



## Overheidsingrijpen in de industriefinanciering

**Auteur(s):**

Boot, A.W.A.  
Schmeits, A.

*De auteurs zijn verbonden aan de Universiteit van Amsterdam en het Tinbergen Instituut resp. de Katholieke Universiteit Brabant en het CentER.  
Dit artikel is onderdeel van het door de auteurs geleide onderzoeksproject 'Public intervention in capital markets: the case of the Netherlands'.*

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4081, pagina 928, 13 november 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

industrie, ondernemingsfinanciering

*Het recente rapport van de Rekenkamer opent de discussie over de wenselijkheid van overheidsbemoediging met de industrie. In deze bijdrage geven wij een beoordeling van het industriebeleid binnen het kader van overheidsingrijpen in de financiering van ondernemingen. De belangrijkste conclusie is dat de effectiviteit van overheidsingrijpen alleen bij gelijktijdige inschakeling van de private sector is gegarandeerd. Zo kan herhaling van fouten uit het verleden voorkomen worden.*

**In dit artikel staat de betrokkenheid van de Nederlandse overheid bij de financiering van het bedrijfsleven centraal binnen de ruimere context van het Nederlandse industriebeleid. Het Nederlandse industriebeleid is belichaamd in een aantal generieke en (sector) specifieke maatregelen, die gericht zijn op het creëren en faciliteren van een optimale industriële structuur binnen de Nederlandse economie. Overheidsinterventie in de industriefinanciering kan worden beschouwd als een belangrijk onderdeel van dit industriebeleid.**

De veelheid van maatregelen op het gebied van industriefinanciering kan een uitvloeisel zijn van het industriebeleid in het algemeen ("wij willen een kennis-intensieve industrie"), of kan gericht zijn op het verminderen cq. wegnemen van fricties in de vermogensvoorziening van ondernemingen. Dit artikel evalueert de rol van overheidsinterventie in de kapitaalmarkt gedurende de laatste decennia. Daartoe zal eerst inzicht worden geschapen in de ontwikkelingen in de structuur en de toestand van de Nederlandse industriële sector, en het functioneren van de financiële sector. Vervolgens zal vanuit het perspectief van de financiële intermediatie literatuur worden ingegaan op de theoretische motieven voor overheidsinterventie in financiële markten. Daarna volgt een overzicht en een evaluatie van de belangrijkste maatregelen die de overheid gedurende de laatste decennia heeft genomen ten behoeve van de financiering van het bedrijfsleven. Wij zullen laten zien dat hieruit lessen zijn te trekken, die van groot belang kunnen zijn voor de huidige controverse, maar ook voor de nieuwe overheidsprogramma's, zoals de 'Industriefaciliteit' en de 'Technostartersfondsen'.

### Plaatsbepaling

Het industriebeleid in zijn huidige vorm heeft zijn wortels in de zware economische crisis in de jaren zeventig en tachtig, en de daaruit voortvloeiende structurele aanpassingen in de economie. Deze periode werd gekenmerkt door grote overheidstekorten, lage winstgevendheid van bedrijven en een hoge werkloosheid. Met name het terugdringen van de hoge werkloosheidscijfers werd prioriteit in het overheidsbeleid.

In 1976 heeft dit geleid tot de *Nota selectieve groei*, die - naast de invoering van de generieke investeringsfaciliteit WIR - in de marge aandacht vroeg voor sector-specifieke ondersteuning. Hiervoor was een rol toebedacht aan de Nederlandse Herstructureringsmaatschappij (NEHEM). Ofschoon de doelstelling van de NEHEM het versterken en steunen van de Nederlandse industrie was, heeft de directe betrokkenheid van de overheid bij de uitvoering van het sector-specifieke steunbeleid (en de eenzijdige focus op behoud van de werkgelegenheid) uiteindelijk voornamelijk geresulteerd in steunverleningsoperaties gericht op zwakke ondernemingen in weinig perspectiefvolle bedrijfstakken. Na de publicatie van het WRR-rapport *De plaats en toekomst van de Nederlandse industrie* in 1980 werd de Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP) opgericht, met als belangrijkste doelstelling het verschaffen van risicodragend vermogen aan ondernemingen in veelbelovende bedrijfstakken<sup>1</sup>. Tezamen met de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen - zie later - werd hiermee een aanzet gegeven tot een onstuimige groei van de Nederlandse 'venture capital'-industrie.

