

De Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen

Verliesvergoedings- en zeggenschapsaspecten

DRS. P.J.W. DUFFHUES*

Met het opzetten van de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen 1981 werd de verwachting gewekt dat vooral startende ondernemers zich in ruime mate van risicodragend kapitaal konden voorzien. Bovendien zou de aantrekkelijke verliesvergoeding die de overheid in het vooruitzicht stelde er borg voor moeten staan dat de participatiemaatschappijen op ruime schaal financiële middelen zouden fourneren. Uit een analyse van de garantieregeling constateert de auteur in dit artikel dat dit voor een deel misvattingen zijn. Zo onttrekken aan de vraagzijde niet alleen nieuwe ondernemers maar ook bestaande ondernemers financiële middelen aan de participatiemaatschappijen, terwijl aan de aanbodkant er nogal wat haken en ogen aan de geboden verliesvergoeding vastzitten. Wat dit laatste betreft concludeert de auteur dat de garantie slechts een beperkte bedrijfseconomische betekenis heeft. Ten slotte blijkt dat het medezeggenschapsverlies voor de zittende eigenaren wordt geminimaliseerd wanneer de economie gezond is. Maar dan is er juist weinig behoefte aan de diensten van ppm's.

Inleiding

In *ESB* van 4 april 1984 heeft dr. E.A.M. Elbertse de ontwikkeling van de particuliere participatiemaatschappijen (ppm's) sinds het instellen van de garantieregeling in 1981 beschreven en geëvalueerd 1). De auteur concludeert dat de ontwikkeling van de ppm's „tot ware venture capitalists”, grote mogelijkheden biedt, maar stelt tevens vast dat de huidige omvang van de ppm's daarbij „nogal mager afsteekt”. Bij dit laatste wordt gedacht aan de enkele tientallen miljoenen gulden die tot voor kort door ppm's waren geïnvesteerd. Uitbreiding van de bestaande ppm's en het oprichten van nieuwe ppm's zal nodig zijn, aldus Elbertse, om in een periode van stagnatie de financieringsmogelijkheden van met name het midden- en kleinbedrijf te verbeteren. De garantieregeling ppm vervult volgens Elbertse een belangrijke rol bij het verbeteren van de toegang tot de markt voor risicokapitaal.

Doel van dit artikel is niet het op gang brengen van een polemiek – de strekking van Elbertse's artikel wordt door mij volledig onderschreven – maar het uitwerken van enkele aspecten van de garantieregeling in aanvulling op de publikatie van Elbertse 2). Deze aspecten zijn: de verhouding van ppm's tot beleggingsmaatschappijen, de bedrijfseconomische waarde van de verliesvergoedingsregeling, en de wens van (blijkbaar een groot aantal) ondernemers in het midden- en kleinbedrijf om het zeggenschapsverlies in geval van participatie door een ppm te minimaliseren.

Aan de bespreking van de genoemde drie aspecten gaat een korte beschouwing vooraf over de verhouding van ppm's en „venture capital”. Het artikel eindigt met een samenvatting en een viertal conclusies.

Ppm's en „venture capital”

Veelal wordt de activiteit van ppm's in verband gebracht met de verstrekking van venture capital. Dit is correct voor zover het

werkkerrein van ppm's zich uitstrekt tot de verschaffing van risicodragend vermogen aan jonge (nieuwe) ondernemingen die zich bevinden in de eerste fase van hun levenscyclus, terwijl de participatie gepaard gaat met een relatief groot risico. Bij dit laatste wordt het risico gemeten zowel naar de omvang van het te verschaffen vermogen als naar de duur van de participatie 3).

Het werkkerrein van ppm's zoals dit vervat is in de garantieregeling valt hiermee echter niet geheel samen, om twee redenen. Aan de ene kant is er een ruimere doelgroep doordat ook in bestaande, dus reeds gevestigde ondernemingen mag worden participeerd zonder het recht op verliesvergoeding te verliezen. Anderzijds is er een beperking in die zin dat alleen in NV's en BV's mag worden deelgenomen; dit sluit dus het nemen van participaties 4) in firma's, eenmanszaken e.d. uit. Zowel de verruiming als de beperking is niet zonder belang. Klaarblijkelijk heeft de overheid met de garantieregeling 1981 niet uitsluitend het oog gehad op het bevorderen van de totstandkoming van een goed functionerende markt voor „venture capital”, maar heeft

* De auteur is wetenschappelijk hoofdmedewerker bij de vakgroep Ondernemingsfinanciering van de Katholieke Hogeschool te Tilburg.

