

De Maatschappij voor Industriële Projecten: voortrekker van het industriële herstel?

PROF. DR. H. W. DE JONG*

Binnenkort is Nederland een nieuw instituut rijker. Nu het wetsontwerp is ingediend, de Memorie van Toelichting gepubliceerd en de statuten in concept gereed zijn, zal de oprichting van de Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP) vermoedelijk niet lang meer op zich laten wachten. In dit artikel worden de plannen voor de MIP doorgelicht. Een analyse van het investeringsproces en de ervaringen met soortgelijke instellingen in het verleden en in de omringende landen dienen daarbij tot leidraad. De auteur concludeert dat over enkele belangrijke punten — de selectie van kansrijke investeringsprojecten, de verdeling van toekomstige revenuen en de zelfstandigheid van de MIP — de onduidelijkheid nog groot is. De kans dat de MIP een zinvolle bijdrage aan het herstel van de industriële bedrijvigheid levert, zal stijgen als de onduidelijkheid op deze punten wordt opgeheven.

Inleiding

Sinds een aantal jaren is in bijna alle Westeuropese landen de overheidsdeelneming in het bedrijfsleven toegenomen. In veel landen zijn staatsinvesteringsmaatschappijen opgericht, om met gebruik van publieke middelen aandelenbezit te verkrijgen in of leningen te verstreken aan particuliere ondernemingen. In verscheidene rapporten en adviezen is de laatste jaren ook voor Nederland bepleit over te gaan tot de oprichting van een investeringsmaatschappij door de overheid, die naast de Nationale Investerings Bank (NIB), de Regeling Bijzondere Financiering, het Industrieel Garantiefonds en particuliere participatiemaatschappijen, een gewenste stoot aan de achterblijvende investeringen zou kunnen geven. In het bekende rapport van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, in het advies van de Commissie-Wagner inzake het Industriebeleid, en in het eerder dit jaar verschenen advies van de Sociaal-Economische Raad over dezelfde materie worden vrijwel eensluidende stemmen gehoord, die nog aangevuld worden met particuliere raadgevingen van gelijke strekking. Men verwacht in den lande blijkbaar nogal wat van de oprichting van zo'n investeringsmaatschappij. De overheid heeft nu aan deze verwachtingen voedsel gegeven door de oprichting van de Maatschappij voor Industriële Projecten NV (MIP) aan te kondigen. Het ontwerp van wet, dat één artikel bevat, werd op 22 januari jl. ingediend, en op 5 mei is de Memorie van Toelichting, die door de ministers van Economische Zaken en van Financiën is ondertekend, gepubliceerd. Tevens is een concept voor de statuten van de MIP opgesteld.

In dit artikel zal aan de hand van de gedachten die in de bovengenoemde stukken worden ontvouwd, en in samenhang met een analyse van het investeringsproces, worden gezien of de gekoesterde verwachtingen gefundeerd zijn. Tevens zullen ervaringen die in andere Europese landen met soortgelijke instituten zijn opgedaan, zij het terloops, ter sprake komen. Wij beginnen met een bespreking van de argumenten inzake doel en functie van een publieke investeringsmaatschappij, en besluiten met een kritische evaluatie van de voorgestelde MIP.

Geschiedenis en doelstellingen van publieke investeringsmaatschappijen

Geschiedenis van de staatsinvesteringsmaatschappij

Publieke investeringsmaatschappijen hebben sinds de industriële revolutie een relatief belangrijke, zij het niet steeds een succesvolle, rol gespeeld in de Nederlanden. Gewezen kan worden op de Société Generale (SG) en de Nederlandse Handelmaatschappij (NHM) in de negentiende eeuw. Beide ondernemingen zouden wellicht beter semi-publieke maatschappijen kunnen worden genoemd vanwege het belangrijke aandeel van particulieren erin, maar de overheidsstimulansen, zowel bij het initiatief tot oprichting als bij de begunstiging van handel en industrie door hun toedoen, waren onmiskenbaar. De directe participaties van financiële aard in het bedrijfsleven — het criterium dat wij een investeringsmaatschappij zouden kunnen aanleggen — waren trouwens beperkt en alleen bij de SG van enige betekenis: de steun uitte zich meer in de vorm van opdrachten, subsidies, toeslagen enz. die mede betaald werden uit allerlei functies ten behoeve van de staat. Het is tekenend dat resultaten door beide maatschappijen praktisch alleen bereikt werden in de periode dat de betreffende economie in een opwaartse fase terecht kwam (België na 1830) of protectie werd verleend, zoals bij de NHM 1). Dat het semi-publieke karakter niet het grote probleem was, volgt uit de mislukking van twee particuliere kredietinstellingen, die in de trend van het Crédit Mobilier, actief de oprichting van een participatie in industriële en commerciële ondernemingen nastreefden 2). De Maatschappij voor Industriefinanciering, waarvoor in oktober 1935 een wetsontwerp aan de Staten-Generaal werd voorgelegd en waarbij

* Hoogleraar externe organisatie aan de Universiteit van Amsterdam.