De aanpassingen in de economie in de jaren zeventig en tachtig hebben de winstgevendheid van het bedrijfsleven verbeterd, maar toch bestaat de zorg dat Nederland te zeer afhankelijk is van sectoren met een lage toegevoegde waarde. Om een accentverschuiving in het beleid te bewerkstelligen werden generieke investeringssubsidies afgezworen en is men zich gaan richten op het verbeteren van het functioneren van markten en op kennis-georiënteerde initiatieven zoals het Technostartersfonds.

### Falende financiële markten

In een goed functionerend financieel systeem vindt een efficiënte allocatie van vermogen plaats tegen lage kosten. Het bestaan van fricties in de financiële sector resulteert in een verhoging van de vermogenskosten van ondernemingen, en kan zelfs de toegankelijkheid van vermogen voor ondernemingen beperken. In het laatste geval kan er sprake zijn van marktfalen<sup>2</sup>. Marktfalen kan worden veroorzaakt

door adverse selectie ('adverse selection') en/of 'moral hazard'-problemen. Adverse selectie ontstaat ten gevolge van het bestaan van informatie-asymmetrie tussen een onderneming en haar financiers over bijvoorbeeld de huidige ondernemingsactiviteiten, de kwaliteit van (aanwezige en toekomstige) investeringsprojecten en/of het toekomstperspectief. Indien het management van een onderneming betere informatie heeft met betrekking tot de kwaliteit van haar investeringsprojecten dan haar potentiële financiers, kunnen deze de werkelijke waarde van de onderneming niet precies inschatten. Dientengevolge zullen ze aan de onderneming slechts een waarde toekennen (en bijgevolg ook financieringscondities) die de gemiddelde kwaliteit van ondernemingen in de markt weerspiegelt. Bij dergelijke ongunstige condities kunnen ondernemingen van goede kwaliteit besluiten af te zien van externe financiering, en goede investeringsprojecten laten lopen (dit verschijnsel wordt aangeduid met de term 'onderinvestering'). Rationele financiers zullen hierop anticiperen en hun financieringscondities in negatieve zin bijstellen. Dit kan leiden tot een mechanisme waarin de slechte ondernemingen de goede ondernemingen uit de markt drukken, met als uiterste consequentie een compleet falen van de markt en het totaal uitblijven van investeringen.

Daarnaast zijn 'moral hazard'- of agency-problemen mogelijk. Dit duidt op problemen na het vastleggen van de contractvoorwaarden; ondernemingen kunnen hun (vaak niet geheel waarneembare) investeringsgedrag in de loop der tijd aanpassen, bijvoorbeeld door het verhogen van het risico van hun investeringsstrategieën, het verlagen van het inspanningsniveau door het management en het anderszins tentoonspreiden van opportunistisch gedrag. Dit zal (in geval van rationele verwachtingen) opnieuw leiden tot een verhoging van de vermogenskostenvoet en daaruit voortvloeiende 'onderinvesteringen'.

Informatieproblemen kunnen derhalve een efficiënte allocatie van vermogen in de economie verstoren. Ondernemingen zullen in het algemeen verschillen met betrekking tot de mate en de soort van informatieproblemen met hun financiers. Informatieverschillen zijn vaak ernstig bij kleine, jonge ondernemingen met ondernemingspecifieke activa (zoals R&D-ondernemingen). Deze ondernemingen missen veelal een 'track record' en 'visibility' (of transparantie); bovendien zijn ze vaak risicovoller en potentieel meer onderhevig aan opportunistisch gedrag.

