

## Ppm-regeling verdient zorgvuldige evaluatie

### Inleiding

In ESB van 24 augustus jl. hebben de heren J.W.R. Schuit en D.G. van der Werf een vlotte evaluatie gemaakt van de Garantieregeling ppm, de overheidsregeling waaronder erkende participatiemaatschappijen onder stringente voorwaarden een 50% overheidsgarantie krijgen op investeringen in het risicodragend vermogen van kleinere ondernemingen. Vooruitlopend op de officiële overheidsvaluatie, die in 1989 is voorzien, komen zij alvast tot de conclusie dat de ppm-regeling "momenteel geen zichtbare bijdrage meer levert op het gebied van de verschaffing van risicodragend vermogen in Nederland". Voorwaar een conclusie die opzien baart.

Met veel belangstelling heb ik dan ook het betoog gevolgd. Daarbij heb ik mij niet laten afleiden door enkele slordigheden, zoals de bovengrens van het aantal werknemers van bedrijven waa-

rin ppm's mogen deelnemen, die de auteurs op 200 hebben gesteld in plaats van 500, of mijn plotselinge benoeming door de auteurs tot voorzitter van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen NVP, waarvoor ik al sinds de oprichting de functie van secretaris vervul. Ik trof in het betoog echter enkele andere slordigheden aan die niet met de mantel der liefde kunnen worden bedekt.

### Snelle groei

Zo'n slordigheid is onder andere de 'constatering' dat de hoogte van het investeringsniveau op jaarbasis is achtergebleven bij de f 100 miljoen die werden verwacht. Immers, in 1987 (zie figuur 1) werd maar liefst ruim f 160 miljoen onder de ppm-regeling geïnvesteerd, en ook 1988 (meer dan f 60 miljoen geïnvesteerd in de eerste zes maanden) zal ruim boven de f 100 miljoen uitkomen.

Ook bevreemdt mij de constatering van de auteurs: "Slechts 16% van het totale geïnvesteerde vermogen staat uit onder de Garantieregeling. Nederlandse venture capitalisten schijnen anno 1988 de voorkeur te geven aan investeringen zonder Garantieregeling". Het geconstateerde beperkte aandeel van investeringen onder de Garantieregeling heeft hele andere oorzaken. Investeringen buiten de regeling betreffen met name:

- pakketten van vóór 1981, toen de Garantieregeling nog niet bestond;
- pakketten van organisaties die niet

gerechtigd zijn om investeringen onder de Garantieregeling te doen (met kleine uitzonderingen betreft het hier de regionale-ontwikkelingsmaatschappijen);

- pakketten met een omvang boven f 4 miljoen, waarvoor evenmin van de Garantieregeling gebruik mag worden gemaakt;
- ten slotte zij genoemd dat onder de regeling geen bestaande aandelen mogen worden aangemeld. Via een aanscherping van de regeling op dit punt zijn management buy-outs niet meer onder de regeling te brengen.

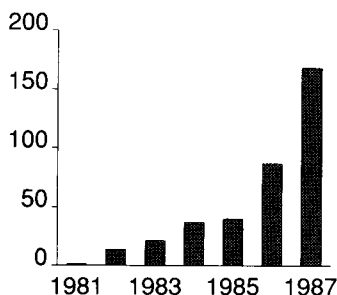
Opvallend is juist dat het aandeel van participaties onder de regeling over de jaren heen duidelijk is gegroeid<sup>1</sup>. In 1981, het eerste jaar van de regeling, vond 3% van de geregistreerde investeringen van venture capital plaats onder de ppm-regeling. In 1983 was dat al opgelopen tot zo'n 20%, en in 1987 vond zelfs 40% van de venture-capital-investeringen onder de ppm-regeling plaats. De ppm-investeringen zijn in 1987 nog gestegen, terwijl de overige venture-capital-investeringen licht daalden.

### Nieuwe markt

Dank zij de ppm-regeling is het bovendien mogelijk gebleken een markt te creëren voor kleinere deelnemingen in bedrijven. Zo werd vóór de instelling van de ppm-regeling (1980) nauwelijks geïnvesteerd in kleinere projecten, die per geïnvesteerde gulden nu eenmaal duurder zijn en in de praktijk veelal ook riskanter zijn gebleken. Na de instelling van de ppm-regeling kwam deze groep wél aan bod, zoals blijkt uit figuur 2.