1) Zie de bespreking van oprichting en beleid van beide maatschappijen in *Algemene Geschiedenis der Nederlanden*, Haarlem, 1981, deel 10, blz. 317-321, 337-339 en 349-351.

2) Idem, deel 12, Haarlem, 1977, blz. 69.

een NV werd opgericht met het bescheiden beginkapitaal van f. 50.000, kreeg evenmin veel invloed op de gang van zaken. En wel omdat, zoals Verrijn Stuart destijds aangaf, niet aan de voorwaarde was voldaan dat de discrepantie tussen opbrengsten en kosten bij het ondernemen was opgeheven — een voorwaarde waarvan de vervulling afhing van de internationale conjunctuur 3). Beter verging het de voorloper van de huidige Nationale Investeringsbank (NIB), de in 1946 opgerichte Nationale Herstelbank, een instelling waarin de staat weliswaar een krappe meerderheid van de aandelen bezit (50,3%), maar waarvan het semi-publieke karakter blijkt uit de deelneming van banken en verzekeringsmaatschappijen en uit de beperkte invloed van de overheid op het beleid van de bank. De genoemde ondernemingen zijn bovendien geen investeringsbanken in de eigenlijke zin van het woord, want zij nemen geen duurzame participaties in het bedrijfsleven. Aanvankelijk, in de jaren veertig en vijftig, stond de offensieve strategie van lange-termijnfinanciering van ondernemingen in snelgroeende en op export gerichte bedrijfstakken op de voorgrond, waardoor ook *toprisico's* konden worden gedekt; later, in de jaren zestig en zeventig, komt de steunverlening aan in moeilijkheden verkerende ondernemingen, op niet-commerciële voorwaarden, meer op de voorgrond te staan, waarbij de NIB ook bemiddelt en namens de overheid optreedt. Deelnemingen in het aandelenkapitaal van dit soort ondernemingen doen zich nu ook voor. Naast de Nationale Investeringsbank kennen wij ook regionale investeringsbanken, waarvan een enkele, de Industriebank voor Limburg, reeds van voor 1940 dateert.

In het buitenland hetzelfde patroon: een beperkt aantal staatsinvesteringsbanken werd in het interbellum gesticht in België, Spanje en Italië, maar de grote uitbreiding kwam in de jaren zestig en zeventig. In België werd de Nationale Investeringsmaatschappij (NIM) gesticht in 1962, in Engeland verscheen de Industrial Reorganisation Corporation (IRC) in 1966. Het jaar daarop ontstond in Zweden de Staatsinvesteringsbank (SIB), gevolgd door de Statsforetag (SF) in 1970. Het Franse Institut pour le Développement Industriel (IDI) zag het licht in 1970, het jaar waarin in West-Duitsland een soortgelijk project als gevolg van de regeringsswisseling in het plan tot oprichting bleef steken. Italië heeft diverse van dit soort investeringsbanken zien ontstaan (en soms weer zien verdwijnen) waarvan de vermelding van afkortingen moge volstaan: EFIM, GEPI en EGAM.

Doelstellingen

De vermelding van deze activiteit op het terrein van de staatsinvesteringsbanken roept de vraag op of soms sprake kan zijn van een gemeenschappelijke, onderliggende oorzaak. Een onderzoek naar de doelstellingen van deze banken en de bij de oprichting of hervorming gegeven motiveringen wijst dat evenwel niet uit. Men kan een viertal redenen vinden die ten grondslag liggen aan het optreden van de staatsinvesteringsbanken, redenen die ook bij onze nationale instellingen NIB en regionale maatschappijen en de voorgestelde MIP terug te vinden zijn.

1. De eerste is dat een staatsinvesteringsmaatschappij in staat zou zijn winstgevendende investeringsprojecten op te sporen en tot ontwikkeling te brengen die door de particuliere kapitaalmarkt worden veronachtzaamd. In dit geval wordt de staatsbank of semi-publieke bank geacht een gemiddeld rendement op haar investeringen te maken dat ten minste gelijk is aan dat van particuliere beleggingen. Deze doelstelling van „picking the winners” (in zwang geraakt omdat de Engelse PRC haar nastreefde) verschijnt in de argumentatie ten gunste van de voorgestelde MIP: de bevordering — op commerciële basis — van projecten die een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de industriële bedrijvigheid en de commerciële dienstverlening (artikel wetsontwerp). Immers, aldus de Memorie van Toelichting (blz. 5), er is door vernieuwing van technologieën, organisaties en markten een veelheid van aanknopingspunten voor nieuwe producten en productiewijzen, die echter „... in aantal en omvang nog te weinig

