

Kapitaalmarkt zonder knelpunten?

C.G. Koedijk en C.J.M. Kool*

De voorstellen die in het kader van het nationaal economiedebat zijn gedaan ter verbetering van de werking van de kapitaalmarkt richten zich met name op het vermeende gebrek aan risicodragend kapitaal, de gevolgen van regulering en deregulering, het gebruik van indexleningen en het nationale spaaroverschot. De knelpunten op de kapitaalmarkt blijken echter niet zo groot te zijn. Van een gebrek aan risicodragend kapitaal is alleen sprake op bepaalde marktsegmenten. Het spaaroverschot is in eerste instantie een arbeids- en goederenmarktprobleem.

Afgaande op het oordeel van de deelnemers aan het nationaal economiedebat, lijkt de kapitaalmarkt in vergelijking met andere markten tamelijk probleemloos te functioneren. Het aantal ingediende voorstellen ter verbetering van (de werking van) de kapitaalmarkt ligt aanzienlijk beneden dat van bij voorbeeld de arbeidsmarkt. Dit komt wellicht mede door het feit dat de kapitaalmarkt de meeste mensen niet zo direct raakt als bij voorbeeld de arbeidsmarkt of bepaalde overheidsmaatregelen.

In dit artikel geven we een overzicht van de belangrijkste discussiepunten rond het functioneren van de kapitaalmarkt. In de discussie staan drie kernvragen centraal. In de eerste plaats de vraag of er in Nederland een tekort aan risicodragend kapitaal bestaat. In het verslag van het Nationaal economiedebat is dit het enige punt dat door een belangrijk deel van de participanten als een zwakte van de Nederlandse kapitaalmarkt wordt gezien.

In de tweede plaats gaan we in op de deregulering van financiële markten, en geven we een overzicht van de belangrijkste marktversturende reguleringen die nog van kracht zijn in Nederland. Extra aandacht gaat naar het potentieel voor indexleningen op de Nederlandse kapitaalmarkt; dit wordt door veel deelnemers aan het debat als wenselijk gezien. Het nationale spaaroverschot is het derde thema van ons betoog. Uitgaande van de veronderstelling dat het maatschappelijk wenselijk is om, meer dan nu, de besparingen binnenslands aan te wenden, onderzoeken we de mogelijkheden om additionele investeringen te genereren. De vraag hoe additionele overheidsinvesteringen in milieu en infrastructuur gefinancierd moeten worden, komt als laatste aan de orde. We sluiten af met enige korte conclusies.

Een tekort aan risicodragend vermogen?

De eerste categorie voorstellen die in het kader van het Nationale economiedebat voor de kapitaalmarkt zijn gedaan, heeft vooral betrekking op een ver-

meend gebrek aan risicodragend vermogen in de Nederlandse economie. In het algemeen lijkt hiervan in Nederland geen sprake te zijn. Immers, zowel de solvabiliteit als de liquiditeit van bedrijven zijn de laatste jaren sterk toegenomen door loonmatiging enerzijds en winstontwikkeling anderzijds. Bedrijven sparen meer dan ze investeren.

Voor zover er al sprake is van een tekort aan risicodragend kapitaal, betreft dit vooral specifieke segmenten van de kapitaalmarkt die nog niet voldoende ontwikkeld zijn of die te kampen hebben met imperfecties. Zo blijken kleine, startende en innovatieve bedrijven in Nederland moeilijk aan risicodragend kapitaal te kunnen komen. Vandaar dat we hier speciaal in willen gaan op de markt voor 'venture capital', waar de meeste startende ondernemers terecht komen voor hun financiering. Onder venture capital verstaan we dat deel van het risicodragend vermogen, waarop een hoger dan normaal rendement wordt geëist in verband met de hogere risicograad van investeringen.

