

De verstopte markt voor risicodragend vermogen

De hausse op de Amsterdamse effectenbeurs heeft onder andere geleid tot verscheidene aandelenemissies. Het risicodragend vermogen dat met deze emissies is aangetrokken, is echter een druppel op een gloeiende plaat vergeleken bij verschillende schattingen van de behoefte aan aandelenvermogen. De geringe omvang van de Nederlandse aandelenmarkt ten opzichte van de omvang van de te beleggen fondsen van institutionele beleggers en de voorkeur van deze beleggers voor risicomijdende beleggingen zijn factoren die het onwaarschijnlijk maken dat de huidige emissie-activiteit voldoende zal toenemen om de behoefte aan risicodragend vermogen te kunnen dekken. In dit artikel worden op basis van een analyse van de aanbodkant van de kapitaalmarkt aanbevelingen gedaan voor beleidsinitiatieven ter vergroting van de toevoer van nieuw risicodragend vermogen naar de kapitaalmarkt. De auteur concludeert dat het beleid zich zou moeten richten op vergroting van de individuele contractuele besparingen ten koste van de collectieve contractuele besparingen (De Kams oudedagrekening) en het voor particulieren fiscaal aantrekkelijk maken van aandelenbeleggingen (De Ridders aandelenaankoopaf trek).

DR. G. RIETKERK*

Inleiding

Het aanbod van risicodragend vermogen voor de financiering van ondernemingen is in de afgelopen twee decennia onvoldoende geweest om de solvabiliteit (eigen vermogen in procenten van het totale vermogen) van bedrijven op een aanvaardbaar niveau te houden. In 1965 bedroeg dit percentage voor bedrijven buiten de financiële sector met notering op de Amsterdamse effectenbeurs 54; in 1983 was dit nog slechts 34¹⁾. De oorzaken zijn algemeen bekend: de rentabiliteitsvooruitzichten in de marktsector waren slecht en bij het hoge tarief van de vennootschapsbelasting prefereerden ondernemingsbesturen vanwege een gunstig hefboomeffect op de winst per aandeel het aantrekken van leenvermogen boven de emissie van nieuwe aandelen. De discriminerende fiscale behandeling van de vergoedingen voor vreemd en eigen vermogen was hier mede debet aan 2).

Van de behoefte aan risicodragend vermogen bij het Nederlandse bedrijfsleven zijn verschillende schattingen gemaakt. De Commissie Ondernemingsfinanciering van VNO en NCW noemde in 1984 op basis van interne VNO-berekeningen een behoefte aan additioneel eigen vermogen van f. 160 mrd. in de komende vijf jaren om de vermogensverhoudingen recht te trekken en om voldoende economische activiteit te hebben om de huidige werkloosheid aan te pakken en de toekomstige groei in het arbeidsaanbod te absorberen. Ten minste de helft van dit bedrag zou door middel van de uitgifte van nieuwe aandelen moeten worden aangetrokken, derhalve ca. f. 16 mrd. per jaar 3).

Uit een onderzoek van de Commissie voor Ontwikkelingsproblematiek van Bedrijven van de Sociaal-Economische Raad (COB/SER) bleek dat 31% van de kleinere bedrijven (1-19 werkzame personen) en 25% van de grotere bedrijven (≥ 20 werkzame personen) een vergroting van het eigen vermogen gewenst vond, ongeacht het wel of niet hebben van investeringsplannen. Indien men mogelijke extra investeringen wil realiseren zijn deze percentages 39 voor de kleinere en 30 voor de grotere bedrijven. Hogere investeringen zijn mogelijk als men meer risicodragend vermogen kan krijgen. Indien hiertoe één of meer stimule-

ringsmaatregelen door de overheid zouden worden getroffen, zouden door de extra investeringen ca. 135.000 arbeidsplaatsen kunnen worden geschapen. Uit het door de COB/SER geïnitieerde marktonderzoek kwam onder meer naar voren dat bij een minimum-solvabiliteitseis van 20% één op de drie ondernemingen niet aan deze eis voldoet. Bij een minimum-solvabiliteitseis van 30% voldoet de helft van de grotere en 42% van de kleinere bedrijven niet aan de norm 4).