1) Dr. E.A.M. Elbertse, Drie jaar particuliere participatiemaatschappijen in Nederland, *ESB*, 4 april 1984, blz. 331 e.v.

2) Garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen 1981, Ministerie van Economische Zaken; H.C. Wytzes, De garantieregeling particuliere participatiemaatschappijen, *De Naamloze Vennootschap*, september 1981; G. Rietkerk, De verschaffing van risicodragend vermogen onder de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen, *MAB*, januari 1983; H.H. van der Koogh, Ventures en venture-kapitaal, *ESB*, 26 oktober 1983; Themanummer Risicodragend vermogen; *MAB*, december 1983; en Elbertse, op.cit.

3) Definitie van drs. Wentges (Shell pensioenfonds) in een voordracht voor economiestudenten van de Katholieke Hogeschool Tilburg over het beleggingsbeleid van een institutionele belegger, 26 november 1981.

4) Vanzelfsprekend zouden participaties in typisch persoonlijke ondernemingen niet in de vorm van aandelen en converteerbare achtergestelde obligaties kunnen plaatsvinden.

zij ook willen bijdragen aan de financiering van bestaande ondernemingen. Daarnaast heeft de beperking tot rechtspersonen tot gevolg dat de kleine ambachtelijke bedrijfjes die de rechtsvorm van NV of BV missen, niet onder de regeling vallen. Voor zover hiermee de pas wordt afgesneden aan innovatieve bedrijfjes die voor de toekomstige groei van de nationale economie van groot belang worden geacht, is deze beperking te betreuren hoezeer zij ook is te verdedigen op doelmatigheidsgronden.

Ppm's en beleggingsinstellingen

Naast de plaatsbepaling van ppm's in relatie tot „venture capital” is er reden om de positie ten opzichte van gewone beleggingsinstellingen 5) te onderzoeken. Het zijn allebei financiële instellingen. Financiële instellingen en financiële markten bepalen samen het financiële systeem van de samenleving. Volgens Wytzes is de economische betekenis van dit systeem voor de afzonderlijke vragers en aanbieders van vermogen o.a. gelegen in de mogelijkheden tot rendements- en kwaliteitsverbetering, de mogelijkheid tot vergroting van het keuze-arsenaal en de mogelijkheden om bepaalde risico's af te dekken 6).

Deze opsomming geldt in beginsel dus ook ten aanzien van ppm's en beleggingsinstellingen. Gemeenschappelijk aan deze beide typen van financiële instellingen is dat beide vermogen vastleggen in effecten. In beide gevallen is dit zelfs de hoofd-functie, dus geen afgeleide taak zoals wel het geval is bij institutionele beleggers.

Naast deze overeenkomsten zijn er belangrijke verschillen tussen beide instellingen:

- een ppm mag uitsluitend beleggen in bepaalde vormen van effecten, te weten gewone en preferente aandelen en in aandelen converteerbare achtergestelde obligaties, terwijl een beleggingsinstelling in beginsel vrij is in de keuze van de beleggingsvorm;
- een ppm-participatie heeft in het algemeen een veel grotere omvang – zowel in absolute zin als in procenten van het nominale aandelenkapitaal – dan een belegging in een onderneming;
- een ppm-participatie wordt aangegaan voor een in beginsel vele jaren omvattende periode, terwijl een belegging zowel een kortlopend als een langlopend karakter kan hebben;
- de bemoeienis van een ppm met de gefinancierde onderneming is in het algemeen intensief en gaat in elk geval aanzienlijk verder dan de bemoeienis die beleggingsinstellingen plegen te hebben;
- het rendement dat een ppm verwacht te behalen bestaat nagenoeg uitsluitend uit te realiseren vermogenswinst bij verkoop van de participatie na een aantal jaren houderschap; een beleggingsinstelling daarentegen ontleent haar rendement zowel aan lopende inkomsten (dividend, rente, huur, e.d.) als aan vermogenswinst.

