

Rapport Nederlandse Financierings- en Ontwikkelingsinstelling

Inhoudsopgave

1. Inleiding
2. Probleemanalyse
 - 2.1. Situatieschets van het huidige publieke landschap
 - 2.2. Knelpunten bij het realiseren van projecten met maatschappelijke baten
 - a) *Projectontwikkeling en expertise*
 - b) *Reguleringsrisico*
 - c) *Externe effecten*
 - d) *Financieringsvoorwaarden*
 - 2.3. Knelpunten bij financiering van kleine transacties, financiering van mkb en beschikbaarheid van groeikapitaal
 - a) *Beperkte mogelijkheden Europese co-financiering*
 - b) *Beperkte flexibiliteit door individuele regelingen*
 - c) *Politiek versus bedrijfsmatige afweging*
 - 2.4. Knelpunten bij export- en internationale financiering
 - a) *Ontbrekend integraal financieringsconcept*
 - b) *Afwezigheid van een publieke exportfinancieringsinstelling*
 - c) *Beperkt aanbod financiering voor exporterend mkb*
3. Oplossingselementen
4. Voorstel van de werkgroep
 - 4.1. *Hoofdlijn*
 - 4.2. *Verbinding met bestaande instellingen*
 - 4.3. *Institutionele vormgeving*
 - 4.4. *Beleidsmatige en financiële aansturing*
 - 4.5. *Staatssteun*

1. Inleiding

Na jaren van herstel van de economie moet de aandacht nu verschuiven naar investeringen in nieuwe kansen. Om tot duurzame economische groei te komen, is een transitie noodzakelijk, die zonder actieve rol van de overheid niet vanzelfsprekend tot stand komt. De transitie naar een duurzame economie heeft consequenties voor de wijze waarop we produceren en consumeren. Deze mondiale noodzaak, die ook nationaal en lokaal wordt gevoeld, vergt een grote investeringsopgave. Het oplossen van maatschappelijke uitdagingen, zoals bijvoorbeeld in de energietransitie¹, verduurzaming (bijvoorbeeld van internationale productieketens), bereikbaarheid en onderwijs, biedt tegelijk ook verdienkansen voor de economie. Vanuit het bedrijfsleven is daarom opgeroepen om te komen tot een nationale financieringsinstelling voor 'groene' investeringen, risicodragende ondernemingsfinanciering en export en ontwikkelingsfinanciering en hierbij een gezamenlijke nationale investeringsagenda op te stellen². In de private sector zijn er knelpunten in de financiering van nieuwe kansen, vooral bij de doorgroei van kansrijke, nieuwe bedrijven, en de ontwikkeling van projecten op de grens van publiek en privaat.

De transitie naar duurzame groei vindt steeds meer plaats op dit snijvlak van publiek en privaat, om investeringen op grotere schaal van de grond te krijgen. Zo raamt McKinsey dat enkel voor de energietransitie in Nederland al een bedrag van tussen de € 10 en 15 miljard euro per jaar nodig is. Ook internationaal is er een grote investeringsopgave: de toekomstige groei van de wereldbevolking vindt voor een belangrijk deel plaats in landen die nog geen goed ontwikkelde financiële sector en kapitaalmarkt hebben. Sinds 2015 werken publieke en private partijen samen om de duurzame ontwikkelingsdoelen van 2030 te bereiken, en daagt het klimaatverdrag van Parijs Nederland uit meer (internationale) klimaat financiering te mobiliseren. Beiden vergen een goede organisatie om markt en overheid op elkaar aan te sluiten en nieuwe investeringskansen³ vorm te geven en voldoende financieringsstromen te katalyseren.

In andere landen wordt op deze uitdagingen ingespeeld via *National Promotional Banks of Institutions*. Dergelijke instellingen hebben sinds 2008 een grotere rol gekregen bij het bevorderen van investeringen⁴ en het ondersteunen van het (exporterend) bedrijfsleven.

De Nederlandse overheid is wel met veel instrumenten en instellingen actief om financiering mogelijk te maken. Dat gebeurt met leningen, risicokapitaal, borgstellingen, garanties en verzekeringen. Hierbij is de afgelopen jaren ook sprake van verschuiving van subsidies naar ondersteuning van financiering.⁵ Er is alleen geen instelling die op integrale wijze, vanuit een publieke rol in één samen met de markt de investeringen in maatschappelijke uitdagingen en verdienkansen van het bedrijfsleven vorm kan geven.⁶

¹ De WRR stelt in haar 'policy brief' van oktober jl. voor dat een publieke investeringsbank zou moeten worden overwogen voor het realiseren van lange termijn klimaatdoelstellingen. WRR-Policy Brief 5 'Klimaatbeleid voor de lange termijn', p. 24.

² Onder meer VNO-NCW 'Naar een NL Next Level' (2016), McKinsey 'Versnellen van de Energietransitie' (2016) en Oliver Wyman en De Brauw Blackstone Westbroek 'Nederlandse Financieringsinstelling voor Economische Ontwikkeling' (2016).