In een recente studie van de Nederlandsche Middenstandsbank wordt de behoefte aan eigen vermogen gesplitst in een voorraadcomponent en een stroomcomponent. Onder de voorraadcomponent wordt het bestaande tekort aan eigen vermogen verstaan. Uitgaande van de vermogensverhoudingen rond het midden van de jaren zestig ($\pm 50%$ eigen vermogen van het totale vermogen) raamt de NMB het voorraadtekort op ten minste f. 40 mrd. De stroomcomponent is de hoeveelheid eigen vermogen die, gegeven een bepaalde groei van de risicodragende activa, nodig is om de eerder bereikte solvabiliteitsverhouding op ten minste hetzelfde peil te houden. De omvang van deze component raamt de bank op basis van een gewenste nationale investeringsquote van 15,5% (gemiddelde van de jaren 1964/1973) en een evenredige groei van het eigen vermogen van de banken op f. 45 mrd. Voorraadcomponent en stroomcomponent te zamen indiceren een eigen-vermogensbehoefte van f. 85 mrd. Indien deze situatie al in 1990 zou moeten worden bereikt, betekent dit een jaarlijkse behoefte van f. 14 mrd. Een deel van de totale behoefte zal, afhankelijk van de rentabiliteit van het bedrijfsleven, door winstinhouding kunnen worden gedekt. Enkele tientallen

* Verbonden aan de vakgroep Financiering van de Vrije Universiteit Amsterdam.

1) CBS, *Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-NV's 1983*.

2) G. Rietkerk, *Onderneming en vermogensmarkt*, tweede herziene druk, Stenfert Kroese, Leiden/Antwerpen, 1985, blz. 73-75 en 189-193.

3) Commissie Ondernemingsfinanciering van VNO en NCW, *Stimulering aandelenbezit en -emissies*, 9 maart 1984.

4) COB/SER, *Risicodragend vermogen in Nederland; onderzoek naar effecten van stimulering van kapitaalverschaffing op het ondernemersgedrag*, 1984.

miljarden zullen door uitgifte van nieuwe aandelen moeten worden verkregen 5).

Uit de genoemde onderzoeken blijkt een zekere consensus. Hoewel de ramingen verschillen en met grote onzekerheid omgeven zijn, is er overeenstemming over de wenselijkheid van versterking van het eigen vermogen van bedrijven en een zeer grote behoefte aan eigen vermogen om het investeringspeil en de werkgelegenheid te vergroten. Het gaat om vele, vele miljarden nieuw risicodragend vermogen.

In bovengenoemde onderzoeken stond de vraagzijde van de markt voor risicodragend (aandelen)vermogen centraal. Het onderwerp voor dit artikel is de aanbodzijde. De aanbodzijde wordt mijns inziens in de lopende discussie onderbelicht. Een standpunt dat weleens wordt verkondigd, luidt: als de rentabiliteit van het bedrijfsleven weer voldoende is, komt het aanbod vanzelf wel. Waar het benodigde aanbod vandaan moet komen, wordt nauwelijks onderzocht of met speculatieve indicaties afgedaan. Het is daarom nuttig de structuur van de aanbodzijde van de kapitaalmarkt te analyseren en na te gaan uit welke bronnen aandelenvermogen zou kunnen worden getapt en ten tweede welke bronnen eventueel met redelijke kans op succes door geëigende maatregelen toegankelijk zouden kunnen worden gemaakt.

Herkomst aanbod op kapitaalmarkt

De structuur van de herkomst van het aanbod op de Nederlandse kapitaalmarkt wordt in tabel 1 in kaart gebracht. Het betreft het netto aanbod, derhalve exclusief aflossingen, over de jaren 1980 t/m 1984.

In tabel 1 zijn de nieuwe onroerend-goedbeleggingen van de financiële instellingen begrepen, maar niet die van de sector gezinnen en bedrijven. Het minteken bij hypotheekbanken en bouwfondsen duidt op de bedrijfsinkrimpingen in die sector.

Aan de aanbodzijde van de kapitaalmarkt domineren de institutionele beleggers (pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen) en de geldscheppende instellingen. Gezinnen en bedrijven bieden slechts een gering deel van hun besparingen rechtstreeks aan; zij benutten de intermediaire functie van de financiële instellingen. Het beheer van de besparingen is in Nederland sterk geïnstitutionaliseerd. De belangrijkste oorzaak van de institutionalisering van het spaargeldenbeheer is het kapitaaldeckingsstelsel bij de opbouw van de pensioenvoorzieningen. Slechts een betrekkelijk lage basis-pensioenvoorziening berust in ons land op het omslagstelsel. Een zeer groot deel van de nationale besparingen is daardoor neergeslagen in de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen. Andere landen leggen het accent meer op het omslagstelsel. Uit tabel 2 blijkt dat Nederland internationaal gezien door de grote nadruk op het kapitaaldeckingsstelsel een koppositie inneemt.

De kapitaalmarktbeleggingen van Nederlandse pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen als percentage van het bruto nationaal produkt zijn na 1980 continu verder toegenomen. Ultimo 1984 stond dit percentage al op 80 6).