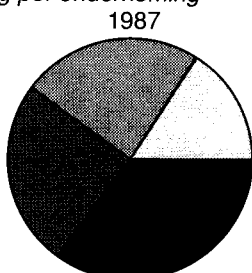
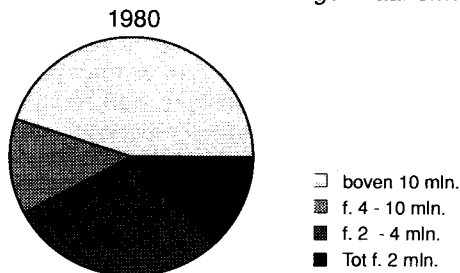
1. De NVP baseert zich niet op eenmalige onderzoeken. De NVP maakt gebruik van de cijfers van De Nederlandsche Bank over de PPM-regeling. Daarnaast houdt de NVP zelf een databestand bij dat alle investeringen en desinvesteringen van de NVP-leden worden opgenomen. Dit betreft zowel investeringen onder de regeling als investeringen buiten de PPM-regeling. In totaal is op deze wijze 90% van de professionele venture-capitalmarkt in Nederland op een consistente wijze in kaart gebracht. Voor informatie over de Nederlandse venture-capitalmarkt verwijs ik verder naar het NVP-Jaarboek en het kwartaalblad NVP-Bericht.

Figuur 1. Investeringen onder de Ppm-regeling per jaar, in mln. gld.



Bron: De Nederlandsche Bank.

Figuur 2. Overzicht van investeringen naar omvang per onderneming



Bron: Nederlandse Venture Capital Gids; NVP-Jaarboek 1988.

Dat startende ondernemingen voor hun eventueel benodigde niet-bancaire financiering vaak bij familie en bekenden zouden (moeten) aankloppen, zoals ik in het artikel geciteerd wordt, is in zijn algemeenheid juist, maar betreft een discussie over de financiering van starters in het algemeen. Deze discussie staat volledig los van de discussie over de ppm-regeling, gegeven het zeer bijzondere karakter van venture capital. Venture capital is immers slechts voor een zeer selecte groep starters van belang, namelijk de naar schatting 2% van de starters die de potentie hebben om uit te groeien tot een sterk middelgroot bedrijf. Deze doelgroep vereist wel degelijk een eigen benadering.

---

### Extra investeringen?

Ik meen dan ook dat de Garantieregeling ppm een aanmerkelijk zorgvuldiger evaluatie verdient dan de beide auteurs nu hebben gegeven. Gelukkig geven zij daartoe wel enige aanzetten. Zo wijzen zij er op dat het nuttig is om na te gaan te gaan in welke mate de Garantieregeling tot additionele venture-capital-investeringen leidt.

Helaas vallen zij daarbij in dezelfde valkuil als eerder al te veel onderzoekers van de WIR gevallen zijn. Zij stellen dat de ppm-regeling geen rol in het investeringsbeslissingsproces speelt: "Wat dit betreft zijn er parallellen met de onlangs afgeschafte WIR-regeling (...). Een ondernemer investeert wanneer het in de ontwikkeling van zijn bedrijf past, en laat zich in het algemeen door een vergoeding niet leiden tot het doen van aanzienlijke extra-investeringen".

Bij dergelijke vergelijkingen ben ik genooddaakt om ook dit WIR-uitstapje van de beide auteurs nader te bezien. Afgezien van de gegrondheid van de stelling dat ondernemers bij individuele investeringsbeslissingen met de WIR geen rekening zouden houden, gaan de auteurs er namelijk aan voorbij dat de WIR-betalingen tussen 1982 en 1987 in totaal zo'n f 27 miljard hebben bedragen. De WIR heeft daarmee een grote invloed gehad op de financiering van de onderneming als geheel. Zonder de WIR zou menig ondernemer niet of slechts gedeeltelijk in staat geweest zijn tot het doen van door de auteurs aangehaalde investeringen "wanneer het in de ontwikkeling van zijn bedrijf past". Terecht is bij het op nul stellen van de basispremie van de WIR dan ook gezorgd voor alternatieve maatregelen om de financieringspositie van het bedrijfsleven op peil te houden.

