



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Faciliteren, niet interveniëren

Boot, A.W.A.; Ligterink, J.E.

Published in:
Economisch-Statistische Berichten

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):
Boot, A. W. A., & Ligterink, J. (2003). Faciliteren, niet interveniëren. Economisch-Statistische Berichten, 88(4402), D11-D12.

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <http://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Faciliteren, niet intervensiëren

Financiering van bedrijfsoverdracht is een informatiegevoelig probleem. Dit kan leiden tot adverse selectie.

Moet de overheid de beurs trekken?

A.W.A. Boot en J.E. Ligterink*

Het belang van bedrijfsoverdrachten mag niet worden onderschat. Voor de komende jaren zijn dit er naar verwachting in dit land jaarlijks 20.000¹. Vaak betreft dit familiebedrijven. Hiervan zijn er zo'n 194.000. Gezamenlijk genereren zij rond de vijftig procent van het bbp². Het onderzoeksinstituut NIPO rapporteert dat vijftien procent van de directie-groottaandeelhouders (in totaal in Nederland ruim 90.000) verwacht tussen nu en vijf jaar te stoppen met het bedrijf. Veel vaker dan vroeger wordt gestreefd naar overdracht van de onderneming.

Welke problemen zijn er verbonden aan de financiering van bedrijfsoverdrachten? De belangrijkste vraag hierbij is of er sprake is van marktfalen. Als daarvan sprake is, kan er reden zijn voor een betrokkenheid van de overheid bij de financiering.

Definiëren van overheidsbetrokkenheid

Een onderscheid moet worden gemaakt tussen interventie en facilitering. Facilitering definiëren wij als het beter laten verlopen van het vrije marktproces, bijvoorbeeld door het afdwingen van meer transparantie, het vergroten van de geloofwaardigheid van accountingrichtlijnen, het stimuleren van kennisoverdracht, enzovoort. Interventie is het daadwerkelijk (mee)financieren van bedrijfsoverdrachten door de overheid, of het anderszins door de overheid overnemen van risico's.

Het is duidelijk dat interventie verder gaat dan facilitering. Toch hoeft het niet zo te zijn dat interventie een permanent karakter heeft. Het kan ook bedoeld zijn om een eenmalige impuls te geven aan een bepaald type activiteit, waarna vervolgens de markt dit kan doen. Een mooi voorbeeld was de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen (GPP). Deze regeling (tussen 1981 en 1995 actief) bestond uit een garantie van vijftig procent op de geleden verliezen op investeringen door durfkapitaalfondsen. Het is niet verrassend dat deze regeling een grote stimulans is geweest voor de groei van het aanbod van durfkapitaal. Opmerkelijk is dat na

het wegvallen van deze garantieregeling de groei onverminderd is doorgegaan. Schijnbaar had de regeling een bepaald coördinatieprobleem opgelost: toen de markt voor durfkapitaal eenmaal bestond, kon deze zichzelf onderhouden³.

Ook in het geval van bedrijfsoverdrachten zou men zich een dergelijk type interventie kunnen voorstellen. Eerst moeten we echter de vraag beantwoorden of er grond is voor interventie dan wel facilitering door de overheid.

Marktfalen

De overdracht van bestaande bedrijven is waarschijnlijk een van de meest informatiegevoelige gebeurtenissen. De moderne leer van de financiering legt grote nadruk op de problemen verbonden aan externe financiering in het geval van asymmetrische informatie⁴. Als een ondernemer betere informatie heeft met betrekking tot de kwaliteit van zijn investeringsprojecten dan de potentiële financier(s), zal de kostenvoet van vermogen onevenredig hoog kunnen zijn. Mogelijk is zelfs in het geheel geen financiering beschikbaar. Dit is het befaamde door Akerlof beschreven 'lemons'-probleem: financiers kunnen ondernemers met 'goede' projecten moeilijk onderscheiden van ondernemers met 'slechte' projecten. Ondernemers met goede projecten zullen weinig genegen zijn de mogelijk exorbitante financieringskosten die hieruit voortkomen te dragen, waardoor alleen voor (niet te onderscheiden) lage kwaliteit projecten, 'lemons' dus, financiering wordt gezocht⁵. Dit is een mogelijke manifestatie van het falen van de financieringsmarkt. Niet alleen de financier van de ondernemer maar ook de overnemende ondernemer heeft een informatieachterstand ten opzichten van de overdragende ondernemer.