Tabel 1. Herkomst van het netto kapitaalmarktaanbod, 1980-1984

Totaal netto aanbod waarvan door:	f. 233 mrd.
- pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen	57%
- geldscheppende instellingen	25%
- gezinnen en bedrijven	8%
- spaarbanken	6%
- buitenland	5%
- hypotheekbanken en bouwfondsen	- 1%

Bron: De Nederlandsche Bank (DNB), Jaarverslag 1984 en idem, Kwartaalbericht 1985/2.

Tabel 2. Kapitaalmarktbeleggingen van pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen, in procenten van het bruto nationaal produkt in 1980 in een aantal landen a)

Nederland	61
Verenigd Koninkrijk	50
Verenigde Staten	42
Bondsrepubliek Duitsland	14
Frankrijk	1

a) Zwitserland overtreft Nederland waarschijnlijk doch de precieze gegevens van de kapitaalmarktbeleggingen van Zwitserse levensverzekeringmaatschappijen zijn niet bekend, aldus Van de Paverd.

Bron: P. A. van de Paverd, *De beleggingspolitiek van institutionele beleggers onder andere ten aanzien van risicodragend vermogen*, preadvies NIBE-jaardag 1982, NIBE-publikatie nr. 43.

Verdeling nationale besparingen

Voor de verdere analyse is het van belang kennis te nemen van de verdeling van de nationale besparingen naar de sectoren waarin zij worden gevormd. Tabel 3 geeft een historisch overzicht.

Tabel 3. Nationale besparingen, in procenten van netto nationaal inkomen, tegen marktprijzen

	1960/ 1964	1965/ 1969	1970/ 1974	1975/ 1979	1980/ 1984	1985
Collectieve sector	4,8	4,3	5,2	1,5	- 1,4	- 1,2
Bedrijven	5,9	5,2	4,6	3,4	3,2	-a)
Gezinnen						
- contractueel	3,8	4,8	5,7	7,2	8,3	8,7
- vrij	5,2	5,3	4,5	2,3	2,0	-a)
Nationale spaarquote	19,7	19,6	20,1	14,4	12,1	14,9

a) Raming CPB: bedrijven + vrije gezinsbesparingen 7,3%.

Bron: Miljoenennota 1986 en CBS, Nationale rekeningen 1984.

De relatief belangrijke positie van de pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen als aanbieders op de kapitaalmarkt valt te verklaren uit de spaarverdeling. De contractuele besparingen van gezinnen, die in de laatste drie decennia een continue stijging hebben vertoond, ontstaan door de deelneming van gezinnen aan levens- en pensioenverzekeringen die berusten op het kapitaaldeckingsstelsel. Deze besparingen zijn gelijk aan de premie- en beleggingsinkomsten van de pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen minus de uitkeringen aan de verzekerden door deze instellingen. Weliswaar hebben de vrije gezinsbesparingen aan betekenis ingeboet, doch in hun totaliteit zijn de gezinsbesparingen tamelijk stabiel gebleven. Door de jaren heen en met name in het tijdvak 1975-1985 vormden de gezinsbesparingen een vaste kern, terwijl de besparingen van de andere sectoren sterk daalden of zelfs negatief werden. In vergelijking met andere landen heeft de Nederlandse spaarquote na de oliecrisis van 1973 zich op een hoger peil kunnen handhaven dan elders, mede door de constant groeiende toevloed van de besparingen in het kader van het kapitaaldeckingsstelsel.

Bestemming kapitaalmarkt

Na de analyse van de herkomst van het aanbod op de kapitaalmarkt, richten wij nu de aandacht op de bestemming van de aangeboden gelden. In welke vermogenscategorieën wordt het aanbod belegd? Tabel 4 toont ons verbluffende cijfers.

5) H.H. Faber en F.A. von Dewall, *De kanalisatie van besparingen naar de markt voor risicodragend vermogen*, NMB, mei 1985.

6) Kapitaalmarktbeleggingen totaal f. 316 mrd. bij pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen (bron: DNB) en een bruto nationaal produkt van f. 394 mrd. (bron: CBS).

Het verbluffende van deze cijfers is dat per saldo in deze vijfjaarsperiode geen nieuw risicodragend vermogen dat belegging zoekt in aandelen, is aangeboden. Gaat men verder in de tijd terug, dan blijkt dit onthutsende verschijnsel al sedert 1976 op te treden. Op het eerste gezicht zal men geneigd zijn de juistheid van deze cijfers in twijfel te trekken. Er hebben immers uitgaven van nieuwe aandelen plaatsgehad. Door openbare emissie, onderhandse plaatsing en conversie is in de periode 1980/1984 door Nederlandse bedrijven en banken voor ruim f. 3,1 mrd. aan nieuwe aandelen geplaatst! De verklaring voor deze schijnbare tegenstrijdigheid moet worden gezocht bij het internationale effectenverkeer. Nederlandse ingezetenen en beleggingsinstellingen hebben in de genoemde vijfjaarsperiode per saldo voor een bedrag van f. 3,7 mrd. aan buitenlandse aandelen verkocht. Deze opbrengst was ruim voldoende om de aankoop van nieuw uitgegeven binnenlandse aandelen te financieren. Het verschil ad f. 0,6 mrd. is herbelegd in andere vermogenscategorieën. Hiermede is tevens het negatieve teken bij het percentage belegd in aandelen in tabel 4 verklaard.