³ Zo is door FMO de voorzichtige inschatting gemaakt dat er voor het Nederlands bedrijfsleven de potentie is om op termijn deel te nemen aan internationale projecten met een totaalwaarde van circa 3 miljard euro.

⁴ Zie ook mededeling EC: Samen werken aan werkgelegenheid en groei: de rol van nationale stimuleringsbanken (NPB's) bij de facilitering van het Investeringsplan voor Europa, COM(2015) 361 final, 22-07-2015

⁵ Voorbeelden zijn: de Vroege Fase Financieringsregeling, *Dutch Venture Capital Initiative*, *Qredits*, *Dutch Good Growth Fund*, *Dutch Trade and Investment Fund*.

⁶ De Studiegroep Duurzame Groei schrijft hier het volgende over: 'Een publieke financiële instelling kan worden overwogen om bestaande financieringsinstrumenten te bundelen en maatschappelijk gewenste investeringen tot stand te brengen. Het huidige landschap is versnipperd en in landen om ons heen bestaan voorbeelden van publieke financiële instellingen die een groot scala aan instrumenten samenbrengen, zoals de *British Business Bank* in het Verenigd Koninkrijk en de *KfW* in Duitsland. Ook in Nederland zou zo'n clustering van instrumenten voordelen kunnen hebben, zoals grotere flexibiliteit en professionalisering. Waar nu subsidies worden verstrekt om maatschappelijke investeringen aan te jagen, kan de overheid ook mee-investeren. De overheid kan in dat geval delen in de financiële winst van initiatieven. De overheid loopt dan wel meer risico. Tegen deze achtergrond kan een publieke instelling met goede checks and balances worden overwogen om publieke financiering tot stand te brengen. Dit kan gaan om publieke financiering van maatschappelijke investeringen,

Het kabinet heeft in de Miljoenennota aangegeven nog deze kabinetsperiode besluiten te willen nemen om de export uit en de investeringen in Nederland verder te stimuleren. Dit doet het kabinet door de capaciteit en middelen op het snijvlak van publiek en privaat beter te organiseren. Daarbij richt het zich enerzijds op de faciliteiten voor het bedrijfsleven en anderzijds op de grote maatschappelijke opgaven. Meer bundeling van kennis en middelen rond deze twee thema's ligt voor de hand. Het kabinet heeft daarvoor een werkgroep opdracht gegeven een analyse te maken van de problemen en met oplossingen te komen. Met deze rapportage wordt invulling gegeven aan deze opdracht.

zoals op het gebied van de energietransitie. In het Verenigd Koninkrijk is daartoe bijvoorbeeld een green investment bank opgericht. Ook kan het betrekking hebben op bedrijfsgerichte financieringsinstrumenten. (bron: 'Kiezen voor duurzame groei', rapport Studiegroep Duurzame groei (2016), bijlage bij Kamerstuk 34300 nr. 76, p. 52)

2. Probleemanalyse

2.1 Situatieschets van het huidige publieke landschap

In Nederland zijn de financieringsinstrumenten en -middelen voor ondernemingen en maatschappelijke investeringsprojecten verspreid over verschillende overheden en organisaties, zowel publiek als privaat. Zo financieren BNG en NWB naast decentrale overheden ook sociale woningbouw, infrastructuur, onderwijs- en zorginstellingen, en andere (semi) publieke projecten. FMO is primair actief op het terrein van privatesectorontwikkeling in ontwikkelingslanden en opkomende economieën en op terreinen zoals duurzame energie, infrastructuur en de landbouwsector. De rijksoverheid stimuleert zelf ook bedrijfsfinanciering via verschillende financierings- en garantieregelingen. Deze worden grotendeels door de Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO) uitgevoerd. Ook stimuleert de rijksoverheid export en Nederlandse bedrijfsinvesteringen over de grens via zowel RVO's financieringsregelingen als via exportkredietverzekeringen en -garanties die door Atradius Dutch State Business (Atradius DSB) worden uitgevoerd.

Daarnaast stimuleert de rijksoverheid financiering van mkb, innovatieve bedrijven en projecten via een aantal private fondsen en alternatieve aanbieders. Ook staat de rijksoverheid via waarborgfondsen garant in de zorg en (sociale) woningbouw. Tot slot treedt de rijksoverheid samen met de provincies via het Nederlands Investerings Agentschap (NIA) op als regisseur die maatschappelijke investeringen van de grond moet krijgen en Europese middelen optimaal moet benutten.

De regio's zijn hiernaast actief op het gebied van ondernemingsfinanciering, risicokapitaal en maatschappelijk projecten op regionaal niveau, met name via provinciale instrumenten en Regionale Ontwikkelings Maatschappijen (ROM's). Ook vanuit de private sector zijn er overigens initiatieven om de investeringen met ook een maatschappelijk karakter te stimuleren. Zo is door 12 grote pensioenfondsen, -uitvoerders en verzekeraars in 2014 de Nederlandse Investerings Instelling (NLII) opgericht om voor hen meer Nederlandse investeringskansen te realiseren.