Maar laat ik deze zijstap niet vervolgen. Tenslotte staat hier niet de WIR ter discussie. Ook bij de ppm-regeling wil

ik een bredere analyse voorstaan. De Garantieregeling ppm draagt, net als de WIR, bij aan rentabiliteit en cash flow. Dit verruimt de interne financieringsmogelijkheden van een ppm. Zeker zo belangrijk is de invloed van de regeling op de externe financiering. De ppm-regeling is voor veel participatiemaatschappijen een belangrijke steun bij het aantrekken van aandeelhouders. Daarbij speelt een rol dat het beleggen in venture capital nu eenmaal een activiteit is waarbij de verliezen zich al snel aandienen, terwijl winstgevendende projecten in de groeifase steeds meer geld vragen en pas bij verkoop winst opleveren. De interne financiering is daarom veel beperkter dan in andere bedrijfstakken.

De ppm-regeling heeft ertoe geleid dat banken en institutionele beleggers voor enkele honderden miljoenen gulden als aanbieders van risicodragend vermogen zijn gaan optreden. Juist deze financiële instellingen waren hiertoe voor de afkondiging van de Garantieregeling slechts zeer beperkt bereid gebleken. Ook voor de funding van kleinere regionale participatiemaatschappijen speelt de ppm-regeling een essentiële rol.

Daarnaast speelt de ppm-regeling een belangrijke rol bij de portefeuillesamenstelling van de participatiemaatschappijen (zie figuur 2). Dank zij de Garantieregeling wordt gekozen voor het beschikbaar stellen van meer geld voor kleinere projecten.

---

### De rol van de ppm

Een ander punt van kritiek is dat in de analyse van de auteurs een strikte scheiding wordt gemaakt tussen ppm's enerzijds en niet-ppm's anderzijds. Dat is uitermate misleidend. Een aantal participatiemaatschappijen die als ppm zijn opgericht, betreden inmiddels ook andere onderdelen van de venture capital markt (over uitstralingseffecten gesproken). Omgekeerd hebben momenteel vrijwel alle bestaande participatiemaatschappijen een ppm voor het doen van investeringen in nieuw geld voor kleinere ondernemingen.

Zoals gezegd, speelt de ppm-regeling een grote rol bij de portefeuillesamenstelling van de participatiemaatschappij. Schuit en Van der Werf hebben aangegeven dat zij geen positief onderscheid zien tussen investeringen van ppm's en investeringen van niet-ppm's ter zake van geëist rendement c.q. affiniteit tot de financiering van startende bedrijven. Hier wreekt zich nog eens dat de auteurs de groep 'niet-ppm's' niet nader hebben uitgesplitst.

Naast de eerder genoemde maatschappijen, waarvoor de ppm een onderdeel is van de totale activiteiten,

wordt de groep niet-ppm's namelijk sterk bepaald door de verschillende regionale-ontwikkelingsmaatschappijen. Deze maatschappijen kennen niet een 50%-verliesafdekking zoals de ppm's, maar hebben in de onderzochte periode een 100%-verliesafdekking gehad. Zonder hier een discussie over de regionale-ontwikkelingsmaatschappijen te beginnen, moge duidelijk zijn dat eventuele lagere rendementseisen c.q. meer aandacht voor riskantere doelgroepen, dan ook een heel andere achtergrond hebben dan de auteurs suggereren.

Dat de regeling geen extra stimulans zou betekenen voor starters en hi-tech bedrijven, zoals de auteurs suggereren, lijkt niet in overeenstemming met de feiten. Investerings in de researchfase van een project ('seed capital') door professionele venture-capitalmaatschappijen vinden voor 60% onder de regeling plaats<sup>2</sup>. De investeringen in groeisectoren als communicatie, elektronica, biotechnologie, informatica en geneesmiddelen maken 25% uit van de portefeuille van de Nederlandse beleggers in venture capital. Met 34% is dit percentage onder de ppm's aanmerkelijk hoger<sup>3</sup>.

---

### De rol van de overheid

Ook de vraag van de beide auteurs of de "verschaffing van venture capital niet gemakkelijker plaats kan vinden zonder overheidsbemoeienis", komt op mij zeer vreemd over. De kwaliteit van de ppm-regeling is juist dat de overheid de uitvoering van financieringen onder de regeling geheel aan de markt heeft gedelegeerd. Daarbij hebben alle marktpartijen gelijke kansen omdat de oprichting van een ppm, mits aan eisen van professionaliteit en integriteit is voldaan, voor iedereen openstaat. De regeling is derhalve een schoolvoorbeeld van een marktconforme maatregel.