tot stand komen”. Kennis die noodzakelijk en voorhanden is, wordt bovendien door het bedrijfsleven onvoldoende snel benut, terwijl financiële problemen het tot stand komen van projecten bemoeilijken. „Daarom achten wij het noodzakelijk dat er een instelling is die als een katalysator optreedt en bevordert dat een marktgerichte bundeling tot stand komt van kennis, produktie en kapitaal”. De MIP krijgt dus een ondernemersfunctie toebedeeld, want zij moet een „lacune opvullen ter zake van het actief bevorderen en ontwikkelen van nieuwe grotere projecten...” (MvT, blz. 6) en zelfs „zeer rendabele investeringen” die door gebrek aan financieringsmiddelen niet tot stand dreigen te komen, van de grond tillen (MvT, blz. 7). De MIP kan ook een voorbeeld zijn voor het particuliere bedrijfsleven: zo spreekt men (MvT, blz. 8) over de „inspirerende uitdaging” voor ondernemend Nederland en een „positieve invloed” op de beroepsbevolking.

Deze ondernemersfunctie is bovendien een bijzondere, namelijk de rol van een „promotor”, want terwijl de MIP in de voorfase tot de uiteindelijke realisatie van een project dikwijls als initiatiefnemer zal optreden, treedt zij in de fase daarna als voortrekker terug (MvT, blz. 12). Dat moet zowel in de uit te oefenen verantwoordelijkheden als in de financieringsverhoudingen tot uitdrukking komen. Particuliere partners krijgen dan een meerderheidspositie.

2. De tweede reden voor oprichting van een staatsinvesteringsmaatschappij ligt in de niet-vervulde behoefte(n) aan een bepaald financieringsinstrument of in de specifieke behoefte van een bepaalde groep ondernemingen. Indien de particuliere kapitaalmarkt niet voldoende risicodragend kapitaal genereert of niet in de behoefte aan langlopende kredieten voor het bedrijfsleven voorziet, kan het initiatief tot voorziening daarin door een publieke investeringsbank worden genomen. Het eerste initiatief stond achter de oprichting van de Belgische NIM in 1962, het tweede speelde bij de stichting van de Herstelbank, die langlopende kredieten welke door de handelsbanken te riskant werden geacht, ging verstrekken.

Financiering van een bepaalde groep ondernemingen, ingedeeld naar hetzij grootteklasse, hetzij regionale activiteit, is de motivering van respectievelijk de Amerikaanse Small Business Investment Corporations (SBIC), gebaseerd op de Small Business Administration Act van 1953 en van de vele regionale investeringsmaatschappijen.

3. De derde reden is gelegen in de financiering van ondernemingen die in moeilijkheden zijn geraakt of zonder steun zelfs failliet zouden gaan. Veelal schuilt hier het werkgelegenheidsargument achter, soms ook industrieel-strategische overwegingen. Bij verscheidene staatsinvesteringsbanken is, met de verslechterde economische situatie in vele bedrijfstakken gedurende de jaren zeventig, dit motief bijna ongemerkt op de voorgrond getreden en heeft de oorspronkelijke ambities verdrongen. Dit was het geval in Zweden, België, Italië en Nederland. De particuliere participanten in de semi-publieke investeringsbanken staan meestal negatief tegenover zulke verschuivingen in doelstellingen, maar de overheidsreacties op deze afwijzingen verschillen. In Italië ontrokken de particuliere deelnemers zich aan de samenwerking toen de staatsinvesteringsmaatschappijen zich met de financiering van verliesgevendende ondernemingen gingen bezighouden; in Frankrijk heeft de IDI aan de druk van de particuliere kapitaalverschaffers toegegeven en bleef commerciële criteria toepassen. Ook op de pressie van de andere kant, van sociaal-politieke zijde, is verschillend gereageerd. De Belgische NIM, waarvan de MvT zegt dat haar ervaringen en gegevens gebruikt zijn bij de uitwerking van de voorstellen inzake de MIP, is daaraan nogal onderhevig geweest en heeft dan ook een negatief reëel rendement op haar investeringen behaald in ieder jaar sinds de stichting in 1963. In Zweden

3) G. M. Verrijn Stuart, *Die Industriepolitik der Niederländischen Regierung*, Jena, 1936.

heeft vooral de SF taai vastgehouden aan het efficiency- en winststreven, vaak tegen politieke druk in 4).

4. De vierde en laatste reden is dat een (semi-)publieke investeringsbank gewenst is ten einde als een bufferinstituut op te treden tussen overheid en het te financieren bedrijfsleven. Men vreest of wel politieke invloed op het financieringsproces van ondernemingen, of wel omgekeerd, pressie van het bedrijfsleven op de politieke besluitvormers indien zo'n investeringsbank niet als zakelijk georiënteerde tussenschakel optreedt.