De markt voor venture capital

Tot 1980 was er in Nederland nauwelijks sprake van een markt voor venture capital¹. Daarna is deze markt snel tot ontwikkeling gekomen als gevolg van het oprichten van de parallelmarkt naast de officiële aandelenmarkt in Amsterdam, de versoepeling van de Wet Toezicht Kredietwezen – die het de banken

* De auteurs zijn werkzaam bij de Rijksuniversiteit Limburg. Zij zijn dank verschuldigd aan Joan Muysken, Christiaan Wolff en Tom van Veen voor commentaar en suggesties op een eerdere versie van dit artikel.

1. Zie voor een overzicht van de ontwikkelingen en achtergronden van de markt C.G. Koedijk en C.J.M. Kool, *Venture capital in Nederland I*, Rotterdamse Monetaire Studies, nr. 28, 1987. Recente informatie is te vinden in E.A.M. Elbertse, *Venture capital in Nederland, Bank- en Effectenbedrijf*, december 1990, blz. 18-22.

mogelijk maakte om meer via risicodragend kapitaal in ondernemingen te participeren – en de instelling van de Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen. Onder deze Garantieregeling kunnen verliezen op risicodragend vermogen door particuliere participatiemaatschappijen in aanmerking komen voor verliescompensatie door de overheid. Deze initiatieven hebben ertoe geleid dat er tussen 1980 en 1990 een volwaardige markt voor venture capital in Nederland is ontstaan. Anno 1990 bestonden er meer dan zeventig participatiemaatschappijen en venture capital-maatschappijen met een vermogen van f 3,4 miljard en een beleggingsportefeuille van circa f 2 miljard in 1.350 ondernemingen. De omzet op de parallelmarkt is tussen 1982 en 1991 toegenomen van f 55,4 miljoen tot f 1,3 miljard, terwijl de marktwaarde van de genoteerde fondsen over deze periode steeg van f 180 miljoen in 1982 tot f 2,9 miljard in 1991. Het aantal bedrijven op de parallelmarkt met een notering nam toe van 18 in 1982 tot 70 in 1991.

Het klimaat en succes van een venture capital-industrie worden bepaald door een groot aantal factoren zoals de R&D-gerichtheid van een economie, het ondernemerspotentieel, de macro-economische ontwikkeling en de houding van de overheid. De ervaringen in Nederland illustreren heel duidelijk dat een overheid een belangrijke rol kan spelen bij het wegnemen van marktimperfecties en er door de juiste prikkels voor kan zorgen dat er een volwassen markt ontstaat die in een belangrijke behoefte aan risicodragend kapitaal kan voorzien. Ondanks het succes van de markt voor venture capital in Nederland, is er nog sprake van enige knelpunten.

Venture capital: drie knelpunten

Niet ieder segment van de venture capital-markt is even goed ontwikkeld. Zo blijkt dat kleine starters, die financiering nodig hebben voor een bedrag tussen de f 50.000 en f 200.000, nog steeds moeilijk aan bod komen. De ongunstige verhouding tussen laag geïnvesteerd bedrag en hoge beheerskosten lijkt menig vermogenverschaffer af te schrikken. Een tweede knelpunt heeft betrekking op de bovenkant van de markt voor venture capital en in het bijzonder op de mogelijkheden om uiteindelijk de participatie in een onderneming weer van de hand te doen, de zogenaamde uitredingsmechanismen. Voor een bestendige groei van de venture capital-industrie op lange termijn en voor het aanbod van risicodragend vermogen in Nederland, is het van belang dat naast de parallelmarkt alternatieve exit-mogelijkheden zoals overname, onderhandse verkoop en 'buy-out' verder worden ontwikkeld. Ook het vergroten van liquiditeit en omzet van de parallelmarkt kan de uitredingsmogelijkheden vergroten².