## Oplossingen

De informatieproblemen die samenhangen met externe financiering worden beïnvloed door het type financiële contracten (vreemd vermogen, eigen vermogen of gemengde financiering) en door specifieke contractkenmerken (zoals zekerheden en clausules en covenanten). Zo is een lening die volledig met zekerheden is afgedekt niet, of slechts weinig, onderhevig aan informatieproblemen. Voor eigen vermogen geldt het tegenovergestelde. Maar ook (de keuze van) het type vermogensverschaffer (bank, financiële markt of 'venture capitalist') is van invloed. Elk van deze vermogensverschaffers vervult een specifieke rol in het omgaan met informatieproblemen en heeft een eigen invloed op de beschikbaarheid en de kosten van vermogen voor ondernemingen. In de aanwezigheid van asymmetrische informatie impliceert financiering derhalve meer dan een transfer van financiële middelen; financiering belichaamt tevens een transfer van zeggenschap en invloed. Corporate governance-aspecten worden daarom belangrijk. Wij concentreren ons hier op de specifieke rol van de te onderscheiden vermogensverschaffers; de keuze van het financieringscontract volgt hier indirect uit. We bespreken de bank, de financiële markt en de aanbieder van venture capital. [tabel 1](#) geeft een overzicht.

**Tabel 1. Belangrijkste kenmerken van typen vermogenaanbieders**

Type vermogens-aanbieder	Relevante karakteristieken en informatiefunctie
Bank	<ul style="list-style-type: none"> <li>- efficiënte informatieproductie ('screening' en 'monitoring')</li> <li>- ontwikkeling van meer-perioden relaties en 'commitments' <ul style="list-style-type: none"> <li>* intertemporele verrekening van aanloopverliezen</li> <li>* hergebruik van informatie</li> </ul> </li> <li>- concentratie van vermogen bij een/weinig aanbieders <ul style="list-style-type: none"> <li>* flexibiliteit in heronderhandelingen</li> <li>* mogelijkheid tot tijdige interventie</li> </ul> </li> </ul>
Financiële markt	<ul style="list-style-type: none"> <li>- gedecentraliseerde financiering <ul style="list-style-type: none"> <li>* weinig mogelijkheden voor monitoring/heronderhandeling</li> </ul> </li> <li>- informatie-aggregatie; feedback-rol marktprijzen naar reële sfeer</li> <li>- hoge(re) liquiditeit en betere risicospreiding</li> </ul>
Venture capital maatschappij	<ul style="list-style-type: none"> <li>- informatieproductie en hergebruik van informatie</li> <li>- combinatie van risicodragende financiering en control</li> <li>- gefaseerde financiering en commitments</li> </ul>

## Banken

Het bestaan van banken kan worden beschouwd als een institutionele reactie op het falen van het marktmechanisme ten gevolge van informatieproblemen. Banken voeren als financiële intermediairs ex ante 'screening'-activiteiten uit en doen ex post aan 'monitoring'; ze worden verondersteld dit op een meer kosten-efficiënte manier te doen dan individuele verschaffers van vermogen in de markt - dit onder meer ten gevolge van het voorkomen van 'free rider'-problemen.

Een ander belangrijk kenmerk van bankfinanciering is dat deze kan bijdragen aan het ontwikkelen van langdurige relaties en 'commitments'. De vertrouwensrelatie waarop deze zijn gebaseerd kan de uitwisseling van 'zachte' informatie vergemakkelijken. Dit hangt veelal samen met de mogelijkheid tot hergebruik van informatie. Meer-perioden-relaties kunnen zelfs bereidheid bij de bank creëren om aanloopverliezen te nemen als deze later gecompenseerd kunnen worden.

Als laatste voordeel van bankfinanciering kan worden genoemd dat de concentratie van vermogen bij één of hooguit enkele financiers

de mogelijkheid tot heronderhandelingen vergroot. Vooral wanneer bankleningen prioriteit hebben vergroot dit de mogelijkheden tot tijdig ingrijpen in geval van financiële moeilijkheden. De flexibiliteit in leningvoorwaarden speelt hier ook op in <sup>3</sup>.

### Financiële markten

Financiële-marktfinanciering (voor zover niet onderhands) wordt in het algemeen verstrekt door een groot aantal anonieme, kleine en concurrerende beleggers, die ten gevolge van 'free rider'- of coördinatieproblemen noch participeren in monitoring noch in heronderhandelingen. Een belangrijk kenmerk van financiële-marktfinanciering is dat deze informatieproductie in financiële markten kan bevorderen. Deze informatieproductie komt tot uitdrukking in de prijzen van de verhandelde claims in de markt. De marktprijzen kunnen derhalve fungeren als signalen voor de efficiënte allocatie van vermogen. Afhankelijk van de omstandigheden kunnen financiële markten daarom een 'feedback'-rol vervullen naar de reële sfeer: financiële markten kunnen worden beschouwd als een mechanisme voor de aggregatie van vele verschillende opinies in de markt met betrekking tot het toekomstperspectief. Andere voordelen van financiële-marktfinanciering die kunnen worden genoemd zijn een grotere mate van liquiditeit voor beleggers en - in geval van financiering met eigen vermogen - de mogelijkheid om op basis van de in de markt bepaalde prijzen het management te disciplineren.