---

### Uitstralingseffecten

Zonder te streven naar een volledige evaluatie van de ppm-regeling, wil ik toch de batenkant van de ppm-regeling niet onvermeld laten. In Nederland blijkt in korte tijd de nieuwe bedrijfstak van de venture-capital-verstrekking van de

---

2. Overigens is het in dit kader jammer dat de overheid recent de financiering van deze starters onder de regeling bemoeit heeft door een vergoeding in het eerste jaar van deelneming door een ppm – voor veel starters juist de kritische periode – onder de regeling uit te sluiten.

3. Cijfers: NVP-Databank. Met dank aan drs. J.C. Reichardt.

Tabel 1. Groei van 143 met venture capital gefinancierde ondernemingen in de jaren voor hun beursnotering in het Verenigd Koninkrijk, bedragen in mln. in prijzen van 1987

Jaren vóór introductie	Omzet		Winst		Werknemers		Belastingen	
	totaal	gem.	totaal	gem.	totaal	gem.	totaal	gem.
4	3,308	23,1	142,3	0,995	37,752	264	29,9	0,209
3	3,365	23,5	142,7	0,998	37,752	264	20,0	0,140
2	4,012	28,1	151,3	1,058	55,198	386	25,3	0,177
1	4,026	28,2	245,2	1,715	65,780	460	66,2	0,463
0=introductie	4,667	32,6	361,6	2,529	67,496	472	92,4	0,646
Groeivoet		9,0%		26,3%		15,6%		32,6%

Bron: British Venture Capital Association.

grond te zijn gekomen. Dit is voor een belangrijk deel aan de ppm-regeling te danken. De regeling heeft in sterke mate een katalysator-functie vervuld, en ten aanzien van participaties in kleinere ondernemingen doet zij dat nog steeds.

Veel nieuwe projecten c.q. nieuwe bedrijven waarvoor geen traditionele financiering beschikbaar is, zijn met venture capital gefinancierd. Veel van deze nieuwe bedrijven en bedrijfsactiviteiten hebben een innoverend karakter, waardoor slechts in beperkte mate sprake is van het verdringen van werkgelegenheid elders. Veel van de productie van deze bedrijven wordt bovendien geëxporteerd. Daarnaast wordt via de toeleveranciers en de afnemers van deze bedrijven additionele werkgelegenheid in andere sectoren geschapen. Van deze werkgelegenheidseffecten zijn in Nederland nog geen betrouwbare schattingen gemaakt. Wel kan worden gewezen op onderzoek in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk<sup>4</sup>, waarbij het positieve effect van venture capital op de macro-economische groei is aangetoond (zie tabel 1).

Voor Nederland kan wel een schatting gemaakt worden van het aantal werknemers dat werkzaam is in bedrijven die substantieel (laten we zeggen, voor meer dan 5% van het eigen vermogen) met venture capital zijn gefinancierd. Waarschijnlijk komen we dan uit op een aantal in de orde van 50.000 werknemers. Het werkgelegenheidseffect van venture capital moet dan ook belangrijk worden geacht. Daarbij is de ppm-regeling, anders dan de venture-capital-markt als geheel, uitsluitend gericht op het versterken van *nieuw* geld aan ondernemingen. Het overnemen van pakketten, dat vroeger nog wel eens gebeurde, vindt momenteel onder de ppm-regeling niet plaats.

Dank zij de regeling komt momenteel jaarlijks meer dan f 100 miljoen aan nieuw risicodragend vermogen voor directe investeringen beschikbaar. Op basis van dit geld komt aan normale bancaire financiering zeker f 100 miljoen extra beschikbaar. Gegeven de

moeilijke additionele financierbaarheid van de betrokken ondernemingen c.q. projecten binnen het normale bancaire circuit is er dus sinds 1981 al sprake geweest van een investeringsimpuls van ruim f 800 miljoen, nog even afgezien van de uitgelokte investeringen bij onder andere de toeleveranciers. Indien we bovendien aannemen, zoals uit Engels en Amerikaans onderzoek blijkt, dat bedrijven die door venture capital zijn gefinancierd meer dan gemiddelde groeikansen hebben, dan moet gesproken worden over een zeer aanzienlijk groeipotentieel voor de toekomst.