Bovenstaand onderscheid in doelstellingen, dat in analytische zin gemaakt kan worden, verhindert natuurlijk niet dat investeringsbanken van publieke signatuur formeel en praktisch meer dan één doelstelling kunnen nastreven, of dat de doelstelling met het verstrijken van de tijd verschuift. Wij zagen daarvan in het voorgaande reeds voorbeelden. Ook de MIP zal met dit probleem te maken krijgen. Haar wordt een ondernemersfunctie toebedeeld, maar een doelstelling is ook de verschaffing van risicodragend kapitaal voor nieuwe, grotere projecten omdat (MvT, blz. 5) de zelffinanciering van ondernemingen in het gedrang is gekomen 5). Dat is dus de tweede doelstelling, die de Belgische NIM met zo weinig succes heeft trachten te vervullen. De vierde doelstelling wordt zichtbaar waar de MIP een- en andermaal „een grote mate van zelfstandigheid” wordt toegemeten: de staat zal weliswaar meerderheidsaandeelhouder zijn in de MIP, maar deze zal op haar beurt steeds minderheidsdeelnemer zijn in de te ontwikkelen projecten, welke op hun commerciële mérites moeten worden beoordeeld. De staat houdt niettemin grote invloed op het beleid van de Maatschappij. Dat is een gevolg van haar meerderheidspositie als aandeelhouder, maar ook van het optreden van een College van vier gedelegeerd commissarissen, waarin EZ en de NIB ieder één persoon benoemen. Dit college houdt toezicht op de deelneming van de MIP in de projecten, waartoe de directie besluit (MvT, blz. 16). Aangezien de overheid „... zich grondig op de hoogte zal houden van het beleid van de MIP” en dit beleid moet passen in de voorgenomen herindustrialisatie (MvT, blz. 17) lijkt de zelfstandige bufferfunctie van de MIP toch minder groot dan wordt geclaimd. De gekozen constructie vrijwaart het particuliere bedrijfsleven wel tegen „stille nationalisatie”, maar belet noch dat de overheid een industrialisatiebeleid voert waarbij te ambitieuze projecten worden opgezet, noch dat het bedrijfsleven de overheid beweegt de kwade risico's van zulke projecten via de MIP op zich te nemen. Op deze beide mogelijkheden die niet worden uitgesloten door de eis dat de MIP moet streven naar projecten die voldoende rendabel zijn en voldoende „cash-flow” genereren (MvT, blz. 7), kom ik in de laatste paragraaf terug.

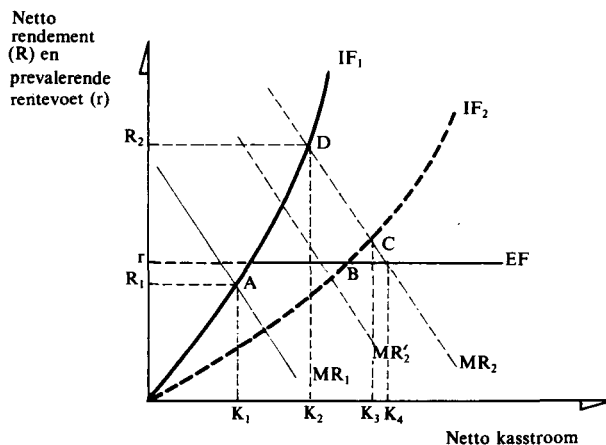
Ten slotte is het een veelzeggend feit dat West-Duitsland geen publieke of semi-publieke staatsinvesteringsbank kent. Voor het voortbestaan van een efficiënte economie is zo'n instituut blijkbaar geen noodzaak. Wat wel bij onze burens bestaat is een schema waarbij, onder omstandigheden en voorwaarden, een particulier initiatief wordt aangevuld met fondsen van de Federale regering waarbij verliesgevende activiteiten zijn uitgesloten. Het is derhalve geen middel tot het voeren van een industrialisatiepolitiek, noch tot een beleid dat wankele ondernemingen ondersteunt.

Economische analyse van het investeringsproces

Om de bijdrage die een MIP kan leveren aan de bevordering van het industriële en commerciële bedrijfsleven in te schatten, moeten wij een economische analyse van de huidige investeringsproblemen maken. Daarbij kan een aangepaste versie van het zogenaamde Eichner-Wood-model goede diensten bewijzen (zie de figuur). Dit model is oorspronkelijk ontworpen om de relatie tussen de marktmacht van oligopolistische, marktbeheersende ondernemingen en de ten behoeve van investeringen dienende kasstroom (netto „cash-flow”) aan te geven, maar het kan evengoed voor de onderhavige problematiek worden gebruikt. Het voordeel ervan is dat het

de interdependentie van de bepalende factoren laat zien, waardoor eenzijdige, en veelal onjuiste, conclusies vermeden kunnen worden. Een zo'n de laatste jaren veelvuldig gehoorde conclusie is dat waar de rendementen van ondernemingen behaald in het marktproces sterk gedaald zijn en risicodragende investeringen niet meer ondernomen kunnen worden, beschikbaarstelling van risicodragend kapitaal de oplossing zou zijn. De MvT bij het wetsontwerp MIP gaat toch wel ver in de richting van steun te verlenen aan deze gedachtengang. Een andere eenzijdige conclusie, recent getrokken, is dat waar theoretisch en empirisch vastgesteld is dat concentratie van ondernemingen op de markt gepaard gaat met verhoging van het ondernemingsrendement, bevordering van concentratie door de overheid een uitweg zou zijn 6).