Een derde knelpunt betreft de geringe rol van de kleine particuliere belegger. Een belangrijke doelstelling van de Garantieregeling was het betrekken van deze groep beleggers bij het financieren van risicovolle projecten via particuliere participatiemaatschappijen door middel van een additionele dividendvrijstelling van f 1.000. Deze vrijstelling is echter niet zo effectief geweest als was verwacht. Veel participatiemaatschappijen werden opgericht op initiatief van de banken en ander financiële inter-

NATIONAAL ECONOMIE DEBAT



In de tweede fase van het nationaal economie-debat zijn circa 600 ideeën ingestuurd die mogelijk kunnen bijdragen aan het verminderen van knelpunten in de Nederlandse economie. Een selectie van deze voorstellen wordt besproken in een reeks van zeven ESB-artikelen. Deze week het tweede artikel, dat handelt over de voorstellen op het terrein van de kapitaalmarkt. Eerder verscheen:

– J. Hartog en J.J.M. Theeuwes, *Arbeid en arbeidsmarkt* (4 maart 1992).

mediairs en hadden vrijwel geen particuliere aandeelhouders.

Het alternatief is kleine beleggers niet via bijvoorbeeld particuliere participatiemaatschappijen maar rechtstreeks te betrekken bij participaties in innovatieve startende bedrijven. Dit heeft het voordeel dat de informatiekosten lager zijn voor particulieren dan voor participatiemaatschappijen. Om dit te bereiken zijn echter ruimere fiscale prikkels nodig. In het Verenigd Koninkrijk is een regeling van kracht die aan particulieren ruime mogelijkheden biedt om verwervingskosten van participaties in niet ter beurze genoteerde ondernemingen van hun inkomen af te trekken. Een soortgelijke regeling zou in Nederland een belangrijke versterking van de rol van de kleine belegger op de venture capital-markt kunnen betekenen.

Regulering en deregulering

Een tweede categorie van voorstellen heeft betrekking op verschillende vormen van overheidsregulering. De voorstellen op dit gebied variëren van het creëren van transparante spaar- en beleggingsmogelijkheden, het bevorderen van nieuwe spaarvormen en het introduceren van indexleningen tot het opsplitsen van het ABP in een aantal kleinere onafhankelijke pensioenfondsen. Om deze voorstellen in perspectief te kunnen plaatsen, schetsen we eerst de belangrijkste trends op het gebied van regulering van de financiële sector.

De Europese dimensie

Door deregulering in combinatie met de Europese economische integratie en harmonisatie van wet- en regelgeving, is de speelruimte voor nationale beleidsmakers voor wat betreft de kapitaalmarkt sterk ingekrompen. Langzamerhand zal er één Europese kapitaalmarkt ontstaan waar een optimale allocatie op Europese schaal tot stand zal komen. Nationale pogingen om via regulering of prijsprikkels deze allocatie te beïnvloeden zullen sterk worden beperkt.

2. Zie ook D. Schoenmaker en K. Werkhorst, *Desinvesteren in venture capital*, *ESB*, 7 februari 1990, blz. 137-139.

Marktpartijen op de Nederlandse kapitaalmarkt zullen als gevolg van de Europese deregulering veel vrijer kunnen opereren.

Zo kan als gevolg van de zogenaamde 'Tweede coördinatie-richtlijn' inzake het toezicht op banken vanaf 1 januari 1993 voor financiële activiteiten binnen de gehele EG met een nationale bankvergunning worden volstaan. De activiteiten waarvoor deze vergunning van toepassing is, variëren van de gebruikelijke bankactiviteiten als het aantrekken van geld en het verstrekken van krediet, via effectentransacties, vermogensbeheer en 'underwriting'-activiteiten tot leasing en bemiddeling in verzekeringen. De consequenties hiervan zijn een toenemende concurrentie op Europese schaal tussen financiële instellingen, internationalisatie van produktmarkten en toenemende concentratie.