Het in aandelen belegde vermogen is dus zelfs afgenomen 7). Slechts doordat Nederlandse beleggers binnenlandse aandelen substitueerden voor buitenlandse aandelen kon het binnenlandse emissievolume worden opgenomen. Er werd geen nieuw vermogen uit de nationale besparingen in aandelen belegd. Dit ontnemt de glans aan de wel gehoorde optimistische geluiden over het herstel van de emissie-activiteit in binnenlandse aandelen. Voor optimisme lijkt mij geen enkele reden zolang het volume van het bedrag voor aankoop van aandelen niet groeit (zelfs afneemt), terwijl de behoefte aan nieuw aandelenvermogen bij het bedrijfsleven zo groot is. Hoe lang zal dit substitutie-effect nog kunnen doorgaan? En wat gebeurt er als Nederlandse beleggers de substitutie weer terugdraaien? De markt voor risicodragend (aandelen) vermogen in Nederland is zorgelijk, beter nog: lamenteel.

Tabel 4. Verdeling netto aanbod naar beleggingscategorie

Periode	Totale netto aanbod	Aandelen	Leningen	Onroerend goed van financiële instellingen
1980/1984	f. 233 mrd.	-0,24%	93,39%	6,85%

Bron: DNB, Jaarverslag 1984 en idem, Kwartaalbericht 1985/2.

Aanbodpotentie van marktpartijen nader bezien

Welke marktpartijen zouden nieuw risicodragend vermogen kunnen aanbieden? Wij zullen eerst onderzoeken welk deel van hun balanstotaal drie groepen financiële instellingen (pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen; geldscheppende instellingen; en spaarbanken) hebben belegd in aandelen. Te zamen hadden zij een marktaandeel van 88% in het totale aanbod op de kapitaalmarkt in de periode 1980 t/m 1984 (zie tabel 1). In het licht van de stevige institutionalisering van de kapitaalmarkt lijken deze instellingen de eerst aangewezen om ook aandelenvermogen te verschaffen.

Tabel 5 spreekt duidelijke taal. De afzonderlijke groepen instellingen hebben een klein deel van het beschikbare vermogen belegd in aandelen. Gezamenlijk bezitten zij van de totale beurswaarde van Nederlandse aandelen nog geen 10%, terwijl hun gezamenlijke marktaandeel in het aanbod op de kapitaalmarkt in het tijdvak 1980/1984 88% beliep.

De pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen ontplooiën onmiskenbaar een sterk risicomijdend gedrag. Zij prefereren op basis van hun afwegingen van risico en rendement en drang tot looptijd-matching, beleggingen in vastrentende waarden als onderhandse leningen, obligaties en hypothecaire leningen. Deze instellingen zijn op grond van hun verplichtingenstructuur lange-termijn-

Tabel 5. Aandelenbeleggingen van groepen financiële instellingen per ultimo maart 1985, in mln. gld.

	Aandelen		Totale aandelenbelegging in procenten van balanstotaal	Binnenlandse aandelen in procenten van beurswaarde alle Nederlandse aandelen a)
	binnenland	buitenland		
Pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen	11.569	4.281	4,7	9,2
Geldscheppende instellingen	275 b)	294	0,1	0,2
Spaarbanken	394	—	0,6	0,3

a) Excl. beleggingsinstellingen.

b) Excl. deelnemingen.

Bron: DNB, Kwartaalbericht 1985/2 en CBS, Maandstatistiek Financieelwezen.

beleggers en zij zouden de aan aandelen verbonden grote risico's dan bij vastrentende waarden beter kunnen dragen dan beleggers met een minder lange adem. Uit een in 1983 door Bank Mees & Hope geïnitieerde enquête is gebleken dat de pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen hun totale aandelenportefeuille op gemiddeld 11% van het balanstotaal zouden willen stellen, waarvan evenwel slechts 5% in Nederlandse aandelen 8). Eind maart 1985 bedroeg de binnenlandse aandelenportefeuille pas 3,4% van het balanstotaal, zodat nog 1,6% of f. 5,4 mrd. in Nederlandse aandelen zou kunnen worden belegd. Bij de relatief lage aandelenkoersen in 1983 en 1984 heeft men echter de kans voorbij laten gaan om de doelstelling van 5% te realiseren. De vraag is of men bij het thans vigerende hoge koersniveau bereid zal zijn om de aandelenportefeuille fors uit te breiden.