De conclusie is dat ppm's bepaald geen beleggingsinstellingen zijn in de traditionele zin van het woord. Wel zijn het beide voorbeelden van „financiële intermediairs”, d.w.z. instellingen die, uitgerust met specifieke kennis en in het bezit van de deskundigheid om tegen relatief lage kosten informatie over beleggings- en investeringsmogelijkheden te produceren, optreden als geïnformeerde lasthebbers („agenten”) van beleggers in een situatie van ondoorzichtige markten.

Financiële intermediairs verrichten een dubbele trechterfunctie, doordat ze van een groot aantal geldgevers vermogen vergaren en dit vervolgens weer verdelen over een groot aantal geldnemers. In dit proces kunnen transformaties plaatsvinden van risico en/of van looptijd 7). Door het bestaan van financiële intermediairs krijgt de financiering van de investeringen een indirect karakter. Men spreekt dan ook wel van „indirecte financiering”.

De verliesvergoeding

De bepalingen van de garantieregeling

Als aan alle voorwaarden is voldaan, vergoedt de overheid

maximaal 50% van het verlies op een participatie dat ontstaat bij verkoop („vervreemding”), ontbinding (liquidatie) of in geval van een akkoord bij een faillissement of surséance van betaling. Na het tiende jaar is de verliesvergoeding elk jaar 10% lager. Wordt tijdens de houdsterperiode gemiddeld gezien meer dan 5% dividend uitgekeerd dan wordt – in geval van een later optredend verlies op de participatie – de verliesvergoeding verminderd met een correctie wegens ontvangen „overdividenden”, te bepalen volgens de formule:

$$\left(\frac{D}{F} \times 100 - \frac{T_m}{12} \times 5\right)$$

waarvan de uitkomst niet negatief mag zijn en waarin:

D = gecumuleerd totale dividend, dat sinds het tijdstip van participeren is uitgekeerd;

F = verkrijgingsprijs participatie;

T_m = aantal maanden participatie in eigendom.

Deze correctie wegens overdividend heeft alleen betekenis indien de participatie uit aandelen bestaat.

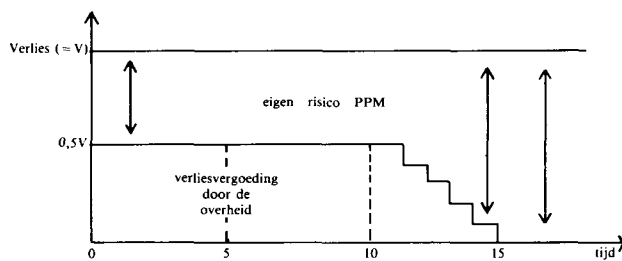
De vergoedingsgrondslag wordt verkregen door de verkrijgingsprijs te verminderen met de verkoopprijs resp. de liquidatie-uitkering resp. de akkoorduitkering.

De bedrijfseconomische betekenis

Hoewel een verliesvergoeding van 50% aanzienlijk lijkt, is de bedrijfseconomische „waarde” ervan onzes inziens beperkt en wel om de volgende redenen:

- a. de reductie die vanaf het tiende jaar op de verliesvergoeding wordt toegepast (zie figuur 1);

Figuur 1. Verliesvergoeding bij afwezigheid van overdividend



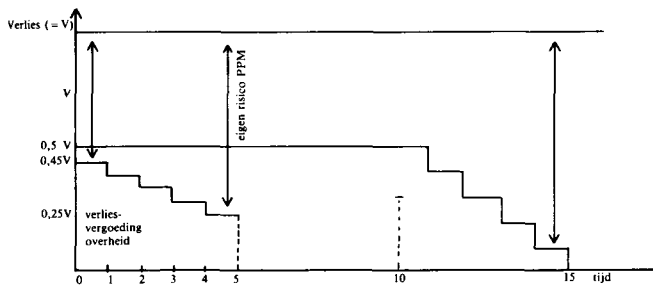
- b. de reductie die in verband met de mogelijke uitkering van overdividenden wordt toegepast. Uit de formule blijkt dat een gemiddeld dividend van 5% als norm geldt. Gemiddeld hogere dividenden leiden tot verkleining van de verliesvergoeding. Nu is het weliswaar niet zo erg waarschijnlijk dat na een reeks van dividenduitkeringen alsnog een beroep op de verliesvergoedingsregeling moet worden gedaan, maar uitgesloten is het niet. Figuur 2 illustreert het gevolg van gemiddeld niet méér dan 5% overdividend: de verliesvergoeding valt terug van 50% naar 25% wanneer in het vijfde jaar alsnog verlies ontstaat en tot desinvestering of liquidatie wordt overgegaan. Men denke zich een voorbeeld in waarbij na een dividendloos eerste jaar driemaal 16,67% dividend wordt uitgekeerd, waarna in het vijfde jaar verlies bij verkoop wordt geleden;
- c. de beperkende invloed van de aftrekbaarheid voor de vennootschapsbelasting van liquidatieverliezen (óók wanneer sprake is van een deelnemingsvrijstelling) op de hoogte van

5) Bedoeld is het algemene begrip „beleggingsinstelling”, dus niet in specifiek fiscale zin.