Daarnaast bestaat er een geheel andersoortig, zogenaamd agency-probleem. Bedrijfsoverdrachten betreffen veelal kleinere ondernemingen waarin de ondernemer dan wel eigenaar een cruciale rol speelt. Behoud van waardevolle kennis en ervaring nopen er veelal toe dat de gevestigde ondernemer gecommiteerd is om zich nog enige tijd in te zetten voor het bedrijf, of dat in een zeer vroegtijdig stadium de nieuwe ondernemer zich al zou moeten inwerken om de 'oude' ondernemer

* De auteurs zijn verbonden aan de Finance Group van de Universiteit van Amsterdam. Boot is daarnaast directeur van het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF). De auteurs zijn Pieter Beck van Deloitte & Touche Corporate Finance erkentelijk voor zijn genereuze steun in het ter beschikking stellen van informatie. jeroenl@fee.uva.nl

1. Zie Europese Commissie, *Final report of the expert group on the transfer of small and medium-sized enterprises*, Brussel, 2002.
2. Zie BDO Accountants en Adviseurs/Universiteit Nyenrode, *Cijfers en feiten van het familiebedrijf*, Breukelen, 2002.
3. Hoewel wij (gegeven de toenmalige omstandigheden) een positief eindoordeel hebben over deze regeling, waren de ervaringen niet eenduidig positief. Het bleek bijvoorbeeld dat het rendement op startende ondernemingen zeer negatief was. Zie A.W.A. Boot en A. Schmeits, *Overheidsingrijpen in de industrie-financiering*, ESB, 13 november 1996, blz. 928-932.
4. Zie bijvoorbeeld het Nederlandstalige handboek van A.W.A. Boot en P. Verheyen, *Financiering en macht*, Kluwer, 1997.
5. Zie G.A. Akerlof, *The market for lemons*, *Quarterly Journal of Economics*, jrg. 84, nr. 3, 1970, blz. 488-500.

overbodig te maken. De vraag is evenwel of de ondernemer hiertoe geneigd is. Het is evident dat de beschikbaarheid van financiering nadrukkelijk wordt beïnvloed door de mate waarin dit probleem zich manifesteert.

Is er een financieringsprobleem?

Of er sprake is van een financieringsprobleem is sterk afhankelijk van de soort en omvang van de overdracht. Voor wat betreft de overnemende partij gaat het om de vraag of deze reeds eerder bij de onderneming betrokken was, of dat het gaat om derden. Familieleden (in 27 procent van de overdrachten) of bestaande werknemers (15 procent) zijn partijen die dichter bij de onderneming staan dan een derde partij (meer dan vijftig procent van de overdrachten)⁶. Bij een overdracht binnen de familie of aan bestaande werknemers mag men er immers van uitgaan dat het informatieprobleem geringer is. De historische prestatie van de onderneming zal ook meer zeggen over de toekomst van de onderneming. Dit is eveneens belangrijk voor de financiers. Het eerdergenoemde 'lemons'-probleem speelt in dat geval minder sterk.

Indien het gaat om een transactie met bekenden, zal ook de kans op opportunistisch gedrag van de overdragende eigenaar minder groot zijn. Dikwijls zal deze bereidwilliger zijn om zich voor het bedrijf in te zetten. Dit kan de financierbaarheid verbeteren. Niet-zakelijke (familie)overwegingen vergroten echter vaak de complexiteit en bemoeilijken de financiering van overnames binnen de familie.

De tweede belangrijke determinant heeft betrekking op de omvang van de overdracht. In het algemeen geldt dat bovenstaande informatieproblemen het sterkst spelen bij kleine bedrijven. Kleine ondernemingen zijn vaak sterker afhankelijk van de kwaliteit van de ondernemer. Ook is de kwaliteit van de accountinginformatie bij kleinere ondernemingen minder. Bovendien is het risico bij de financiering van kleinere bedrijven groter. Zij hebben vaak een minder gediversifieerde inkomstenstroom. In het algemeen is er sprake van een grotere en moeilijker door de financier te beïnvloeden afhankelijkheid van afnemers en leveranciers.