Figuur. Illustratie van het Eichner-Wood-model



Het model stoelt op twee uitermate plausible veronderstellingen, namelijk dat verhoging van het netto rendement de netto kasstroom vergroot, en dat de onderneming bij de inschakeling van financiële middelen ten behoeve van het investeringsproces die financieringsinstrumenten zal kiezen die beschikbaar en het goedkoopst zijn. De tweede veronderstelling heeft dikwijls een begrenzing in de zeggenschap die ondernemers en kapitaalverschaffers-eigenaren willen behouden: men financiert een overigens mogelijke investerings-expansie niet, omdat het aantrekken van goedkoper vreemd kapitaal de zeggenschap verloren zou doen gaan. Maar omdat deze mogelijkheid thans minder actueel is en het omgekeerde — publiek worden ter wille van de groei — zich ook vaak voordoet, verwaarloos ik dit punt. In het model stelt de IF-curve de samenhang voor die bestaat tussen de kasstroom en het netto rendement van de onderneming: hoe hoger het rendement hoe meer interne financieringsmiddelen de onderneming voor investeringen beschikbaar zal hebben. De curve buigt evenwel af naar de verticale as bij hogere rendementen, omdat de onderneming toenemende concurrentie zal onder-vinden. Ook marktbeheersende ondernemingen zijn in hun prijs- en produktpolitiek daarvan niet gevrijwaard, zoals de dynamische theorie van de dominante onderneming heeft laten zien 7).

Indien de onderneming nu te financieren investeringsprojecten heeft, die worden weergegeven door MR₁ (de marginale-rendementscurve, die de relatie tussen te behalen rendement en omvang van de vereiste investeringen aangeeft) zal zij deze geheel uit eigen middelen betalen. Externe financieringsmiddelen (de EF-curve) zijn te duur (rentevoet *r*). Ver-

4) Gebaseerd op de landenstudies in het boek onder redactie van Br. Hindley, *State investment companies in Western Europe*, Londen (verschijnt dit jaar).

5) Op blz. 8 van de MvT wordt gesproken van een „wenselijke transformatie van risicomijdend in risicodragend kapitaal”.

6) Zie P. de Wolf, De relatie tussen concentratiegraad en winstgevendheid in Nederlandse bedrijfsklassen, *ESB*, 26 mei 1982.

7) Zie mijn artikel Marktorganisatie, mededinging en prijsvorming, *ESB*, 23/30 december 1981, blz. 1275 en 1276.

onderstel nu dat de betreffende onderneming belangrijk meer marktmacht heeft (D) en uit dien hoofde een belangrijk hoger rendement en een grotere kasstroom (R_2, K_2) zou kunnen behalen, zou dat dan ook gebeuren? Het antwoord is ontkennend want de investeringsprojecten die de dominante onderneming kan of wil uitvoeren liggen ver beneden D , namelijk bij het snijpunt van IF_1 en MR_1 . Hogere concentratie is dus niet voldoende om ondernemingen tot investeren aan te zetten. De naar links liggende MR_1 -curve is de reflectie van een gebrek aan investeringsprojecten of van geringe geneigdheid om risico's te nemen. M.a.w. deze curve weerspiegelt het gedrag van conservatieve ondernemers in de stagnatiefase van de marktontwikkeling. Verhoogde concentratie, bij voorbeeld door de overheid of door kartels/fusies bevorderd, speelt hen slechts winsten toe die niet of elders (waar de markt wel groeit) worden geïnvesteerd. Hogere concentratie spant het paard achter de wagen, en het is niet te hopen dat de MIP, zoals destijds de IRC, dat pad zal inslaan.

Heeft de onderneming daarentegen investeringsprojecten die v \acute{e} r reiken, zoals weergegeven door MR_2 , dan zal zij, indien zij marktmacht heeft (zoals bij D), deze projecten veelal willen (ten einde de zeggenschap te behouden), kunnen (uit het hoge rendement en de kasstroom passend bij D), en moeten (als het een kleine, innovatieve onderneming betreft die niet op de publieke of onderhandse kapitaalmarkt terecht kan; voor grote ondernemingen die innoveren, geldt dat niet of minder) financiers uit ingehouden winsten. Maar dit is dan ook een innovatie-monopolist, wiens monopolie of dominante positie berust op een prestatie, nl. een innovatie of belangrijke verbetering met betrekking tot produkt, productieproces, organisatie of markt. Kartellering, fusie of overheidsbeleid draagt daar niet toe bij. Doorslaggevend voor de grotere kasstroom ($K_2 > K_1$) is de ligging van de MR -curve, hetgeen ook blijkt wanneer deze progressieve onderneming (MR_2) zich in een markt bevindt waar concurrentie heerst. Het rendement R_2 en de kasstroom K_2 zijn dan niet meer te behalen. Twee mogelijkheden doen zich voor: of de progressieve onderneming moet met een bescheidener positie genoegen nemen, b.v. curve MR_2' dank zij de concurrentie, of zij heeft zoveel succes met haar vernieuwingen dat de IF -curve naar rechts verschuift en elastischer wordt (IF_2). Die curve drukt uit dat de onderneming bij lager rendement tóch grotere investeringen kan financieren (K_3) omdat zij een expansie markt heeft aangeboord.