Ook pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zullen op korte termijn worden geconfronteerd met de gevolgen van de Europese deregulering. Eind 1991 heeft de Europese Commissie een voorstel ingediend om de pensioenmarkt te liberaliseren. Dit zal tot gevolg hebben dat individuele lidstaten pensioenfondsen niet meer kunnen voorschrijven in bepaalde categorieën activa te beleggen en/of activa te beleggen in een bepaalde lidstaat.

Verdergaande deregulering in Nederland?

Nederland kent momenteel een aantal voorbeelden van marktverstoringe regelgeving met betrekking tot financiële instellingen. Het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds bij voorbeeld is nog steeds beperkt in zijn beleggingsbeleid. Buitenlandse beleggingen en beleggingen in zakelijke waarden zijn aan maxima van respectievelijk 5% en 20% gebonden. Afschaffing van deze restricties is wenselijk en in een Europees kader op termijn onvermijdelijk. Zonder restricties zal wellicht enerzijds een nog grotere uitstroom van kapitaal plaatsvinden, maar anderzijds zal ook een herallocatie van beleggingen van risicomijdend naar risicozoekend kapitaal mogelijk zijn. Daarnaast zou het opsplitsen van het ABP in kleinere van elkaar onafhankelijke pensioenfondsen positieve gevolgen kunnen hebben door een groter aantal partijen en grotere concurrentie op de verschillende segmenten van de kapitaalmarkt. Een andere nog bestaande restrictie is de segmentatie van de markt voor gezinsbesparingen. Op dit moment hebben levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen nog een monopoliepositie op de markt voor pensioenbesparingen. Banken hebben slechts indirect, via hun relaties met verzekeringsmaatschappijen, toegang tot deze markt. Opnieuw geldt dat Europese integratie de Nederlandse regelgeving achterhaald maakt en dat van vrijgeving van de markt voor pensioenbesparingen positieve effecten verwacht mogen worden³.

Ook de samenstelling van particuliere besparingen is nog aan restricties onderhevig. De contractuele (pensioen-)besparingen beslaan een relatief groot deel van de totale particuliere besparingen. Daarnaast leidt het verschil in fiscale behandeling van verschillende spaarvormen tot belastingarbitrage, hogere marginale belastingtarieven op arbeid en investeringen en discrimineert het tegen risicovolle investeringen en nieuwe bedrijven ten gunste van financiering via schuld of ingehouden winsten⁴.

Nieuwe instrumenten: indexleningen

Om te komen tot een verdere verdieping van de Nederlandse kapitaalmarkt werd door diverse deelnemers aan het nationale economiedebat gesuggered om indexleningen op de kapitaalmarkt te introduceren. Hieronder analyseren we kort het potentieel voor indexleningen⁵.

Indexleningen zijn leningen waarbij de hoofdsom en/of de rentebetalingen worden aangepast aan de Nederlandse inflatie-ontwikkeling. De aantrekkelijkheid van de indexleningen schuilt volgens de voorstanders in het feit dat het onder bepaalde omstandigheden mogelijk is hiermee goedkoper te lenen. Het idee is dat wanneer geldgevers weten dat de waarde van hun vordering niet langer door inflatie wordt uitgehold, zij genoegen nemen met een lagere reële rentevergoeding. Zij zullen in die gedachtengang niet langer een risicopremie in de vorm van extra rentevergoeding eisen in verband met de mogelijkheid van onverwachte inflatieschokken. De indexlening is dan ook vooral een weddenschap over de hoogte van de toekomstige inflatie.