Een belangrijke derde determinant is de beschikbaarheid van zekerheden. Zekerheden en de inbreng van eigen (privé)vermogen kunnen de gevolgen van de genoemde informatieproblemen verminderen. Zekerheden zijn dan ook vaak essentiële onderdelen van een financieringsovereenkomst. Tevens zijn dit de belangrijkste struikelblokken bij de financiering, juist ook bij kleinere ondernemingen. Veelal kunnen alleen de aandelen van de over te nemen onderneming bij de bank in onderpand worden gegeven. Deze zijn voor de bank meestal van weinig waarde⁷.

Aan de aanbodkant (bij de financiers) speelt ook dat bij een kleine omvang van de overdrachten niet attractief zijn vanwege de relatief grote vereiste inspanningen en de beperkte mogelijkheden om uit de financiering en bemiddeling voldoende revenuen te verwerven. Kleine overdrachten dreigen dan tussen wal en schip te belan-

den, hetgeen bij veel banken bijna letterlijk het geval is: corporate finance- en acquisition finance-afdelingen op het hoofdkantoor willen niet lastig worden gevallen door kleine klanten; lokale kantoren moeten dit zelf maar uitzoeken.

Gewenste overheidsrol

Het informatieprobleem legt grote terughoudendheid bij een eventuele expliciete interventierol voor de overheid. Een ongewenste afwenteling van risico's op de overheid kan het gevolg zijn omdat private financiers dan onvoldoende prikkels hebben om de informatieproblemen het hoofd te bieden. Overheidsgaranties ondermijnen dus de private financieringsmarkt, tenzij garanties alleen geboden worden als private partijen gelijkwaardig in de risico's participeren. De verplichte matching door private financiers onder de Borgstellingstregeling Midden- en Kleinbedrijf (BMKB) is hiervan een goed voorbeeld. Hierbij moet de lening voor risico van de bank tenminste gelijk zijn aan het gegarandeerde deel. Of deze regeling voldoende mogelijkheden biedt voor bedrijfsoverdrachten moet worden onderzocht⁸. Wij kregen zeer verschillende signalen uit de markt.

Directe participatie in het eigen vermogen door participatiemaatschappijen is eveneens van belang. Een verliesgarantieregeling zoals eerder genoemde GPP is ongewenst. Deze legt de risico's eenzijdig bij de overheid. Onze inschatting is dat alleen faciliterend beleid mogelijk is. Nader onderzoek is evenwel gewenst.

Conclusie

Informatie- en agency-problemen moeten primair gezocht worden bij de bedrijfsoverdracht van ondernemingen met een geringe omvang en bij transacties aan derden. Familiebedrijven kennen hun eigen problematiek. Faciliterend overheidsbeleid is volgens ons zeker wenselijk. Daadwerkelijke interventies door middel van garanties en andere instrumenten/maatregelen die risico's naar de overheid verplaatsen vereisen echter nader onderzoek. Wij zien weinig problemen (en daadwerkelijke voordelen) bij een BMKB-type regeling. Deze regeling is goed omdat de private sector gedwongen wordt daadwerkelijk te participeren in risico's, waardoor marktdiscipline gegarandeerd is. Nader onderzoek is echter nodig om te bepalen welke specifieke problemen er zijn bij de financiering van bedrijfsoverdrachten.

Arnoud Boot en Jeroen Ligterink

6. Zie Europese Commissie, *op. cit.*, 2002.

7. De mogelijkheden om de activa van de over te nemen onderneming bij de bank te verpanden worden beperkt door artikel 207c (Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek). Dit artikel is gericht op crediteurenbescherming.

8. Hierbij zijn ook de in 2001 aan de BMKB toegevoegde startersfaciliteit alsmede internationale ervaringen (bijvoorbeeld de specifieke Finse 'entrepreneur loan'-constructie) van belang.