Voor het financieringsbeleid van deze expansieve onderneming brengt het bovenstaande met zich dat zij haar investeringen deels intern, deels extern zal financieren, want externe financiering EF is vanaf punt B op de EF -lijn voordeliger. De marktrentevoet r is immers lager dan het rendement verkegen uit interne financiering langs curve IF_2 voorbij B . Dit rendement zou moeten komen uit winsten ontstaan door prijsverhogingen op de afzetmarkt; maar dank zij de concurrentie gaat dit ten koste van het marktaandeel. Dit, en de benodigde financiering daarvoor, valt terug tot K_3 , terwijl indien de onderneming mede extern financiert een investeringbehoefte K_4 , voldoende voor marktexpansie tot C , valt te dekken. Het blijkt dus dat de investeringsbeslissing van ondernemers en de wijze van financiering van die investeringen, of zij zich nu in stagnerende of in expansieve markten bevinden, niet simpelweg afhangt van de al dan niet beschikbaarheid van risicodragend kapitaal.

Mede bepalend zijn ook:

- de feitelijke marktexpansie;
- de mate van marktmacht;
- de marktverwachtingen, uiteraard samenhangend met a en b; alsmede
- de hoogte van de marktrente, of wel de kosten van externe financiering.

Vanwege deze interdependentie is de invloed van een publieke investeringsbank beperkt. Op de factoren a en b heeft zij meestal geen greep; de marktverwachtingen van ondernemers zijn door een MIP slechts in geringe mate te beïnvloeden,

nl. uitsluitend door ondernemers meer vertrouwen te geven door het stellen van een voorbeeld (de „inspirerende uitdaging” van de MvT). Wellicht het meeste effect zou kunnen uitgaan van een verlaging van de kosten van externe financiering tot beneden het rendement op intern gefinancierde investeringen, gegeven de marginale-rendementsverwachtingencurve van ondernemers (dus $r < R_1$, gegeven MR_1). Dan zouden de te financieren investeringen vergroot worden bij K_1 . De MIP beoogt dat evenwel niet, althans dat blijkt niet uit de MvT . Zou het beleid van de MIP in de toekomst daarop gericht zijn, dan kan zij wellicht commercieel succesvolle projecten financieren, zoals gezegd wordt in de bedoeling te liggen, maar dan zou dit ten koste gaan van haar eigen rendement. Of de particuliere participanten daarin geïnteresseerd zijn en blijven deelnemen, staat te bezien. Zoals in het voorbeeld van Italië (zie boven) te zien was, trokken zij zich terug terwijl de Franse IDI aan hun pressie moest toegeven.

De weg die de MIP blijkens de MvT zal moeten inslaan is die van het vinden van veelbelovende projecten; dat komt er dus op neer dat zij de taak krijgt toebedeeld de MR -curve te verschuiven van MR_1 naar MR_2 . Inderdaad is dat de beste aanpak, en het zou in samenhang moeten gebeuren met een belangrijke vergroting van de besparingen, waardoor de marktrente zou kunnen dalen. De rentevoet is thans zo hoog omdat overheden, ondernemingen en consumenten zich grote tekorten veroorloven. Eliminatie van deze tekorten en vergroting van de besparingen zouden de marktrente doen dalen en daarvan zou een algemene positieve invloed op de ondernemingsinvesteringen kunnen uitgaan, zoals het model aangeeft. Het indirecte effect op een beperkte serie grote MIP-projecten zou dan ook gunstiger zijn, zodat het een het ander ondersteunt.

De cruciale vraag is evenwel of een publieke investeringsbank de promotorsrol, die nu de MIP wordt toegedacht, kan vervullen. Dit is een empirische kwestie: heeft de leiding van de MIP de ondernemersvisie die de Schumpeteriaanse „Neue Kombinationen” kan signaleren en realiseren?