6) Vergelijk H.C. Wytzes, *Financiële instellingen en markten*, Leiden, 1978, blz. 5-6, alsmede de bundel *Het financiële systeem* onder redactie van A. Klaassen c.s., 1984, blz. 1-2.

7) Vergelijk M.J.L. Jonkhart, *Financiële intermediairs en regulering van financiële markten: de vraag naar het waarom*, Finbeeldag 1984.

Figuur 2. Verliesvergoeding en gemiddeld 5% overdividend per jaar



de netto verliesvergoeding door de overheid. Doordat de 50% verliesvergoeding die een ppm kan ontvangen uit hoofde van de garantieregeling moet worden afgeboekt op de kostprijs van de participatie neemt het verlies en daarmee de verliescompensatie af. Bij een belastingtarief van 50% heeft de garantieregeling dan slechts het effect van een verliesvergoeding van 25%. Het volgende eenvoudige voorbeeld illustreert dit:

- veronderstellingen:	investering.....	100
	restwaarde bij liquidatie.....	20
- geval I: geen garantieregeling	verliescompensatie bij 50% tarief.....	40
- geval II: met garantieregeling	verliesvergoeding uit hoofde van de regeling: 50%.....	40
	verliescompensatie bij 50% tarief over (100 - 40) - 20.....	20
Totale verschil als gevolg van garantieregeling.....		20
of wel 20/80 = 25%		

De conclusie is dat indien de fiscale deelnemingsvrijstelling geldt — hetgeen veelal het geval zal zijn — enerzijds liquideren aantrekkelijker is dan met verlies afstoten (voor zover betreft de fiscale aftrekbaarheid van het verlies), maar anderzijds juist dan de verliesvergoedingsregeling veel minder aantrekkelijk is dan het tarief van 50% velen doet geloven. Dit vermindert de bedrijfseconomische betekenis van de verliesvergoedingsregeling in geval van liquidatie. Dat de overheid in het gegeven voorbeeld uiteindelijk toch niet minder dan 75% van het verlies draagt, doet hieraan niet af 8);

d. de reductie die ontstaat doordat een verliesvergoeding die vele jaren na het investeringstijdstip wordt ontvangen, volgens goede bedrijfseconomische beginselen *contant gemaakt moet worden naar het beslissingstijdstip*. Bedenk dat de contante economische waarde van een na zeven jaar te ontvangen vergoeding bij een disconteringsvoet van 10% slechts ongeveer de helft van het bedrag waard is!

Het *gezamenlijke effect* van de genoemde redenen moet niet worden onderschat. Gaat men b.v. uit van liquidatie na 7 jaar, een disconteringsvoet van 10%, een belastingtarief van 50% en afwezigheid van overdividenden dan is de contante (lees: bedrijfseconomische) waarde van de verliesvergoeding slechts ongeveer 13% van het verlies. Veronderstelt men daarenboven nog een totaal overdividend van 25%, dan neemt de bedrijfseconomische waarde nog verder af tot 6,5% van het verlies bij liquidatie. Een snelle liquidatie vergroot de waarde van de verliesvergoeding van de overheid omdat het disconterings-effect kleiner is en overdividenden nauwelijks zullen zijn voorgekomen.

Wanneer het verlies niet ontstaat bij liquidatie maar bij vreemding neemt de waarde van de verliesvergoeding toe omdat reductie c vervalt. In het hierboven gegeven cijfervoorbeeld is de waarde geen 13% maar 26% van het verlies, en in het geval van het genoemde overdividend geen 6,5% maar 13%. Bij deze berekeningen is wederom verondersteld dat sprake is van een fiscale deelnemingsvrijstelling. Een snelle verkoop vergroot de waar-

de van de verliesvergoeding om dezelfde twee redenen als hierboven genoemd bij liquidatie.