Dit laat onverlet dat indexleningen nauw lijken aan te sluiten bij de behoefte van veel pensioenfondsen, waarvan ook de verplichtingen vaak volledig zijn geïndexeerd. Indexleningen maken een betere 'matching' van beleggingen en verplichtingen mogelijk. Belangrijk voor de pensioenfondsen hierbij is wel dat op de indexleningen een voldoende hoog reël rendement wordt behaald. De ervaringen met indexleningen in Engeland tot nu toe wijzen op een gemiddeld te behalen reël rendement van 2 tot 2,5%. Het is twijfelachtig of dit door Nederlandse pensioenfondsen als voldoende wordt beschouwd. Een belangrijk argument van voorstanders van door de overheid uitgegeven indexleningen is dat de overheid in principe in staat moet worden geacht zelf het niveau van de inflatie te bepalen. Dit in tegenstelling tot particuliere emittenten van indexleningen. Dan zou het voor de overheid aantrekkelijk kunnen zijn om de staatsschuld via geïndexeerde leningen te financieren en daarmee aanzienlijke besparingen op de rentelasten van de staatsschuld te realiseren. Vooralsnog is de Nederlandse staat (nog) niet overgegaan tot de uitgave van geïndexeerd kapitaalmarktpapier. De belangrijkste motivatie voor deze afwachtende houding lijkt het feit dat de invloed van de overheid op het Nederlandse inflatietempo beperkt is en in het kader van de Europese eenwording steeds minder zal worden. Gezien de huidige omvang van het overheidstekort en de te

3. N. Vogelaar en B.G.J. Walschots, De verstopte markt voor pensioenbesparingen, *ESB*, 7 juni 1989, blz. 556-560.

4. A.L. Bovenberg, Overvloed en onbehagen: sparen en investeren in Nederland, *ESB*, 6 februari 1991, blz. 144-148.

5. Een gedetailleerde discussie over voor- en nadelen van indexleningen is te vinden in onder andere E.J. Bomhoff, *Indexatie van de staatsschuld*, Rotterdamse Monetaire Studies, nr. 12, 1983; P.A. Groenendijk, Geïndexeerde staatsschuld, *ESB*, 13 juni 1990, blz. 544-547; J.J.L. Custers, Indexleningen geen panacee voor budgettaire problemen, *ESB*, 4 juli 1990, blz. 613-616; K.P. Goudswaard en J. de Haan, Het marktpotentieel voor indexleningen, *ESB*, 24 oktober 1990, blz. 992-995; M. Damm en M. Smink, Het risico van een indexlening, *ESB*, 9 oktober 1991, blz. 1014-1017; en J.R. Pruntel, Indexatie van financiële schuldstitels, *Bank- en Effectenbedrijf*, juli/augustus 1991, blz. 21-23.

verwachten verplichte reducties van het financieringsstekort in het kader van een deelname aan de EMU vanaf 1997, durft de Nederlandse staat zich geen experimenten te veroorloven. Een alternatieve mogelijkheid om van indexeringen gebruik te maken is het financieren van infrastructurele investeringen via een investeringsfonds met door de overheid gegarandeerde indexeringen. We komen hier later nog op terug.

Het spaaroverschot

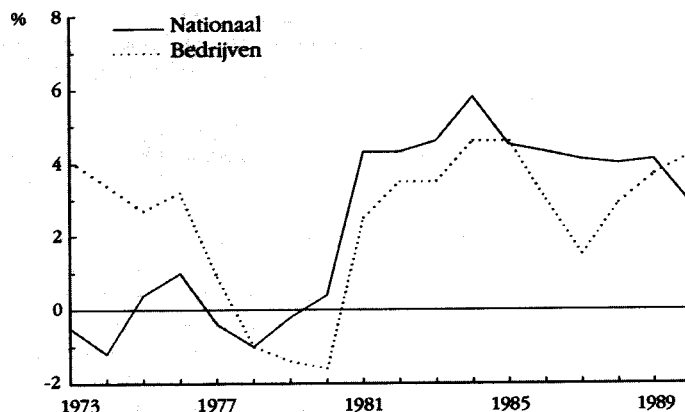
Een derde categorie van voorstellen tot verbetering van de werking van de kapitaalmarkt betreft het stimuleren van binnenlandse investeringen en het voorkomen van grootschalige kapitaalexport. Reeds vele jaren wordt de Nederlandse economie gekenmerkt door een omvangrijk nationaal spaaroverschot, tot uitdrukking komend in een positief saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. In 1991 bedroeg dit circa f 21 miljard (4,4% nni), terwijl voor 1992 een stijging naar f 25 miljard (5% nni) wordt verwacht⁶.