Opvallend is dat de pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen als groep de buitenlandse aandelenportefeuille hoger wensen dan de portefeuille Nederlandse aandelen. Ultimo maart 1985 had men 1,3% belegd in buitenlandse aandelen, zodat nog 4,7% op basis van het balanstotaal per eind maart 1985 ofte wel bijna f. 16 mrd. kostbaar risicodragend vermogen naar het buitenland zou afvloeien als deze plannen zouden worden verwikelijkt. Wij komen hierop straks terug. Eerst willen wij nog de geldscheppende instellingen en de spaarbanken met betrekking tot hun aandelenbeleggingen beschouwen.

De geldscheppende instellingen en spaarbanken tellen als marktpartij voor aanbod van risicodragend vermogen nauwelijks mee. Deze instellingen mogen in principe niet deelnemen in bedrijven, omdat de overheid een ontwikkeling in de richting van 'banque d'affaires' wil tegengaan. Op bescheiden schaal kunnen de banken iets doen door hun eigen participatiemaatschappijen en deelnemingen in participatiemaatschappijen en de Maatschappij voor Industriële Projecten, doch deze bijdrage is in het licht van de totale behoefte eigenlijk het noemen niet waard. Zonder wijziging van het overheidsbeleid is van deze groepen instellingen derhalve geen soelaas te verwachten voor de verlichting van het knellende probleem van de creatie van risicodragend vermogen.

Van de aanbiedende partijen op de kapitaalmarkt blijven nog de gezinnen, de bedrijven en het buitenland als mogelijke verstrekkers van risicodragend vermogen over. Blijkens tabel 1 was hun gezamenlijke aandeel in het totale aanbod in het tijdvak 1980/1984 slechts 13%. Het aanbod uit het buitenland is een labiele factor, want afhankelijk van de monetaire ontwikkeling (positie van de gulden op wisselmarkt) en van de vele alternatieven die internationale beleggers elders in de wereld hebben. Het lijkt daarom niet verstandig het beleid te bouwen op een duurzame bijdrage van buitenlandse beleggers.

7) Afgezien van de waardevermindering door de sterke rijzing van de aandelenkoersen na 1982.

8) Bank Mees & Hope, Beleggingsbeleid institutionele beleggers in jongste verleden en naaste toekomst, 1983.

Gezinnen en bedrijven vormen de laatste sector die een bijdrage zal kunnen leveren aan de vorming van nieuw risicodragend vermogen. De bedrijfsbesparingen vertonen als gevolg van de verbetering van de rentabiliteit een herstel. Deze winsthouding dient ter versterking van het eigen vermogen van de bedrijven die de winst hebben gegeneerd en komt dus niet als aanbod op de kapitaalmarkt terecht. Wat de gezinnen als bron van nieuw risicodragend vermogen betreft, kunnen wij alle hoop wel laten varen, geteeld op de tendens in de verdeling van de gezinsbesparingen (zie tabel 3). De gezinsbesparingen komen in toenemende mate terecht bij de pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen en waarin deze instelling de ontvangen gelden beleggen, hebben wij reeds gezien. Eventueel aanbod van risicodragend vermogen door gezinnen moet komen uit het slinkende en zeer beperkte bedrag van de vrije besparingen, waarbij aandelenbelegging dan nog moet concurreren met alle mogelijke andere middelen van vermogensvorming als obligaties, eigen woningbezit, spaarrekeningen, deposito's enz. In deze concurrentiestrijd kan aandelenbelegging zich niet handhaven; de sector gezinnen en bedrijven is reeds sinds 1977 netto verkoper van aandelen op de secundaire markt. Het buitenland heeft in belangrijke mate dit aanbod geabsorbeerd.

Samenvattend kunnen wij stellen dat de bronnen voor de primaire markt van aandelenvermogen verstopt zijn geraakt.

Problemen van institutionele beleggers

Bij de bespreking van de aandelenbeleggingen van pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen memoereerden wij een enquête uit 1983 van Bank Mees & Hope, waaruit bleek dat deze institutionele beleggers 11% van hun balanstotaal als gewenste omvang van hun aandelenportefeuille zien. Eind maart 1985 maakte hun aandelenportefeuille nog slechts 4,7% uit van het balanstotaal. Verder bleek dat men meer dan de helft van de aandelenportefeuille uit buitenlandse aandelen wil samenstellen.