### Venture capital maatschappijen

Veelal kleinere, zeer informatiegevoelige ondernemingen die een grote mate van monitoring vereisen en 'leven' van toekomstperspectief, zonder veel zekerheden te kunnen bieden aan potentiële financiers, zijn vaak aangewezen op interne middelen en 'venture capital'. Hetzelfde kan gelden voor ondernemingen die door nog onvoorspelbare herstructureringen gaan. De aanbieders van venture capital verschaffen veelal op maat gemaakte risicodragende financiering, gecombineerd met een hoge mate van zeggenschap, informatieproductie en expertise. Als intermediairs kunnen venture capital fondsen profiteren van schaalvoordelen en mogelijk hergebruik van informatie. Een belangrijk kenmerk van venture capital financiering is dat deze in het algemeen gefaseerd verloopt, hetgeen de mogelijkheden tot tijdige interventie en/of projectbeëindiging kan vergroten.

### Knelpunten

Het voorgaande theoretische overzicht laat zien dat informatieproblemen grote belemmeringen kunnen vormen voor de financiering van ondernemingen. De financiering van het bedrijfsleven is dan ook alleen voldoende gegarandeerd als de genoemde 'institutional arrangements' (bank, financiële markt en aanbieders van venture capital) voldoende ontwikkeld zijn. Hoewel het in Nederland ontbreekt aan grondig onderzoek op dit punt, zijn hierover toch een aantal algemene opmerkingen te maken.

Mede door de hoge institutionele besparingen bij traditioneel risico-averse institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen) werd het aanbod van risicodragend vermogen als te beperkt gezien. Dit verklaart ook de invoering van de nog te bespreken Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen (GPPM) voor venture capital maatschappijen en de Regeling Bijzondere Financiering (RBF) van de Nationale Investeringsbank (NIB).

Met betrekking tot de financiële markten kan opgemerkt worden dat een actieve onderhandse markt bestaat, maar dat de publieke markten een (te) bescheiden rol hebben in de financiering van ondernemingen. Dit betreft enerzijds de uitermate dunne markt voor bedrijfsobligaties, en anderzijds het relatief bescheiden aantal emissies van nieuwe aandelen. In zekere zin is dit een afspiegeling van het grote belang van bancaire financiering. Een knelpunt hier zou kunnen zijn dat door de grote concentratie die in het Nederlandse bankwezen heeft plaatsgevonden de kleinere ondernemingen onvoldoende aan bod komen. Uit internationaal onderzoek blijkt namelijk dat grote banken minder geneigd zijn kleinere ondernemingen te financieren. Dit zou mede een verklaring kunnen zijn voor de Borgstellingsregeling Midden- en Kleinbedrijf (BMKB), zie later.

### Overheidsingrijpen

De overheid heeft in de laatste decennia met vele maatregelen ingegrepen in de industrie-financiering. Wij beperken ons hier tot een drietal maatregelen, de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen, de Regeling Bijzondere Financiering en de Borgstellingsregeling Midden- en Kleinbedrijf. Deze grijpen direct aan bij één van de hierboven genoemde knelpunten, en zijn naar onze mening ook de belangrijkste arrangementen <sup>4</sup>. Enige kenmerken van deze regelingen zijn vermeld in [tabel 2](#).