Ter afsluiting van deze paragraaf mag niet onopgemerkt blijven dat de betekenis van de regeling niet alleen afhankelijk is van de *hoogte* van de (contante waarde van de) verliesvergoeding, maar ook van de *kans op optreden*. Omdat deze laatste altijd kleiner is dan 100% wordt de kwantitatieve betekenis van de verliesvergoeding verder verkleind, wanneer men deze kans in de analyse betreft.

Minimalisatie van zeggenschapsverlies

In menige beschouwing over de vermogensstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven wordt melding gemaakt van de afkeer die in vele middelgrote en kleine bedrijven zou bestaan tegen het betrekken van buitenstaanders/aandeelhouders bij het bedrijfsbeleid. Wanneer dit een juiste constatering is, kan dit fataal zijn voor het succes van de garantieregeling. In het volgende werken wij deze gedachte uit.

Aangevoerd kan worden dat er een relatie is tussen de mate van zeggenschapsverlies die de zittende eigenaren moeten accepteren en de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige algemeen-economische en de bedrijfseconomische ontwikkeling. Zijn deze verwachtingen gunstig — gemeten met behulp van de prognoses van de winst en de koers/winstverhouding — dan kan de ppm volstaan met een kleinere participatie in het aandelenkapitaal dan in het geval van ongunstige verwachtingen zonder dat afbreuk wordt gedaan aan de rendementseis van de ppm. Dit kan worden verduidelijkt met het volgende voorbeeld 9).

Veronderstellingen:

- gewenste rentabiliteit na belasting.....	20% per jaar
- duur van de deelneming (b.v. bancaire ppm) 5 jaar	
- gevraagde initiële participatie in onderneming	f. 500.000
- (gemakshalve) geen dividendontvangsten uit participatie gedurende investeringsduur	
- geschatte nettowinst na belasting van onderneming na 5 jaar.....	f. 1.000.000
- gemiddelde koers-/winstverhouding van aandelen als die van desbetreffende onderneming.....	7

Uit deze gegevens kan worden berekend dat de totale marktwaarde van het eigen vermogen na 5 jaar f. 7 mln. zal bedragen. Het door de ppm verlangde rendement houdt in dat de eindwaarde van haar investering na 5 jaar moet zijn aangegroeid tot 500.000 (1,20)⁵ = f. 1,25 mln. Om beslag te kunnen leggen op dit bedrag aan toekomstige marktwaarde moet de ppm op t₀ dus 1,25/7 = 18% van de geplaatste aandelen bezitten. Het optimale participatiepercentage is bij deze verwachtingen dus 18%. Variëert men de uitkomsten van de koers-/winstverhouding en de winst van jaar 5 dan ontstaat het overzicht van wat kan worden aangeduid met „optimale participatiepercentages”. Deze zijn berekend met behulp van de volgende formule die uit bovenstaande redenering kan worden afgeleid:

$$p = \frac{I_0 \cdot (1 + r)^n}{W_0 \cdot (1 + g)^n \cdot E(k/w)_n}$$

waarin p	= optimale participatiepercentage;
I ₀	= investering op t = 0 door ppm in onderneming bij wijze van aandelenparticipatie;
r	= door ppm gewenst rendement na belasting;

8) In het cijfervoorbeeld zijn wij gemakshalve uitgegaan van 50% vennootschapsbelasting. Gaat men uit van 43% dan is het netto effect van de garantieregeling iets gunstiger, nl. 28,5% van het verlies in plaats van 25%. De totale overheidsbijdrage in het verlies wordt dan niet 75% maar 71,5%. De strekking van het argument blijft intact.

9) Vergelijk ook Jeffrey A. Timmons en David E. Gumpert, Discard many old rules about getting venture capital, *Harvard Business Review*, januari/februari 1982.

- n = looptijd participatie;
 W_0 = nettowinst deelneming op $t = 0$;
 g = geschatte jaarlijkse groeivoet van de nettowinst van de onderneming waarin wordt geparticipeerd;
 $E(k/w)_n$ = verwachte koers/winstverhouding na n jaar.

