diverse jaargangen.

effectiviteit van de Vereniging te vergroten. Ten slotte had de aandelenmarkt een neergaande trend laten zien in de jaren zeventig en was er sprake van een snelle erosie van het aantal genoteerde bedrijven en een sterke daling van aandelenemissies door industriële en dienstverlenende ondernemingen. De aandelenmarkt werd gedomineerd door de obligatiemarkt, zowel wat de totale waarde van de genoteerde aandelen en obligaties betrof als het aantal nieuwe emissies. In de aandelenmarkt waren nieuwe emissies bijna alleen afkomstig van financiële instellingen.

Bij de instelling van de parallelmarkt is de incurante markt verdeeld in twee segmenten. De eerste is de officiële parallelmarkt waar aandelen genoteerd worden volgens de regels van de Vereniging. Het tweede segment bestaat uit de overblijvende niet frequent verhandelde en niet officieel genoteerde effecten. We zullen dit laatste segment hier niet behandelen. Tabel 6 geeft een overzicht van de ontwikkelingen op de Amsterdamse Beurs de afgelopen zes jaar.

Uit tabel 6 blijkt dat we de ontwikkeling van de parallelmarkt kunnen opdelen in twee perioden. Gedurende de eerste periode, begin 1982 tot half 1986, is er sprake van een zeer sterke groei. Gedurende dit tijdvak namen omzet en marktwaarde toe van f 55,4 miljoen en 180,2 miljoen toe tot respectievelijk f 5.217,2 en f 1.929,5 miljoen. Het aantal bedrijven op de parallelmarkt met een notering nam geduren-

de deze periode toe van 18 in 1982 tot 51 eind 1986. Na 1986 treedt er echter een sterke kentering op. De omzet en marktwaarde dalen naar respectievelijk f 1.914,8 en f 1.186,3 miljoen. De teruggang op de parallelmarkt in 1987 wordt ten dele toegeschreven aan een zekere mate van verzadiging, ten dele aan de algehele teruggang van aandelenprijzen in oktober 1987.

Conclusie

In dit artikel hebben we een overzicht gegeven van de ontwikkelingen op de Nederlandse venture capital markt. De explosieve groei van de venture capital markt in de eerste jaren is ook in 1986 en 1987 gehandhaafd. Een karakteristieke ontwikkeling hierbij is de afnemende rol van de traditioneel dominerende overheid. De deelnemingen van andere marktpartijen zoals banken en pensioenfondsen vertonen een aanzienlijk hogere groei. De venture capital markt in Nederland lijkt vooral geprofiteerd te hebben van twee overheidsingrepen, namelijk de versoepeling van de Wet Toezicht Kredietwezen die het banken mogelijk heeft gemaakt zich in deze markt te manifesteren en anderzijds de instelling van de Garantierегeling particuliere participatiemaatschappijen. Op dit moment valt al ruim de helft van alle venture capital investeringen beneden de vier miljoen gulden onder deze regeling.

De parallelmarkt is nog steeds de meest gebruikte manier om participaties te verkopen. Na een voortdurende stijging van koersen en omzet sinds 1982 is de ontwikkeling sinds half 1986 minder positief. De omzet in 1987 ligt weer op het niveau van 1985 terwijl de marktwaarde nog aanzienlijk meer gedaald is.

De vooruitzichten voor verdere groei van de venture capital markt in Nederland hangen niet alleen af van het koersniveau op de parallelmarkt op een bepaald moment. Niettemin blijft een goed functionerende parallelmarkt een noodzakelijk onderdeel van de infrastructuur voor venture capital. Gegeven het overschot aan kapitaal aanbod voor venture capital investeringen in Nederland zoals dat door onder andere de NVP en de EVCA geschat wordt, lijkt het onwaarschijnlijk dat de beschikbaarheid van venture capital in de naaste toekomst een belemmering voor de groei zal opleveren. De groei zal daarom in eerste instantie voornamelijk vraagbepaald zijn. Voor levensvatbare innovatieve ideeën zullen op de venture capital markt zeker middelen te vinden zijn.

**Kees G. Koedijk
Clemens J.M. Kool**

vervolg van blz. 1079

scholieren doen dus ook veel 'echt' werk. Met name dit 'echte' werk is veelal structureel van aard. Het wordt dan een lange periode achter elkaar een aantal vaste dagen per week uitgevoerd. De beloning voor het werk is niet in overeenstemming met het 'heitje voor een karweitje'. Gemiddeld verdienen de jongeren met deze werkzaamheden ruim vijf gulden per uur. Op deze manier kan een deel van de jongeren een aardige bijverdienste in de wacht slepen. Dit is niet onopgemerkt gebleven door een aantal grote bedrijven. In hun reclames richten ze zich op de jonge consument, hetgeen de jongeren aanmoedigt de producten te kopen. Met een baan-tje proberen ze dan aan het benodigde geld te komen.

Het merendeel van het werk van de jongeren is volgens de wet verboden kinder- of jeugdarbeid. Uit de omvang van de overtredingen van de wet kan worden afgeleid dat de wet niet meer geheel de heersende waarden en normen in de samenleving weerspiegelt. Een aanpassing van de Arbeids-wet met betrekking tot het werk van de jongeren lijkt nood-

zakelijk. Vooral de werkzaamheden buiten een onderneming zijn dermate geaccepteerd dat een verbod ervan ons inziens opgeheven kan worden. Daarnaast kan worden gedacht aan het onder bepaalde voorwaarden toestaan van werkzaamheden binnen officiële bedrijven. Uit het onderzoek komen gegevens naar voren over lange werkdagen, avond- en nachtwerk, werk in het weekend, ongelukken tijdens het werk en schoolverzuim, die doen vermoeden dat een deel van jongeren negatieve effecten van het werk ondervindt. Met een strikte en duidelijke omschrijving van de toegestane arbeidstijden kunnen de jongeren beschermd worden tegen de schadelijke effecten van het werk. Het werk mag bij voorbeeld gezien de leerplicht niet ten koste gaan van het schoolwerk. Ook gevaarlijk en zwaar werk moet in ieder geval verboden blijven. Voordat de wet echter daadwerkelijk aangepast wordt, dienen de indicaties over motieven en effecten van het werk die voortvloeien uit ons onderzoek, met verder onderzoek onderbouwd te worden.

**Jetske Neve
Piet Renooy**