Dit, in vergelijking met andere OESO-landen, hoge spaaroverschot suggereert dat Nederland of te veel spaart of te weinig investeert. Het vaststellen van optimale spaar- en investeringsquotes is echter een moeilijk probleem. De optimale spaarquote hangt bij voorbeeld af van demografische (vergrijzing) en institutionele (opbouw sociale zekerheid) factoren en van endogene economische variabelen als de arbeidsparticipatie van vrouwen.

Om toch enig inzicht te krijgen in de vraag wat voor Nederland redelijke spaar- en investeringsniveaus zijn, ligt een internationale en historische vergelijking voor de hand. In de particuliere sector heeft bij bedrijven sinds 1982 een investeringsexplosie plaatsgevonden die de bruto-investeringsquote heeft teruggebracht op het niveau van begin jaren zeventig. Een internationale vergelijking van particuliere spaar- en investeringsquotes⁷ laat bovendien zien dat het spaar- en investeringsgedrag van gezinnen en overheid in Nederland vergelijkbaar is met het EG-gemiddelde in de jaren tachtig, terwijl met name de besparingen van bedrijven internationaal gezien erg hoog zijn.

Figuur 1 toont het nationaal spaaroverschot en het spaaroverschot van bedrijven. Wat opvalt is de sterke samenhang tussen deze twee variabelen. Dit kan worden verklaard door het feit dat na 1981 de vermogenspositie van bedrijven in Nederland voortdurend is versterkt door de aanhoudende loonmatiging. Dit heeft namelijk tot een herstel van concurrentiepositie en winstgevendheid en tot een toename van de investeringen tot het niveau van begin jaren zeventig geleid, maar tevens tot een sterk verbeterde liquiditeitspositie van bedrijven. Deze liquide reserves zijn grotendeels via financiële intermediaatiedoor gesluisd naar investeringen en beleggingen in het buitenland. Het betreft hier hoofdzakelijk directe investeringen in fysiek kapitaal en onroerend goed.

In zowel de media als de politiek zijn de afgelopen jaren met enige regelmaat voorstellen gedaan om nationale besparingen en investeringen beter op elkaar af te stemmen door het bestaande spaaroverschot aan te wenden voor de nationale economie. Zulke voorstellen worden vooral verdedigd door te



Figuur 1. Het nationale spaaroverschot versus het spaaroverschot van bedrijven

wijzen op het grote onbenutte arbeidspotentieel in Nederland dat via extra investeringen geactiveerd zou kunnen worden.

Bij een evaluatie van de mogelijkheden om de binnenlandse aanwending van het nationaal spaaroverschot te stimuleren valt wel direct de beperkte rol van de kapitaalmarkt op. Voor een groot deel weerspiegelt het nationaal spaaroverschot knelpunten op arbeids- en goederenmarkten. Daarom gaan we nu kort in op verschillende manieren waarop knelpunten die zich buiten de kapitaalmarkt voordoen, aangepakt kunnen worden.

Knelpunten buiten de kapitaalmarkt

Een eerste probleem is het bestaan van marktimperfecties, zoals prijsafspraken, segmentering, toetredingsbarrières en overheidsregulering, op met name binnenlandse arbeids- en goederenmarkten. Het ontbreken van internationale concurrentie leidt tot grote persistentie van dergelijke marktverstoringselementen. Een van de belangrijkste rigiditeiten in dit verband wordt trouwens gevormd door het loonvormingsproces in Nederland. De werking van de arbeidsmarkt is verstoord door onder andere het gebrek aan gedifferentieerde loonontwikkeling en het algemeen-verbindendverklaren van cao's. Op de goederenmarkten speelt vooral kartelvorming een grote rol⁸. Een verbetering van de marktwerking door het stimuleren van vrije concurrentie zal leiden tot lagere produktiekosten, hogere investeringen en meer werkgelegenheid.