### Samenvatting en conclusie

De Garantierегeling ppm is een grote stimulans gebleken voor het ontstaan van een groot aantal participatiemaatschappijen in ons land. Ook voor zover participatiemaatschappijen buiten de ppm-regeling opereren wordt sterk meegeprofiteerd die via deze regeling heeft plaatsgevonden. Het belang van de ppm-regeling voor de totale markt neemt toe. Met name voor kleinere participaties, en voor het aantrekken van nieuwe middelen door de participatiemaatschappij zelf, blijkt de ppm-regeling van groot belang.

Schuit en Van der Werf hebben enkele goede voorzeten gegeven voor de evaluatie van de ppm-regeling. Helaas zijn zij er echter niet in geslaagd deze aandachtspunten zodanig te onderbouwen dat op basis daarvan enige conclusie te trekken valt.

#### Evert Elbertse

De auteur is secretaris van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, NVP.

4. A.D. Little Inc., *Summary of the economic impact of the small business investment company program*, National Association of Small Business Investment Companies, Washington, 1981. Venture Economics Ltd., *Survey of the impact of venture capital in the UK*, British Venture Capital Association, 1987, bijgewerkt in 1988.

## Naschrift

De redactie van *ESB* stelt ons in de gelegenheid kort te antwoorden op de reactie van dr. E.A.M. Elbertse op ons artikel in *ESB* van 24 augustus jl. Van deze mogelijkheid maken wij graag gebruik, al was het alleen al om de duidelijkheid rond een blijkbaar verwarrend verschijnsel te vergroten. Bij het betoog van de heer Elbertse willen wij de volgende kanttekeningen plaatsen.

## Volume

De constatering van het feit dat de investeringen onder de ppm-regeling achterbleven bij het gewenste niveau (f 100 mln. per jaar) is niet van onszelf, maar zoals uit de voetnoot blijkt van de overheid. Duidelijk stelt men in het evaluatierapport 1986, dat men weldra dit niveau dacht te realiseren. In 1986 concludeert de overheid dat deze omvang helaas nog niet bereikt is. Bij de afsluiting van ons onderzoek per 1 januari 1988 waren de gegevens over 1987 nog niet beschikbaar. Overigens is de in dit jaar waargenomen toename zeer wel verklaarbaar vanuit de in ons artikel aangegeven 'oneigenlijk gebruik'-gedachte.

De heer Elbertse verdedigt de omvang van het aandeel van investeringen onder de garantierегeling op grond van de gedachte dat er veel investeringspakketten van voor 1981 zouden zijn. Dit verklaart naar zijn mening waarom slechts 16% van de investeringen onder de regeling valt. Zoals de heer Elbertse in zijn databank kan nagaan is het overgrote deel van de Nederlandse 'venture capital'-maatschappijen pas na 1981 opgericht. Bovendien hebben wij in ons artikel aangegeven, dat wij de cijfers geschoond hebben voor de invloed van de NPM, de grootste participatiemaatschappij van vóór 1981.

De constatering dat de aanwezigheid van pakketten boven de 4 miljoen gulden het beeld zou hebben vertroebeld is slechts ten dele waar: van alle investeringen onder de f 4 miljoen (in totaal iets meer dan f 1 miljard; peildatum 1 januari 1988) is slechts 28% onder de regeling geïnvesteerd. De 'verontschuldiging' van de heer Elbertse, dat vanwege de door de garantierегeling niet toegestane management buy-outs het investeringsvolume van de officiële ppm's gedrukt wordt, kunnen wij niet anders zien dan als een bezwaar tegen het functioneren van de maatregel.

Terecht constateert Elbertse op verschillende plaatsen de verstoringe invloed bij evaluaties van de werking van de regionale ontwikkelingsmaatschap-

pijen. Juist daarom hebben wij zoals aangegeven het materiaal gecorrigeerd en daarmee deze potentiële verstoring geëlimineerd. Elbertse baseert zijn opvatting op dit punt op gegevens van de NVP-databank. Nog afgezien van de bekende tekortkomingen van dergelijke databanken is dit echter nauwelijks een argument om de kwaliteit van op andere wijze systematisch over een aantal jaren ten behoeve van verschillende onderzoeksvragen ter zake verzameld materiaal in twijfel te trekken. Evenmin worden er nieuwe steekhoudende argumenten aangedragen die onze conclusies zouden aantasten.