Kritische evaluatie van de publieke investeringsbanken

Terug van de theorie naar de ervaring. Wat is er waar van de stelling dat een instituut als de MIP beter dan haar voorlopers in staat is om veelbelovende projecten op te sporen en uit te voeren? De vraag is vrij moeilijk te beantwoorden omdat enkele van de eerder genoemde investeringsbanken zich beperkten tot deelnemingen en de promotorsrol die men de MIP toedenkt, niet in hun vaandel hadden geschreven. Enkele andere banken, zoals die in Zweden, begonnen met grote ambities in de richting van innovatie en industriële verbetering, maar zakten spoedig af naar steunverlening aan zwakke ondernemingen uit defensief oogpunt. Geleerd van deze voorbeelden zou de MIP niet in dezelfde fout behoeven te vervallen, gesteld al dat de omstandigheden gelijk zouden zijn. Dit is echter nog geen positief punt ten gunste van een instelling als de MIP.

Ook de Nederlandse Herstelbank is geen al te goed voorbeeld: het rendement op haar investeringen was weliswaar in de tijd dat zij geen overheidssteun voor slecht renderende ondernemingen onder haar hoede nam, belangrijk geringer dan dat van het gemiddelde van nationale naamloze vennootschappen (excl. de multinationals), maar de bank had geen speciale promotorsrol te vervullen en functioneerde meer als de instelling die knelpunten in de financiering van het industriële herstel na de tweede wereldoorlog moest oplossen.

Het beste voorbeeld om zich aan te spiegelen is waarschijnlijk de Engelse IRC. Een nauwkeurige analyse van haar resultaten is onlangs door Hindley en Richardson gemaakt voor de periode dat zij bestond: 1965-1971 8). De Industrial Re-

8) In Verrijn Stuart, op. cit.

organization Corporation Act gaf de Engelse overheid het recht de IRC op te dragen ondernemingen te steunen. Deze acties zijn gepubliceerd, zodat een scheiding tussen commercieel verantwoorde, en door de IRC zelf begonnen acties en de door de regering opgedragen interventies kon worden gemaakt. Voorts kreeg de IRC eigen kapitaal en een leidinggevend team van zakenmensen met een beperkte, maar slagvaardige staf. Dit zijn overeenkomsten met de geprojecteerde MIP.

Wat zijn de bevindingen? Hindley en Richardson ontdekten dat de rendementen van de ondernemingen waarbij IRC op eigen initiatief intervenieerde, inderdaad gemiddeld veel beter waren dan in de gevallen waarin de overheid haar daartoe aanzette. Bij de eerste categorie waren evenwel nog twee subgroepen: die waarbij geen IRC-fondsen werden ingezet en die waarbij dat wel het geval was. De eerste subgroep betrof ondernemingen die met hulp van de IRC tot fusies/overnames kwamen: gemeten naar het commerciële rendement van de samengesmolten ondernemingen ná de interventie, was hier duidelijk sprake van succes. Een portefeuille van de aandelen van zulke ondernemingen zou het beter gedaan hebben dan een representatieve portefeuille algemene aandelen op de Londense beurs. Ondernemingen die van IRC financiële middelen ontvingen — de tweede subgroep — deden het evenwel slechter dan de „markt”, hoewel beter dan de ondernemingen waarin IRC in opdracht van de Engelse regering gericht moest deelnemen.

Dit zijn de feiten. De beide auteurs interpreteren deze feiten als een omkering van de stelling: „... rather than the IRC picking winners, the winners picked the IRC. The service the IRC could offer such winners is to steer safely through the administrative machinery mergers that might otherwise have run afoul of the legislation regarding monopolies and mergers. Hence the incentive of the partners in such mergers to seek IRC approval for their plans or to go along with IRC suggestions, even though no IRC finance was given”. Deze interpretatie werd door twee voormalige president-directeuren van de IRC, aanwezig op de conferentie waar de betekenis van de Westeuropese investeringsbanken werd besproken, niet betwist. Wel stelden zij dat de tweede subgroep — die waarbij het ging om financiële middelen van de IRC en waarbij een lager dan marktrendement werd gehaald — in feite ook steunverleningsgevallen waren, gezamenlijk door overheid en IRC beslist, onafhankelijk van de vraag of daartoe een openlijke regeringsinstructie werd gegeven.

Het commentaar van de aanwezige academische economen was tweeledig: enerzijds dat openbaarmaking van de motivering achter de besluitvorming van de directie van IRC vereist zou zijn, hetgeen nog niet het geval is, en, anderzijds dat, zolang dit punt duister is, directies van investeringsbanken blijkbaar geslaagde interventies kunnen opvoeren als toonbeelden van hun goede oordeelsvorming en de minder geslaagde interventies als toonbeelden van hun goede gezindheid.