Als gevolg van de geconstateerde gebrekkige marktwerking zijn de binnenlandse bestedingen in Nederland relatief laag en is de bijdrage van de sectoren die produceren voor binnenlandse consumptie aan de totale produktie te laag. Dit effect is nog versterkt door de langdurige loonmatiging in de jaren tachtig. Nergens in de OESO is de groei van het in-

6. CPB, *Macro Economische Verkenningen 1992*.

7. Zie bij voorbeeld A.L. Bovenberg, op. cit., 1991; en de *Economic Survey 1991* van de OESO.

8. In dit verband moet er op gewezen worden dat ook op de kapitaalmarkt nog concurrentie belemmerende factoren zijn. In Nederland spelen beschermingsconstructies een grote rol bij het creëren van barrières tegen onvriendelijke overnames. De afgelopen jaren zijn door de EG voorstellen gedaan om dergelijke constructies af te schaffen, het zogenaamde Bangemann-rapport.

komen per hoofd van de bevolking zo laag geweest als in Nederland gedurende het afgelopen decennium⁹. Weliswaar heeft deze loonmatiging bijgedragen aan het internationaal concurrerend houden van Nederlandse produkten, maar tegelijkertijd is hiermee de binnenlandse koopkracht kunstmatig laag gehouden. Nu begint langzamerhand een consensus te ontstaan dat matiging van de loonkosten bij voorkeur bereikt moet worden door reductie van de wig tussen bruto- en nettoloon, dat wil zeggen door het verlagen van de collectieve-lastendruk, en niet door het permanent laag houden van de nettolonen zelf. In het algemeen zal vooral een permanente reductie van de loonkosten voor bedrijven een positieve investeringsstimulus kunnen betekenen.

Als gevolg van sommige van de hierboven gesuggereerde maatregelen, zoals het reduceren van de 'wig', zal de toestand van de overheidsfinanciën verslechteren. Een drastische bezinning van de overheid op de vraag welke taken zij wel en niet moet uitvoeren lijkt geboden. Met name op de enorme bedragen die jaarlijks aan subsidies worden uitgegeven (f 40 mrd.) lijken bezuinigingen mogelijk die ver uitgaan boven de bescheiden doelstellingen in de jongste Miljoenennota (van f 1 miljard in 1992 tot f 3 miljard in 1994).

Investerings in milieu en infrastructuur

Naast de particuliere investeringen zou het ook een goede zaak zijn wanneer overheidsinvesteringen in milieu en infrastructuur toe zouden nemen. Gegeven het feit dat de overheidsfinanciën nog steeds niet uit de gevarezone zijn, zou een uitbreiding van de overheidsinvesteringen bij voorkeur gepaard moeten gaan met een daling van de overige overheidsuitgaven. De in het huidige systeem ingebouwde rigiditeiten doen echter twijfel rijzen of onder die restrictie op korte termijn wel voldoende additionele overheidsinvesteringen te verwachten zijn. Smits geeft aan dat voor de nu reeds geplande projecten na 1994 financieringsproblemen te verwachten zijn en dat bepaalde investeringen daarom pas na 2010 uitgevoerd zullen worden¹⁰. Bovendien wordt dan nog geen rekening gehouden met nieuwe wenselijke projecten die zich zeker in de komende jaren zullen aandienen.