---

## Over guldens en eenheden

---

De heer Elbertse tracht, ondersteund door figuur 2, te betogen dat in de periode 1980-1987 aanzienlijk meer in kleinere projecten is geïnvesteerd. Hij heeft daarbij naar deelnemingen in *guldens* gekeken. Wij hebben ons juist geconcentreerd op het feitelijke aantal projecten waarin geïnvesteerd werd. Sinds een aantal jaren is, zoals ook in de databank zal zijn waar te nemen, de gesyndiceerde financiering van grotere projecten toegenomen. Dat wil zeggen dat verscheidene participatiemaatschappijen deelnemen in één groter project. Dit sluit enerzijds aan bij de ook door Elbertse geconstateerde tendens tot spreiding van risico in de portefeuille van individuele participatiemaatschappijen, terwijl het tevens de mogelijkheid opent om investeringen groter dan f 4 mln. onder te brengen onder de garantieregeling. Men kan er natuurlijk over twisten of het hier om oneigenlijk gebruik van de regeling gaat.

Belangrijk is echter onze constatering dat onder de regeling niet méér startende bedrijven in hun vermogensbehoefte hebben kunnen voorzien dan daarbuiten. In dit verband beangstigt de opmerking van de heer Elbertse ons enigszins waar hij zegt dat de ppm-regeling losstaat van starters-financiering. Staat in de eerste regel van de regeling, zoals gepubliceerd in de *Staatscourant* (nr. 77, 1981) niet: "Overwegende, dat voor de *totstandkoming* en de groei van kleine en middelgrote ondernemingen....".

Hoeveel wij ons ten dele kunnen vinden in de kritiek op onze parallel met de WIR kunnen wij er niet omheen dat in de interviews duidelijk naar voren kwam dat het voor de vermogensverschaffende participatiemaatschappijen bijna steeds van weinig belang bleek of zij investeerden onder de ppm-regeling-met-vergoeding-achteraf of daarbuiten. Het gaat in eerste instantie om de kwaliteit van het project. Een dergelijke conclusie is helaas niet uit een databank af te leiden.

De gedachte, door Elbertse uitvoerig uitgesponnen, dat de ppm-regeling juist van belang is voor de aandeelhouders van de ppm's omdat zij een prikkel zou zijn – additioneel – vermogen aan de ppm beschikbaar te stellen gaat geheel voorbij aan de juridische en vooral fiscale consequenties van de onder de regeling gebrachte projecten voor die aandeelhouders. Daarbij spreken wij dan nog niet over de relatieve (i.e. geringe) omvang van de ppm-deelnemingen in de beleggingsportefeuille van de betreffende instituties.

Bij onze opsplitsing tussen ppm en niet-ppm zijn wij secuur te werk gegaan. De activiteiten van participatiemaatschappijen zijn zoveel mogelijk opgesplitst in projecten die wel respectievelijk niet onder de regeling vielen, terwijl categorie en investeringsfase zorgvuldig in het oog gehouden zijn. Ook de vermeende slordigheid bij de analyse van de rendementseisen spreekt ons niet aan. Zoals gezegd is de invloed van de regionale-ontwikkelingsmaatschappijen bij de gehele evaluatie geëlimineerd. Het feit dat banken meer risicodragend vermogen beschikbaar zijn gaan stellen na 1981 ligt volgens ons meer aan de verruiming van artikel 25 Wet Toezicht Kredietwezen, die ook in 1981 plaatsvond. Hierdoor werd het voor kredietinstellingen mogelijk om voor meer dan 5% in het risicodragend vermogen van een onderneming deel te nemen.

Over de effecten van projecten onder de ppm-regeling in de portefeuille van participatiemaatschappijen kunnen wij kort zijn. Er is een duidelijke scheiding waar te nemen in de portefeuillekeuze van ppm's en niet-ppm's. Projecten met een vergelijkbaar rendement-risicoprofiel zijn daarbij in gelijksoortige portefeuilles aan te treffen. Het door de auteur bedoelde spreidingseffect zal daarom in het algemeen veel geringer zijn dan hier verondersteld wordt.