**Tabel 2. Belangrijke kenmerken van (overheids-) garantieregelingen**

Garantieregeling	Doelstelling	Type financieringscontract
Gar.reg. Part. Part.maatschappijen (GPPM)	Bevorderen aanbod risicokap. t.b.v. kleine en middelgrote ondernemingen	Overheidsgarantie tot compensatie van 50% van geleden verliezen
Regeling Bijzondere Financiering (RBF)	Bevorderen aanbod risicokap. t.b.v. (middel)grote ondernemingen	Overh.gegarandeerde financiering in de vorm van leningen, garanties en deelnemingen
Borgstelling Midden- en Kleinbedrijf (BMKB)	Bevorderen aanbod krediet aan kleine en middelgrote ondernemingen	Niet-achtergestelde eningen met overh. gar.; matching met banklening

De doelstelling van de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen (GPPM) was het bevorderen van het aanbod van risicodragend vermogen aan kleine en middelgrote ondernemingen door het stimuleren van de ontwikkeling van private venture capital maatschappijen. De regeling bestond uit een overheidsgarantie voor 50% van de verliezen geleden op investeringen door venture capital fondsen. In de jaren tachtig kon een zeer significante stijging van het aantal aanbieders van venture capital worden waargenomen. De GPPM-regeling werd per eind 1995 afgeschaft. Het aanbod van venture capital is echter blijven groeien. Jaarlijks is ongeveer f. 600 mln. beschikbaar.

### *Evaluatie GPPM*

Door de GPPM zijn vanuit het niets in een decennium een hondertal venture capital maatschappijen ontstaan, met een dito groei aan venture capital verstrekkingen. Gezien het nog steeds groeiende aanbod van venture capital (zelfs na afschaffing) zou gesteld kunnen worden dat de introductie van de GPPM een soort trendbreuk heeft bewerkstelligd, en uit dien hoofde zeer succesvol is geweest (en als goede besteding kan worden gezien voor het al tot f. 180 mln. gecumuleerde verlies van de overheid op dit moment). De belangrijkste kritiek op de regeling is dat deze een dermate grote invloed had - venture capital maatschappijen schoten als paddestoelen uit de grond - dat de expertise in de branche geen gelijke tred kon houden. Ondanks overheids subsidie werd over de periode 1986-1994 een bruto-rendement op participaties in startende ondernemingen behaald van -6%.

Een mogelijk fundamenteel bezwaar tegen deze regeling is dat de verliescompensatie uitnodigt tot een soort 'moral hazard' bij de venture capitalist. De venture capitalist kan er nu belang bij hebben het risico op te schroeven (een gedeelte van het neerwaartse risico is afgedekt door de overheid, terwijl het opwaartse potentieel geheel aan hem toekomt). Ook kunnen projecten die zonder subsidie een negatieve netto contante waarde hebben nu plotseling wel boven de streep komen. Deze overwegingen duiden op mogelijke verstoring in 'incentives'. Hoe belangrijk dit is valt moeilijk in te schatten; het (aanzienlijke) deel van het risico dat in handen blijft van de aanbieder van venture capital zal in elk geval voor enige terughoudendheid zorgen.

### *De Regeling Bijzondere Financiering (1971)*

De Regeling Bijzondere Financiering (RBF) is gericht op het wegnemen van fricties in de kapitaalmarkt voor (middel)grote ondernemingen met goede vooruitzichten. De regeling is bedoeld om ondernemingen, die geen toegang hebben tot vergelijkbare bancaire (óf markt-) financiering tegen redelijke kosten overheidsgegarandeerde financiering te bieden in de vorm van leningen, garanties en (minderheids)deelnemingen. De regeling wordt uitgevoerd door de NIB. De belangrijkste financieringsfaciliteit in het kader van de RBF betreft het AA-krediet ('Aangepast Achtergesteld' Krediet). Dit belichaamt achtergestelde leningen onder 90% overheidsgarantie, met een looptijd tussen 7,5 en 15 jaar.

### *Evaluatie RBF*

In rapportages van het ministerie van Financiën (evaluatie juni 1996) en de NIB wordt geconstateerd dat de RBF in een grote behoefte voorziet. In het bijzonder wordt opgemerkt dat de faciliteit tot veel additionele bancaire financiering leidt. Dit laatste zorgt ervoor dat de private sector ook deelt in het risico (zonder de verstoringen die de verliescompensatie van de GPPM veroorzaakt). Hiermee wordt enige marktdiscipline geïntroduceerd, en lijkt het waarschijnlijker dat deze faciliteit inderdaad gebruikt wordt voor meer perspectievolle ondernemingen. Eerdere problemen zoals bij NEHEM lijken dan ook voorkomen te worden. Hierbij zal ook van belang zijn dat in tegenstelling tot het functioneren van NEHEM, de overheid geen directe invloed heeft (of zou moeten hebben) op de kredietverlening onder de RBF-regeling<sup>5</sup>. De regeling is redelijk kostendekkend, en lijkt slechts zeer beperkte subsidies te bevatten.

