

# Risicokapitaal

De solvabiliteit van het Nederlandse bedrijfsleven heeft het afgelopen decennium een opmerkelijk herstel doorgemaakt. Bedroeg de solvabiliteit van Nederlandse beursondernemingen volgens de CBS-statistiek in 1980 gemiddeld nog slechts 25,1%, in 1987 was dit opgelopen tot 34,3%. Ook de ondernemingen die niet ter beurse zijn genoteerd, maakten een soortgelijke ontwikkeling door, zij het op een iets lager niveau. Naast de goede gang van zaken profiteerden tal van ondernemingen zowel in de openbare markt als ondershands van de grote bereidheid van beleggers, participatiemaatschappijen en andere financiële instellingen om additioneel eigen vermogen ter beschikking te stellen. Sedert 1987 is het herstel van de solvabiliteit van het Nederlandse bedrijfsleven echter weer vrijwel tot stilstand gekomen. In sommige sectoren is met name onder de niet ter beurse genoteerde bedrijven zelfs weer sprake van enige teruggang. Dat is zorgelijk, want ook na een periode van jarenlange positieve ontwikkeling van de economie geldt nog steeds dat de solvabiliteit van meer dan een derde van de bedrijven te laag wordt geacht<sup>1</sup>.

De oorzaken van deze stagnatie in de solvabiliteitsontwikkeling is evenwel een andere dan die in de jaren zeventig. Was het toen vooral de slechte gang van zaken in het bedrijfsleven die verantwoordelijk was, thans zijn de oorzaken vooral gelegen in de snelle expansie via overnames en nieuwe investeringen. Beide ontwikkelingen hebben geleid tot een balansverlenging in een tempo dat niet of slechts met de grootste moeite kon worden bijgehouden door de toename van het eigen vermogen via winst-inhoudingen. Daar komt bij dat de prijzen van overnames relatief gezien steeds hoger werden, waardoor steeds meer goodwill ten laste van het vermogen moest worden gebracht.

De afgelopen maanden lijkt zich een tendens af te tekenen dat bedrijven weer in toenemende mate op zoek zijn naar externe bronnen om hun groepsvermogen te versterken. Men richt zich daarbij vooral op achtergestelde leningen, converteerbare obligaties (Sphinx, Wolters Kluwer) en andere tussenvormen van risicokapitaal, waarbij niet direct maar eerst op enige termijn aandelen worden uitgegeven. Tot deze laatste vorm van risicokapitaal behoort ook de vorig jaar voor het eerst op de Nederlandse kapitaalmarkt verschenen 'Orange' (ORiginating Arrangement for New Group Equity). Het gaat hierbij om een bij de Nationale Investeringsbank ontwikkelde vorm van een achtergestelde lening ten behoeve van beursondernemingen, waarbij de periodieke aflossing verplicht plaatsvindt in aandelen in plaats van contanten.

De motivering voor deze hernieuwde belangstelling voor allerlei vormen van achtergesteld krediet is vrijwel zonder uitzondering de behoefte om tegen de achtergrond van recente en/of voorgenomen acquisities het aandeel van het garantievermogen in het balanstotaal op peil te houden. Kennelijk is er een toenemende behoefte om, nu het nog relatief goed

gaat in de economie, het eigen huis, ook wat de balansverhoudingen betreft, tijdig op orde te brengen. Een zelfde ontwikkeling valt waar te nemen bij de vraag naar het AA-krediet: een door de overheid gegarandeerde vorm van achtergesteld leenvermogen die speciaal bedoeld is voor die bedrijven die op zich kansrijk en gezond zijn, maar die onvoldoende mogelijkheden hebben om langs andere weg tot vermogensversterking te komen. Nadat de vraag naar het AA-krediet enkele jaren achtereen op vrijwel hetzelfde niveau bleef van f 100-150 mln. op jaarbasis, ver- toont het gevraagde volume dit jaar een duidelijke stijging.

Interessant is uiteraard de vraag waarom bedrijven die extern versterking van hun vermogensverhoudingen zoeken, zich de laatste tijd juist richten op (varianten van) de achtergestelde lening en niet zozeer op de regelrechte uitgifte van aandelen, zoals in de tweede helft van de jaren tachtig. Het kan haast niet anders of het moet iets te maken hebben met de minder rooskleurige verwachtingen voor de komende periode. De herfstbladeren zijn al weer enige tijd geleden gevallen en steeds meer kan men horen spreken over een guurder economisch klimaat dat in aantocht zou zijn. Dan zal er ook een einde komen aan winststijgingen van 10, 20 of meer procent per jaar en gaat uiteraard een verwatering van de winst per aandeel onder invloed van nieuwe emissies tellen. Als dan op zich de solvabiliteit in de uitgangspositie redelijk is, ligt een hernieuwde interesse naar achtergestelde leningen en tussenvormen, waarbij het aandelenkapitaal geleidelijk en/of eerst op termijn wordt uitgebreid, voor de hand. Daarbij komt uiteraard dat beleggers van de aandelenemissies en -introductions die de afgelopen jaren hebben plaatsgevonden, in een aantal gevallen nogal een nare smaak hebben overgehouden omdat de koersen waartegen dit gebeurde, achteraf veel te optimistisch bleken. Erg rationeel is dit argument uiteraard niet – men was er tenslotte zelf bij toen men kocht – maar het heeft beleggers wel voorzichtiger gemaakt. Nieuw eigen vermogen is daardoor en door de inmiddels ook in economisch opzicht veranderde omstandigheden voor de onderneming dunder dan voorheen. Hoewel er thans goede alternatieven voor handen zijn, is het te hopen dat ondernemingen zich door deze ontwikkelingen niet laten weerhouden om toch weer tot een aandelenemissie over te gaan op de momenten dat de vermogensstructuur daar echt om vraagt.



M.J.L. Jonkbaart

1. Zie *Solvabiliteit in balans*. De Nationale Investeringsbank NV, Den Haag, oktober 1990. Zie voor een samenvatting A.W.J. van Wylick e.a., Nieuw licht op solvabiliteit, *ESB*, 31 oktober 1990.