Hieruit resulteert dus een eerste kritisch punt dat ook de MIP aangaat: de MIP krijgt de promotorsrol toebedeeld ten einde de kansrijke projecten te selecteren, maar wie zegt dat de kansrijke projecten niet de MIP zullen selecteren? Voor ontwijking van mededingingspolitieke obstakels behoeft in Nederland niet te worden gevreesd; het economisch beleid blinkt daarin niet uit. Maar de selectie van de MIP zou er wel eens op gericht kunnen zijn al te grote risico's van projecten die ondernemingen toch moeten aanvatten, af te wentelen ten einde het eigen vermogen in minder riskante activiteiten te steken. Laat, zo kunnen particuliere ondernemingen redeneren, de MIP maar de projecten van de MR_2 -curve aanvatten, dan kunnen wij zelf ons tot de MR_1 -curve-projecten beperken (of elders in de wereld investeren). In deze gevallen is voor de Nederlandse economie weinig gewonnen bij de oprichting van de MIP.

Er is in de MvT geen overweging te vinden die deze mogelijkheid bespreekt, noch een remedie ertegen voorstelt. De voorgestelde structuur laat een open invalspoort voor „win-

ners picking MIP”. Want de MIP moet wel commercieel veelbelovende projecten aanvatten, maar dat betreft directe beslissingen ex ante en die zijn met onzekerheden behept. Of de MIP een economisch verantwoorde bijdrage zal leveren aan de Nederlandse economie, hangt niet af van het commerciële succes van haar voorgenomen projecten, maar van haar eigen commerciële rendement, dat, ex post, ten minste gelijk dient te zijn aan het marktrendement. De overheid stelt zich voor f. 1 mrd. in de MIP te steken: best, maar dit bedrag concurreert met een vermindering van de staatsschuld waarop voorshands een rendement van 10% verdiend kan worden. Pas als de MIP ex post deze norm behaalt, is zij een succes. De particuliere participanten in de MIP zullen er uit eigen, nationaal en MIP-belang goed aan doen erop toe te zien — evenals bij de Franse IDI — dat aan genoemde norm niet wordt getornd. En de Staten-Generaal zouden kunnen insisteren op een clause waarin deze norm is vervat, zodat, als naderhand blijkt dat de MIP aan de rendementseis niet voldoet, zij kan worden opgeheven. Het alternatief is dat het zoveelste instituut ter financiering van „leuke dingen” wordt opgericht.

Een tweede kritisch punt betreft de revenuen van de promotorsrol die is toebedacht aan de MIP. De MvT zegt op blz. 12 immers dat de MIP in de voorfase tot de uiteindelijke resultaten van een project dikwijls zal optreden als initiatiefnemer en de produktiefactoren zal mobiliseren. Daarna „... treedt zij als voortrekker terug”. Zij neemt in de dan gestichte onderneming als „going concern” een minderheidspositie in. Eigendom en leiding komen in particuliere handen. Hoe wordt de promotorsfunctie bij zo'n geslaagde actie gehonoreerd? Wordt zij wel gehonoreerd? En als zij niet gehonoreerd wordt, wordt zij dan wel uitgevoerd? De MvT zegt er niets over. Het zou mij juist voorkomen indien zowel de Staat der Nederlanden, die het kapitaal voor deze riskante projecten fourneert, als de verantwoordelijke bestuurders van de MIP, die deze geslaagde projecten hebben geselecteerd en doorgezet, hoog beloond worden. De overnemende ondernemingen dienen voor de aangereikte, goed lopende projecten een zo goed mogelijk gekapitaliseerde waarde van de toekomstige revenuen te betalen. Anders komt het neer op de zoveelste subsidiëring van het bedrijfsleven. (Voor de goede orde: de beloning van de promotorsrol staat los van de beschouwingen op blz. 12/13 van de MvT.)

Een derde kritisch punt is de zelfstandigheid van de MIP. Enerzijds wordt een- en andermaal het zelfstandig karakter van de MIP onderstreept, anderzijds is de overheidsinvloed niet gering en deze invloed wordt ook geclaimd. De overheid „zal zich grondig op de hoogte houden van het beleid”, zij is grootaandeelhouder, als gedelegeerd commissaris aanwezig om de directie in zekere zin te sturen, terwijl de activiteiten van de MIP in het herindustrialisatiebeleid van de overheid moeten passen. Kan dat allemaal worden verzoend met het varen van een zelfstandige koers door de MIP? Het woord „zelfstandigheid” wordt verbonden met „marktconform” optreden (MvT, blz. 9). De moeilijkheid is dat voor diverse van de projecten waar men de MIP mee wil laten pionieren en waarvan er enkele genoemd worden (blz. 4), geen of geen behoorlijk ontwikkelde markt bestaat. Het beginnen van innovaties betekent het nog moeten scheppen van een markt. Pas gedurende de expansiefase onderkent men of een markt mogelijk is. Het lijkt mij dat beoordelingsconflicten niet uitgesloten zijn. Hoe zal de overheid zich dan gedragen?

Als de MIP er komt (en dat lijkt wel zeker), moeten wij hopen dat zij een grote en waardevolle bijdrage zal leveren aan een economische opleving. Ten einde de voorwaarden voor succes te verzekeren, lijkt mij aandacht voor bovenstaande kritische punten wel van belang.