Waarom deze sterke voorkeur voor buitenlandse aandelen? Voor de beantwoording van deze vraag dient men te bedenken dat het beheer van een aandelenportefeuille in verband met mogelijke grote koersschommelingen vraagt om een dynamisch beleggingsbeleid. De beheerder van een aandelenportefeuille moet op korte termijn mutaties kunnen aanbrengen in de portefeuille. Daarbij doet zich het probleem voor dat elk fonds in de portefeuille op een afzonderlijke markt moet worden verhandeld. In verband met de omvang van de transacties van een institutionele belegger en de wenselijkheid van een snelle uitvoering van de transactie, waarbij de transactie geen noemenswaardige invloed op de marktprijs mag uitoefenen, moeten institutionele beleggers zich in hoofdzaak beperken tot markten met een van dag tot dag hoog omzetvolume. Alleen zulke markten bieden de institutionele belegger voldoende verhandelbaarheid of liquiditeit om opdrachten zonder koersdruk snel te absorberen. De omvang van de transactie van een institutionele belegger is doorgaans groot, mede omdat uit een oogpunt van beheerskosten een aandelenportefeuille niet te veel verschillende fondsen mag bevatten.

De Nederlandse aandelenmarkt in haar totaliteit is klein ten opzichte van het bruto nationale product (eind 1984 31%) en de kapitaalmarktbeleggingen van de groep institutionele beleggers in ons land zijn groot ten opzichte van het bnp (eind 1984 80%). Deze grootteverhoudingen leiden ertoe dat binnenlandse deelmarkten van de aandelenmarkt met een voldoende groot omzetvolume voor Nederlandse institutionele beleggers schaars zijn. Zij zijn daarom voor hun aandelenbeleggingen ook aangewezen op buitenlandse aandelenmarkten, die hen wel de gewenste liquiditeit kunnen bieden. Overigens mag ook niet worden vergeten dat internationale spreiding diversificatievoordelen oplevert. Het gaat ons hier evenwel alleen om de schaalverhoudingen. Het komt ons voor dat dit een structureel probleem is, waardoor méér binnenlandse besparingen die risicodra-

gend belegd worden, naar het buitenland kunnen afvloeien dan uit (Nederlands) macro-economisch gezichtspunt wenselijk is. In het bijzonder grote bedrijfspensioenfondsen als het ABP (34% van balanstotaal alle pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen) en het PGGM (7%) zijn zo groot dat als deze fondsen ernst maken met de opbouw van een aandelenportefeuille hun opdrachten op de Nederlandse aandelenmarkt te vergelijken zijn met zwerfkeien op een grindpad. Het balanstotaal van het ABP is bij voorbeeld ongeveer gelijk aan de beurswaarde van alle genoteerde Nederlandse aandelen. Alleen al om deze reden zal het ABP in het buitenland moeten kunnen beleggen om een efficiënte aandelenportefeuille te kunnen beheren 9). De bijdrage aan de Nederlandse economie wordt daardoor noodzakelijk beperkter.

Overwegingen

Bovenstaande analyse van de markt voor risicodragend vermogen leidt tot sombere verwachtingen. De vorming van nieuw risicodragend vermogen dat in Nederlandse aandelen wordt belegd, stagneert al vele jaren. Aan deze stagnatie liggen mijns inziens structurele oorzaken ten grondslag, die met passende beleidsmaatregelen moeten worden beantwoord. Herstel van de rentabiliteit van het bedrijfsleven en stijgende aandelenkoersen zijn noodzakelijke voorwaarden, maar op zich onvoldoende om het aanbod van risicodragend vermogen op een zodanig peil te brengen dat ondernemingen hun solvabiliteit kunnen verbeteren en/of leenruimte kunnen creëren, welke weer noodzakelijke condities zijn voor vergroting van de nationale investeringsquote en de creatie van nieuwe arbeidsplaatsen.

Wat kan er gedaan worden om de toevoer van nieuw risicodragend vermogen naar de Nederlandse kapitaalmarkt te bevorderen? Welke belemmeringen moeten worden weggenomen? Alvorens aanbevelingen te noemen, laat ik een aantal mijns inziens relevante overwegingen volgen die van invloed zijn op de gekozen remedie:

1. het kapitaaldekkingstelsel voor de oudedagvoorzieningen heeft een stabiliserende invloed op de hoogte van de nationale spaarquote en dit zou zo moeten blijven. Derhalve is een ontmoediging van de contractuele besparingen niet gewenst;
2. pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen beleggen tegen de achtergrond van hun marktaandeel in het aanbod op de kapitaalmarkt (veel) te weinig in Nederlandse aandelen;
3. een aantal institutionele beleggers is te groot in verhouding tot de Nederlandse aandelenmarkt om een substantieel deel van hun lange-termijnbeleggingen in Nederlandse aandelen te kunnen beleggen zonder grote koersschommelingen te veroorzaken bij aan- of verkoop;
4. de hoop dat institutionele beleggers de benodigde miljarden risicodragend vermogen zullen fourneren aan het Nederlandse bedrijfsleven is uiterst speculatief zolang de inflatie in Nederland laag is, de reële rente op vastrentende waarden hoog, de gulden een potentieel appreciërende valuta is en de fondsbeheerders sterk risicomijdend beleggen;
5. de particuliere belegger is voor de Nederlandse aandelenmarkt van essentiële betekenis. Slechts een klein deel van het aandelenbezit in Nederland is in handen van institutionele beleggers en beleggingsinstellingen. Naar eigen schatting zal het aandelenbezit van deze instellingen tezamen nog geen 20% van de marktwaarde van de aan de effectenbeurs genoteerde aandelen uitmaken;