De vraag blijft, wat deze regeling toevoegt aan het aanbod van kapitaal door venture capital maatschappijen. Hier is geen bevredigend antwoord voorhanden. In rapportages wordt gesuggereerd dat venture capital maatschappijen niet altijd voldoen omdat ze te veel zeggenschap en invloed eisen. Dit type antwoord roept meer vragen op dan het beantwoordt.

### *De Borgstellingsregeling Midden- en Kleinbedrijf*

Het doel van de Borgstellingsregeling Midden- en Kleinbedrijf (BMKB) is om de kredietverlening aan kleine en middelgrote ondernemingen te bevorderen. In het kader van deze faciliteit verstrekken dertig banken commerciële, niet achtergestelde leningen, veelal zonder zekerheden, met een overheidsgarantie van 90%. Banken moeten het onder deze faciliteit beschikbaar gestelde financieringsbedrag bovendien matchen met een gelijk bedrag aan private financiering voor eigen risico. Voor de financiering van startende ondernemingen bedraagt de overheidsgarantie 100% en hoeft matching slechts op halve basis plaats te vinden. Jaarlijks worden voor ongeveer f. 700 mln. kredietgaranties gesteld.

### *Evaluatie BMKB*

De BMKB is waarschijnlijk de minst controversiële regeling. De regeling voorziet in een grote behoefte. Op zich is dit niet verwonderlijk. Ons overzicht van de financiële intermediaatiele literatuur gaf aan dat juist voor deze categorie ondernemingen knelpunten kunnen bestaan in de vermogensverschaffing. De uitvoering van de BMKB ligt geheel in de private sector (de commerciële banken) en tevens zorgt de matching ervoor dat deze private sector risico draagt. Hiermee lijken objectiviteit en marktdiscipline gegarandeerd. Het is dan ook niet zo verrassend dat de kosten van deze regeling beperkt zijn.

## **Algemene evaluatie en conclusies**

Theoretische inzichten ontleend aan de financiële intermediaatiele literatuur, maar ook gesuggereerde inefficiënties in het aanbod van kapitaal in de Nederlandse financiële sector, bieden enige ondersteuning voor het overheidsingrijpen in de industriefinanciering. Een interpretatie van de geëvalueerde regelingen GPPM, RBF en BMKB is dan ook dat deze gericht zijn op het neutraliseren van fricties in de vermogensvoorziening (dus correctie voor mogelijk marktfalen). In mindere mate lijken deze instrumenten onderdeel van industriebeleid. Grosso modo zijn ze niet gericht op behoud van werkgelegenheid; een traditionele doelstelling van industriebeleid. Wel lijken ze mede

bedoeld als stimulant voor de gewenste(?) verschuiving naar activiteiten met een hogere toegevoegde waarde. Dit laatste lijkt ook de enige legitieme rationale voor de aanzienlijke door de overheid gerealiseerde verliezen op de GPPM-regeling. Wij hebben echter sterk de indruk dat de risico-deling (verliescompensatie) in de GPPM-regeling ongelukkig is gekozen, en dat op een meer verantwoorde -en kostendekkende- wijze een vergelijkbare impuls aan de verschaffing van venture capital had kunnen worden gegeven <sup>6</sup>.

Vanuit een historisch perspectief inzake overheidsingrijpen in de industrie-financiering mag geconcludeerd worden dat deze drie regelingen hebben geleerd van fouten inherent in de structuur van NEHEM, maar ook de meer recente MIP <sup>7</sup>. In het bijzonder is de uitvoering in handen gelegd van de private sector, met ook een aanzienlijke participatie van de private sector in het risico.