Tabel. Optimale participatiepercentage onder verschillende veronderstellingen ten aanzien van winstontwikkeling en koers/winstverhouding

Winst (jaar 5)	0,8 mln.	1,0 mln.	1,2 mln.
Koers/winst			
5	0,31	0,25	0,21
6	0,26	0,21	0,17
7	0,22	0,18	0,15
8	0,20	0,16	0,13
9	0,17	0,14	0,12

De uitkomsten in de tabel illustreren op welke wijze het zeggenschapsverlies kan worden geminimaliseerd zodat een vruchtbare voedingsbodem kan ontstaan voor de activiteiten van ppm's. Naarmate de koers/winstverhouding en de verwachte winst in het jaar van desinvesteren hoger zijn, kan de verwatering van zeggenschap beperkter zijn.

Hoge koers-/winstverhoudingen en gunstige winstcijfers zijn uitingen van een gezonde economie met relatief lage rente. Daarmee zijn we beland bij een belangrijke conclusie. Voor het oplossen van het zeggenschapsprobleem, waarmee vele ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf kampen in relatie tot het binnenhalen van een ppm, is kennelijk vereist dat de economische en financiële perspectieven voor de onderneming in kwestie én voor het bedrijfsleven in het algemeen gunstig zijn. Maar in dat geval beschikt de ppm over voldoende alternatieve beleggingsmogelijkheden, zodat zij minder geïnteresseerd zal zijn om o.a. „venture capital” te verstrekken aan nieuwe ondernemingen, die gekenmerkt worden door relatief hoog risico. Bovendien zal de behoefte aan extern eigen vermogen bij de vermogensvrager geringer zijn wegens de ruime winsthoudingsmogelijkheden die worden gecreëerd door de gunstige rentabiliteit én de aloude fiscale impuls – juist in kringen van het midden- en kleinbedrijf waarop de garantieregeling zich richt – om die mogelijkheden zoveel mogelijk te benutten. Het blijkt dat juist wanneer voldaan is aan de voorwaarden om het zeggenschapsverlies voor

ondernemers in het midden- en kleinbedrijf te minimaliseren, aan de activiteiten van de ppm's minder behoefte bestaat.

Samenvatting en conclusies

De Garantieregeling ppm 1981 heeft als doelgroep, behalve bestaande min of meer gevestigde ondernemingen, een bepaald deel van de „overall” venture capital markt, nl. de in NV- of BV-vorm gedreven jonge, innovatieve ondernemingen. De regeling voorziet dan ook niet in de financiering van innovatieve startende eenmanszaken en vennootschappen onder firma.

Ppm's zijn evenals traditionele beleggingsinstellingen financiële intermediairs. De activiteiten van deze intermediairs leiden tot een indirecte financiering van de ondernemingsinvesteringen. Naast deze overeenkomst zijn er belangrijke verschillen tussen ppm's en traditionele beleggingsinstellingen. Deze verschillen hebben betrekking op de beleggingsvormen, de participatiegrootte, de beleggingsduur, de graad van bemoeienis met het management en de aard van het verwachte beleggingsrendement.

De bedrijfseconomische contante waarde van de verwachte verliesvergoeding uit hoofde van de garantieregeling is aanzienlijk geringer dan het nominale verliesvergoedingspercentage van 50. Dit is met name dan het geval wanneer de onderneming waarin wordt geparticipeerd na een reeks van jaren alsnog wordt geliquideerd in combinatie met het bestaan van een fiscale deelnemingsvrijstelling.

De weerstanden in kringen van ondernemers uit het midden- en kleinbedrijf tegen participatie door derden in het eigen vermogen zijn volgens verschillende publikaties aanzienlijk. De Garantieregeling PPM dient om die reden het zeggenschapsverlies van de bestaande eigenaren te minimaliseren. Gebleken is dat om dit doel te bereiken moet zijn voldaan aan voorwaarden die erop neerkomen dat aan de regeling zelf minder behoefte bestaat.

Op basis van de laatste twee conclusies behoeft het geen verwondering te wekken dat het bedrag van de tot nu toe verstrekte participaties niet indrukwekkend kan worden genoemd. Dit neemt niet weg dat in bepaalde omstandigheden de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen 1981 van doorslaggevend betekenis kan zijn bij het tot stand brengen van een deelneming. Daarbij moet vooral worden gedacht aan situaties waarin aan een relatief aanzienlijk zeggenschapsverlies (participaties van 30% à 49%) niet zwaar wordt getild en waarin de mogelijkheid aanwezig wordt geacht om bij het uitblijven van succes de verliesvergoeding snel te incasseren.