9) Een andere reden is dat uit hoofde van het gelijkheidsbeginsel het ABP niet behoort te worden onthouden wat andere pensioenfondsen wel is toegestaan, nl. de beleggingsportefeuille op directe wijze internationaal te diversificeren (stelling bij proefschrift G. Rietkerk, *Onderneming en vermogensmarkt*, Leiden/Antwerpen, 1977.)

6. het deel vrije besparingen van gezinnen is te gering om als bron van nieuw risicodragend vermogen te kunnen dienen. Stimulering van de vrije besparingen van gezinnen ligt niet in de verwachting. Dit zou trouwens de consumptieve bestedingen drukken en vervolgens ook het investeringspeil en de werkgelegenheid: het paard achter de wagen spannen.

Aanbevelingen

De remedie die mij voor ogen staat om het aanbod van risicodragend vermogen op de kapitaalmarkt te bevorderen, berust op een eenvoudige ingreep, in feite een liberalisatiemaatregel. Uitgaande van de gewenstheid van handhaving van de contractuele besparingen, de wenselijkheid dat daarvan een groter deel dan tot nu toe in Nederlandse risicodragende titels wordt belegd en gegeven het 'falen' van de institutionele beleggers in dit opzicht, zou de stroom van contractuele besparingen naar de institutionele beleggers beperkt en langs andere wegen naar de kapitaalmarkt moeten worden gedirigeerd. Langs welke wegen zou dat kunnen geschieden? Aansluiting kan worden gezocht bij twee voorstellen die recent door De Kam en De Ridder zijn gedaan.

De Kam 10) stelt voor de werknemer een keuzemogelijkheid te bieden: hij kan zich aansluiten bij een collectief geregeld pensioenfonds (conform de huidige verplichte regeling), of hij kan verlangen dat de werkgever hem maandelijks het equivalent van de gestorte pensioenpremie of een deel daarvan uitkeert, ter belegging via een persoonlijke z.g. oudedagrekening 11). De werknemer zou de gelden op de oudedagrekening naar eigen keus moeten beleggen in bepaalde activa, waarbij valt te denken aan onroerend goed (incl. de eigen woning), aandelen, obligaties, leningen, participaties en kapitaalverzekeringen. De fiscale behandeling zou hetzelfde moeten zijn als bij de collectieve pensioenregelingen, dat wil zeggen premiestortingen en beleggingsopbrengsten zouden onbelast moeten blijven en inkomstenbelasting wordt pas betaald als onttrekkingen plaatsvinden.

De Ridder 12) opperde om naast de bestaande lijfrenteaftrek bij de inkomstenbelasting (maximaal f. 16.305 in 1985) een aandelenaankoopaf trek van hetzelfde bedrag te introduceren, eventueel uitsluitend voor nieuw uitgegeven aandelen. De belastingplichtige zou een keuze kunnen maken: of f. 16.305 besteden voor een kapitaalverzekering met lijfrenteclausule, of een zelfde bedrag aanwenden voor aankoop van aandelen, of een mix van beide genoemde opties tot een totaal bedrag van f. 16.305. De uitwerking zou, met inachtneming van de dividendvrijstelling, analoog kunnen zijn De Kams oudedagrekening. Beide regelingen kunnen zonder bezwaar voor 's rijks schatkist worden gerealiseerd.

Op de nadere vormgeving en de voor- en nadelen van de oudedagrekening is De Kam uitvoerig ingegaan. Ik verwijs daarvoor naar zijn publikaties. Enige andere aspecten die voor de markt van risicodragend vermogen van belang zijn, maar nog niet voor het voetlicht zijn gekomen, wil ik tot slot hierna bespreken.