---

## Sterren stralen

---

Het past de secretaris van een belangenvereniging om de loftrampet te steken over kwaliteiten van zijn leden. Wanneer Elbertse echter, los van enige onderbouwing, constateert dat de ppm-regeling een groot uitstralingseffect heeft (gehad), dan vraagt hij om een wat andere c.q. zakelijker benadering van de problematiek. De 'venture capital'-industrie in Nederland heeft zich inderdaad ontwikkeld, maar zeker niet als gevolg van de ppm-regeling. De onder de ppm-regeling vallende organisaties hadden tot voor kort nauwe banden met gevestigde financiële instellingen waarbij eerder sprake was van werkgelegenheidsverplaatsing dan van creatie van

werkgelegenheid. Bovendien is de absolute omvang van de 'gecreëerde' werkgelegenheid gering. Dat venture capital werkgelegenheid *kan* scheppen is duidelijk. Maatschappelijk gezien is dan echter van belang te bezien:

- of de ppm-regeling daaraan een substantiële bijdrage heeft geleverd en
- of er, gezien het specifieke risicokarakter van de onder de regeling vallende projecten geen sprake geweest kan zijn van – onnodige – aanzienlijke kapitaalvernietiging.

De ware kwaliteit van echte ventures kan immers eerst na een aantal jaren, zeg 7 à 8, worden vastgesteld. Voor veel participaties die thans nog onder de regeling gefinancierd zijn is het uur van de waarheid nog niet gekomen. De waarheid van de *blijvende* werkgelegenheid. Tabel 1 in het artikel van de heer Elbertse is dan ook zéér misleidend. Het gaat hier om ondernemingen kort voor hun beursnotering. Participaties die het zó ver brengen, zijn én succesvol én zeldzaam (10% van de oorspronkelijk gefinancierde projecten). Het is gevaarlijk om de blik op enkele sterren te richten. Sommige zijn al gedoofd voor ze zijn gezien. Daarbij blijft nog buiten beschouwing dat de Engelse venture-capital-markt meer dan twee keer zo groot is als de Nederlandse, zodat een aantal van 143 succesvolle ventures wel bemoedigend, maar in absolute zin niet overtuigend is. Buiten de discussie blijft eveneens de omvang van de kapitaalvernietiging die optreedt bij het ten onder gaan van projecten en bedrijven voor dat enige bloeifase bereikt is.

De nadruk die de heer Elbertse legt op de rol van de ppm-regeling in de sfeer van high-tech-financiering vraagt ten minste om een zorgvuldige evaluatie van de inspanningen die de overheid in ander verband verricht. Wel is duidelijk dat de relatieve bijdrage van de ppm-regeling aan de ontwikkeling van de high-tech-industrie (hoe ook gemeten) sterk achterblijft bij de verwachtingen die terzake bij het in het leven roepen van de regeling zijn gesteld.

De verwarrende gedachten van de criticus over de samenhang (?) tussen de ppm-regeling en de financiële structuur van ondernemingen en projecten en de daarmee samenhangende (?) conclusies laten wij voor wat zij lijken.

---

## Conclusie

---

- Bij de evaluatie van de werking van de Garantieregeling ppm 1981 anno 1988 dient zorgvuldig aandacht besteed te worden aan het oneigenlijke gebruik van de regeling bij voorbeeld via syndicering. Dit verklaart mogelijk

voor een belangrijk deel de toename in 1987.

- Niets wijst erop dat de Garantieregeling voorziet in een vermogensvraag die niet op andere wijze zou kunnen worden beantwoord.
- De rol van de regionale ontwikkelingsmaatschappijen in relatie tot de ppm's en de Garantieregeling verdient apart onderzoek.
- Bij de beoordeling van de Garantie-regeling dient zorgvuldig onderscheid te worden gemaakt tussen geïnvesteerde guldens en projecten.
- Het blijft de vraag of onder de Garantie-regeling geen projecten gefinancierd zijn die in een gezonde markteconomie niet-financierbaar zouden zijn gebleken.
- Onderzoek naar de effecten van een regeling moet worden uitbesteed aan een onafhankelijke instelling.

Wij zijn de heer Elbertse erkentelijk voor zijn commentaar. Het bood ons de gelegenheid enkele puntjes op de i te zetten bij onze algemene conclusie dat de Garantieregeling ppm 1981 *op dit moment* geen zichtbare bijdrage meer levert aan de voorziening in risicodragend vermogen in Nederland.

**J.W.R. Schuit**  
**D.G. van der Werf**

## Onderzoek

**W. Voorhoeve, H.W.A. Dietzenbacher en N. Heerink: Het model Grecon 88-C en de voorspellingen voor 1988.** Research memorandum 256, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**T.J.A. Dunnewijk en A.R.M. Wenckers: Kwinted; een vijftakkenmodel van de tertiaire dienstensector.** Occasional paper 45, Centraal Planbureau, Den Haag, 1988.