In het geval van de door de Rekenkamer bekritiseerde steunverlening aan Fokker, DAF en Nedcar, heeft de overheid zich gericht op rendementsherstel (dus toekomstperspectief) bij deze bedrijven <sup>8</sup>. In zoverre is getracht eerdere fouten (zoals bij de steunverlening aan RSV) te vermijden. Wel is kritiek mogelijk op de slechts beperkte inschakeling van de private sector. Deze toets van marktdiscipline is onmisbaar en de enige werkelijke garantie tegen herhaling van fouten uit het verleden <sup>9</sup>. In dit kader past ook enige zorg voor de in 1993 gecreëerde Industriefaciliteit, en de recent voorgestelde Technostartersfondsen. Deze faciliteiten zijn moeilijk te plaatsen. De Industriefaciliteit bestaat uit een syndicaat van de overheid en private marktpartijen, gericht op de verstrekking van risicodragende financiering aan (middel)grote ondernemingen. De Technostartersfondsen zijn (beoogde) samenwerkingsverbanden tussen lokale ontwikkelingsmaatschappijen en private venture capital bedrijven, gericht op risicodragende financiering van kleine, startende ondernemingen ('technostarters'). In hoeverre deze regelingen waarde toevoegen aan de financiering die voorhanden is bij de nu talrijke venture capital maatschappijen is zeer de vraag. Het lijkt onwenselijk om met gecombineerde publieke/private initiatieven te gaan vissen in dezelfde markt <sup>10</sup>.

Een laatste - maar zeer fundamentele - vraag is met het voorgaande nog niet beantwoord. Moet - zelfs bij perfect werkende financiële markten - het private initiatief worden gesubsidieerd? Een mogelijk bevestigend antwoord is dat elk individu maar een beperkt risico kan dragen. Ondernemerschap is een soort niet-diversifieerbaar risico. Vanuit een maatschappelijk gezichtspunt zou dit leiden tot te weinig ondernemerschap. Dit rechtvaardigt mogelijk overheidsingrijpen, tenzij we in Keynes' 'animal spirits' kunnen geloven als 'the true trade of mankind'

---

1 De MIP was niet buitengewoon succesvol. Tot 1991 was de overheid de belangrijkste aandeelhouder. In dat jaar fuseerde de MIP met APM tot het private fonds Alpinvest.

2 Zie onder meer G. Akerlof, The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 1970, blz. 488-500.

3 Zie A.W.A. Boot en L.H. van Goor, De toekomst van bancaire financiering, *ESB*, 27 juli 1994, blz. 656-660, en L.H. van Goor en L.J.R. Scholtens, [Zijn we beter af met industriebanken?](#), *ESB*, 28 augustus 1996, blz. 704-708.

4 De rol van institutionele partijen, zoals de regionale ontwikkelingsmaatschappijen en de NIB, blijven in dit artikel buiten beschouwing; zie hiervoor de te verschijnen studie vermeld bij de auteur(s).

5 De autonomie van de NIB biedt enig soelaas tegen directe politieke druk.

6 Gedacht kan worden aan een meer 'symmetrische' risicoparticipatie van de private sector (waarbij de private sector deelt in winsten én verliezen) in plaats van de 'asymmetrische' verliescompensatie. Deze zou dan meer lijken op de risicoparticipatie zoals die geldt onder de RBF en de BMKB.

7 De Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP) kende een 'technocratische' managementstructuur zonder een duidelijke rol voor de private markt of de overheid.

8 Zoals ook in de Industriebrief van 1993 is benadrukt.

9 De kritiek van de Rekenkamer zien wij eerder als procedureel. Zij vraagt terecht om verantwoording en duidelijkheid over de toetsingsgronden voor aanzienlijke steunverleningsoperaties.

10 Voorzover de kleinere schaal van projecten een onderscheidend element is, kan door een eenmalige subsidie op kleinere participaties (zonder verder risico bij de overheid) een tegemoetkoming worden gegeven voor de 'vaste kosten' van de venture capital maatschappijen. In de Industriefaciliteit is marktdiscipline weliswaar aanwezig, maar kan de combinatie tussen de overheid en de private sector aanleiding geven tot belangenconflicten. Zo is het onduidelijk waarom de vertegenwoordigers van de private sector in het kader van deze faciliteit ondernemingen willen financieren aan wie zij in de private markt geen financiering willen verstrekken. Verder maakt ze het optreden van een 'moral hazard in teams'-effect in het syndicaat mogelijk. Ten slotte is het niet duidelijk waarom de beoogde risicospreiding overheidsdeelname in het syndicaat vereist.