Een eerste aspect van een gedeeltelijke ontcollectivering van de oudedagvoorziening van werknemers met betrekking tot de aandelenmarkt is dat op deze wijze vermoedelijk meer nieuw risicodragend vermogen op de Nederlandse aandelenmarkt zal worden aangeboden dan wanneer deze geldstroom via de pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen blijft lopen. Immers, zoals gezien, beleggen deze instellingen overwegend in vastrentende waarden en voor zover zij in aandelen beleggen denken zij het merendeel daarvan in het buitenland te kopen. Particulieren daarentegen zijn geneigd het accent op aandelen van (bekende) binnenlandse ondernemingen te leggen, terwijl tevens in ruimere mate de mogelijkheid wordt geschapen z.g. personeelsaandelen in het eigen bedrijf te kopen. Het is voorts evident dat de toevoer van nieuw risicodragend vermogen naar Nederlandse ondernemingen kan worden verbeterd indien het analoog voor de lijfrenteaftrek

(voorstel-De Ridder) alléén zou gelden voor nieuw uitgegeven Nederlandse aandelen of aandelen in beleggingsfondsen die overwegend (bij voorbeeld ten minste 80%) van hun vermogen in Nederlandse aandelen beleggen.

Een tweede aspect van een meer individueel gericht beheer van de spaarpot voor de oudedag betreft de betere spreiding van het risicodragend vermogen over grote en kleine ondernemingen. De relatief grote omvang van institutionele beleggers alsmede de schaaltransformatie van klein naar groot die zij verrichten, veroorzaakt dat deze instellingen vanwege beheerskosten en orderomvang op de aandelenmarkt in hoofdzaak beleggen in aandelen van zeer grote gevestigde ondernemingen met ruime verhandelingsmogelijkheid voor de aandelen. Hierdoor dreigen kleinere ondernemingen in een nadelige positie te geraken. Niet alleen zouden zij geconfronteerd kunnen worden met een hogere liquiditeitspremie in de rendementseis van beleggers, maar zelfs is niet uitgesloten dat zij bij voortdurend van de huidige grote stroom gezinsbesparingen naar institutionele beleggers geheel verstoken zullen blijven van de aanbod van nieuw risicodragend vermogen 13). Bij individueel beheer treedt de schaaltransformatie van klein naar groot niet op, zodat de aandelen van kleinere rendebale ondernemingen ook voor aankoop in aanmerking komen, daar deze deelmarkten bij de kleine orderomvang voor de particuliere belegger wél voldoende liquiditeit kunnen bieden.

Een derde aspect, ten slotte, heeft raakvlakken met maatschappelijke ontwikkelingen als individualisering, emancipatie, grotere mondigheid en grotere persoonlijke verantwoordelijkheid. Voor De Kam zijn deze trends een belangrijke reden voor zijn pleidooi tot invoering van de individuele oudedagrekening. Collectief geregelde pensioenvoorzieningen staan haaks op deze ontwikkelingen. De verzekerden bij een pensioenfonds hebben individueel noch als groep enige invloed op het beleid van een pensioenfonds, terwijl het toch hun uitgestelde loon is 14).

Individualisering van de pensioenopbouw van werknemers, die een grotere persoonlijke verantwoordelijkheid willen dragen, komt aan de maatschappelijke ontwikkelingen tegemoet. Tegelijkertijd zal de hiermede gepaard gaande afbuiging van de contractuele besparingen van collectief naar individueel beheer (waarbij de banken uiteraard een nuttige adviesfunctie zullen kunnen vervullen) een hoogst noodzakelijke bijdrage kunnen leveren aan toevoer van nieuw risicodragend vermogen naar Nederlandse bedrijven van klein tot groot.

G. Rietkerk

10) Flip de Kam, Niet langer verplicht in het pensioenfonds, *Intermediair*, 2 november 1984 en idem, Draagbaar pensioen, *Intermediair*, 8 november 1985.

11) De oudedagrekening dient tot opbouw van een ouderdomspensioen. Daar niemand weet wanneer magere Hein op bezoek zal komen, doen kostwinners er uiteraard verstandig aan afzonderlijk een z.g. nabestaandenverzekering af te sluiten. De oudedagrekening is vergelijkbaar met de wijze waarop een zelfstandige het ouderdomspensioen regelt.

12) W.J. de Ridder, *Aanbevelingen van de Commissie Risicokapitaal*, voordracht op symposium over „Het investeringsklimaat voor de nieuwe onderneming”, georganiseerd door het Nederlands Centrum van Directeuren, februari 1983.

13) Voor een uitvoeriger bespreking van dit verschijnsel dat bekend staat als de 'twee-etagesmarkt'; zie Rietkerk, op. cit., blz. 161-163 en 181-186.

14) In het Wetsontwerp Nieuwe Structuur ABP wordt zelfs een grotere zeggenschap van de werkgever op het beleggingsbeleid voorgesteld. Dit gaat wel heel kras in tegen de heersende maatschappelijke ontwikkelingen. Men zou in de nieuwe wetgeving inzake het ABP de gelegenheid moeten aangrijpen om de zeggenschap van de verzekerden te regelen.