**L. Meijdam: A macroeconomic model of monopolistic competition.** Research memorandum 8703, Economisch Instituut, Katholieke Universiteit Nijmegen, 1987.

**W. Zant: A simulation approach to aggregate consumption, income and wealth.** Research memorandum 8813, Economische Faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**Y.K. Grift e.a.: Wage rate differentials between men and women in the Netherlands; allocational inequality.** Research memorandum 8812, Economische Faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**D.E. Aldershoff, P.M. Verhaak en M.H. Feenstra: Effect van voedingswaardeclaims.** Onderzoeksrapport 58, SWOKA, Den Haag, 1988.

**J. de Haan en D. Zelhorst: Stability of the non-financial debt ratio in the Netherlands.** Research memorandum 257, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**G.J. Schep: Gezondheidszorgen.** Discussiebijdrage 6, SWOKA, Den Haag, 1988.

**E. Lourens: De ontwikkeling van kosten en prijzen in het bouwbedrijf in 1987.** Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid, Amsterdam, 1988.

**Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid: De bouwbedrijven in 1986.** Amsterdam, 1988.

**F.J. Jansen: Bouwconjunctuur en rentabiliteit.** Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid, Amsterdam, 1988.

**P.J. van den Broek: Overheid en bouwgrondprijzen.** Economisch Instituut voor de Bouwnijverheid, Amsterdam, 1988.

**W.C.G. Clerx, L.H. Immers en M.A. de Jong: Strategische studie Randstad in perspectief; eindrapport.** Instituut voor Ruimtelijke Organisatie, TNO, Delft, 1988.

**Groei en groeiomogelijkheden personenautopark in Nederland tot 2010.** Van den Broecke Social Research, Amsterdam en Projectbureau Integrale Verkeers- en Vervoersstudies, Den Haag, 1988.

**P.A. van Eck van der Sluijs: Het midden- en kleinbedrijf in de horeca.** Economisch Instituut voor het Midden en Kleinbedrijf, Zoetermeer, 1988.

**A. Bruins en J.A. van de Velde: Winkelen in de grote stad; deel 2: Stedelijke winkelgebieden naast elkaar gezet.** Economisch Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf, 1988.

**H.L. van der Kolk en J.D. Poelert: Wijziging van fiscale regelingen op het terrein van verkeer en vervoer.** Memorandum 17, Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven, Den Haag, 1988.

**K. Bron, F. van Gaans en Jan Hoogteijling: Een verdeelsleutel voor rijksbijdragen in provinciale milieuparaatkosten.** Memorandum 18, Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven, Den Haag, 1988.

**R. Klunder en O. Boot: Kosten van ruimtelijk beleid bij provincies en gemeenten.** Memorandum 16, Instituut voor Onderzoek van Overheidsuitgaven, Den Haag, 1988.

**P.S.H. Leeflang en G.M. Mijatovich: The geometric dual lag model.** Research memorandum 260, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**J. Louwerse: De lobby in het public-affairsbeleid van ondernemingen.** Public Affairs Consultants BV, Amsterdam, 1988.

**A. Mojet: Positie van vrouwen op de arbeidsmarkt in Friesland.** Provincie Friesland, afdeling Onderzoek, 1988.

**I.J. Koppen e.a.: Regulering verwijdering bedrijfsafvalstoffen Noord-Holland.** Onderzoeksreeks 28, Interfacultaire Vakgroep Milieukunde, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**B. van Ark: Labour productivity in manufacturing: a comparison of Brazil and the United Kingdom for 1975.** Research memorandum 259, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**B.B. Bakker en C.G.M. Sterks: Stabilisation policy in new classical models: a reconsideration.** Research memorandum 258, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**J. van der Veen, G. Sierksma en R. van Dal: Pyramidal tours and the travelling salesman.** Research memorandum 255, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**A.B.T.M. van Schaik: Persistent unemployment and long run growth.** Research memorandum 324, Economische Faculteit, Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg, 1988.

**G.J. Lanjouw: Liberalization of international capital flows and international trade: is there a trade-off between the two?** Research memorandum 254, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.

**J.H. Voskamp: Consumenten samen verder.** Onderzoeksrapport 61, SWOKA, Den Haag, 1988.

**C. van Marrewijk, C. de Vries en C. Withagen: Optimal localized production experience and schooling.** Research memorandum 253, Instituut voor Economisch Onderzoek, Rijksuniversiteit Groningen, 1988.