Een alternatief voor overheidsinvesteringen zou gevormd kunnen worden door publiek-private-samenwerkingsverbanden (pps-en). Op projectbasis zou de particuliere sector wellicht overgehaald kunnen worden om dit type investeringen mee te financieren. Dit zou gedeeltelijk via indexleningen kunnen gebeuren, vooral omdat het rendement op milieu- en infrastructuurinvesteringen relatief onafhankelijk is van de hoogte van inflatie. Er moet echter voor worden gewaakt dat er niet gewoon sprake is van debudgettering. Op te richten pps-en zullen daarom op afstand van de overheid moeten opereren. Om dergelijke samenwerkingsverbanden tot een succes te maken moet de overheid zorgen dat aan een aantal noodzakelijke voorwaarden wordt voldaan. Andriessen noemt in dit verband het creëren van markten voor dergelijke projecten, het vermijden van projecten op beleggers, het vermijden van onverwachte verstoringen van overheidsregulering en het simplificeren van procedures¹¹. Bovenal moeten

projecten zo (ruim) worden gedefinieerd dat ze renderend zullen zijn. De particuliere sector zal immers ook een deel van het aan het project verbonden risico moeten dragen. Het betrekken van bij voorbeeld de Nationale Investerings Bank (NIB) bij het initiëren van dergelijke projecten lijkt daarom een goede zaak. De NIB heeft immers een uitgebreide expertise in het uitvoeren van risicodragende projecten.

Conclusie

In dit artikel hebben we in het kader van het nationaal economiedebat een evaluatie gegeven van de discussiepunten rond het functioneren van de Nederlandse kapitaalmarkt.

In zijn algemeenheid concluderen we dat er in Nederland geen gebrek is aan risicodragend kapitaal. Wel kunnen zich knelpunten voordoen op specifieke marktsegmenten als gevolg van marktimperfecties. Een voorbeeld hiervan is de venture capitalmarkt. Verbetering van de werking van deze markt moet vooral gezocht worden in een verdere ontwikkeling van uittredingsmechanismen en in het vergroten van de betrokkenheid van particuliere beleggers door ruimere fiscale prikkels.

Met betrekking tot regulering en deregulering is de Europese dimensie van overwegend belang. De speelruimte voor nationale beleidsmakers is sterk ingekrompen. Bestaande overheidsregulering van financiële markten, zoals de vigerende beleggingsrestricties voor het ABP, raken hierdoor achterhaald en zullen afgeschaft moeten worden om te voorkomen dat Nederlandse financiële instellingen al bij voorbaat op achterstand worden gezet.

De recente liberalisering van financiële markten heeft ook tot een uitbreiding van het scala aan beleggingstitels geleid. Door veel deelnemers aan het Nationaal economiedebat is gesuggereerd dat vooral indexleningen aan een verbreding van de kapitaalmarkt kunnen bijdragen. Wij concluderen dat deze leningen waarschijnlijk wel in een behoefte (van vooral pensioenfondsen) voorzien, maar dat het begrijpelijk is dat de Nederlandse overheid, gegeven de precare toestand van haar financiën, huiverig is om op al te grote schaal met dit nieuwe instrument te experimenteren. Een eventueel wel haalbare manier om indexleningen op de markt te introduceren is via een structuurfonds voor milieu- en infrastructuurinvesteringen, waarbij de overheid garant staat.

Het nationaal spaaroverschot is naar onze mening vooral een reflectie van problemen op de arbeids- en goederenmarkten. Het verbeteren van de marktwerking door onder andere loondifferentiatie en opheffing van kartels en verlaging van de loonkosten via de collectieve-lastendruk lijken hier de meest aangewezen weg om additionele arbeidsgenererende investeringen te stimuleren.

**Kees Koedijk
Clemens Kool**

9. J.J.M. Kremers, Naar een sterkere binnenlandse groeiynamiek, *ESB*, 11 december 1991, blz. 1228-1232.

10. H.N.J. Smits, Een beleid voor de infrastructuur, *ESB*, 19 februari 1992, blz. 172-175.

11. J.E. Andriessen, Overheid en groeibeeld, *ESB*, 20 november 1991, blz. 1152-1155.