2.2 Knelpunten bij het realiseren van projecten met maatschappelijke baten

Investeringsprojecten die vanuit maatschappelijk oogpunt wenselijk zijn, komen niet altijd (tijdig) in de markt tot stand. De werkgroep heeft verschillende knelpunten in kaart gebracht.

a) Projectontwikkeling en expertise

Grote transitie gebeuren niet alleen door incrementele verbeteringen maar gaan vaak gepaard met radicale veranderingen. Denk aan de overgang van de brandstofmotor naar elektrisch vervoer, de transitie van fossiele grondstoffen naar op biomassa gebaseerde grondstoffen en de ontwikkeling van een lineaire naar een meer circulaire economie. Ook de ontwikkeling van digitale technologieën en platformen is een voorbeeld van een verandering met een disruptief karakter. Vaak vergen dergelijke transitie grootschalige investeringen in infrastructuur met een lange terugverdientijd. Bovendien is vaak sprake van nieuwe spelers en nieuwe samenwerkingsverbanden tussen private en publieke partijen. Projecteigenaren (zowel ondernemers als overheden) hebben niet altijd de kennis en vaardigheden om een goede businesscase te maken en op de juiste manier financiers van informatie te voorzien. Expertise bij het maken van een businesscase, of bij het financieel structureren van een project om deze voor financiers aantrekkelijk te maken, behoort voor veel projecteigenaren niet tot de kerncompetentie of kerntaken. Daarbij is het, door het ontbreken van een centrale regisseur, moeilijk om kleinere

projecten te standaardiseren en/of te bundelen⁷. Financiering via fondsen blijft daarmee buiten beeld. Dit beperkt de financieringsmogelijkheden omdat institutionele beleggers en EIB een zekere schaalgrootte nodig hebben om te kunnen investeren. Dit speelt bijvoorbeeld bij maatschappelijk relevante sectoren en projecten, zoals energiebesparing in de industrie, scholen of de bebouwde omgeving.

b) Reguleringsrisico

Markten komen niet tot wasdom vanwege onzekerheid die wordt gecreëerd door de overheid en tussen overheden. Dit betreft regels op markten en de onvoorspelbare keuzes in strategieën en ambities die inherent zijn aan (democratische gekozen) overheden die zich geconfronteerd zien met nieuwe markten en technieken. Warmtenetten zijn een voorbeeld waar het reguleringsrisico een knelpunt is in de totstandkoming van projecten. Ook de (Europese) regelgeving rondom afval brengt onzekerheid met zich mee in business cases waarin reststromen (afval) technisch ingezet kunnen worden als grondstof voor nieuwe producten of materialen

c) Externe effecten

Maatschappelijke baten komen niet, of niet volledig, terecht bij de private investeerder(s). Denk bijvoorbeeld aan de voordelen van investeringen in schone technologie, waarbij de investeerders niet of slechts ten dele wordt beloond voor de schonere lucht of de vermindering van uitstoot van schadelijke stoffen. Ook kunnen er positieve leereffecten bestaan, waardoor een innovatie met maatschappelijke baten breder toepasbaar wordt na een initiële investering. Denk bijvoorbeeld aan projecten op het gebied van geothermie of de verduurzaming van de gebouwde omgeving. De businesscase is voor de individuele projecteigenaar in eerste instantie niet rendabel, mede omdat hij niet de vruchten plukt van de positief leereffecten van zijn investering.

d) Financieringsvoorwaarden

Als gevolg van een hoge risico(perceptie) kan de beschikbaarheid van (de juiste soort) financiering een probleem zijn. Maatschappelijke investeringen vragen verschillende soorten financiering, zoals vreemd vermogen, eigen vermogen en hybride varianten daartussenin. Zo zijn financiële instellingen als gevolg van een hoge risicoperceptie en strenger geworden regelgeving terughoudender in het aanbieden van lange financiering, terwijl veel maatschappelijke investeringen, bijvoorbeeld in energiebesparing, een relatief lange terugverdientijd hebben. Ook kunnen oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen kapitaalintensieve investeringen vergen, die een private speler niet of onvoldoende voor handen heeft, of vanuit een financieel oogpunt liever aanwendt voor 'reguliere' investeringen met een kortere terugverdientijd of een betere risico/rendementsverhouding. Nieuwe spelers die zich met (technologische) vernieuwingen richten op maatschappelijke uitdagingen hebben dikwijls te weinig track record noch eigen vermogen om op de markt financiering aan te trekken. Ditzelfde geldt voor de ondernemers die willen investeren in ontwikkelende landen waarmee traditionele financiers nog weinig ervaring hebben. Regelgeving en een hoge risicoperceptie van financiers vanwege onzekerheid over de rentabiliteit van een bepaalde nieuwe technologie kan er ook toe leiden dat (risicodragende) financiering niet beschikbaar komt. Voor de markt is het verstrekken van eigen dan wel risicodragend vermogen niet altijd efficiënt, omdat het hoge risico- en behandelingskosten met zich meebrengt.

⁷ Dit zijn ook de ervaringen van NLII en NIA. Zie bijvoorbeeld het opinieartikel van de CEO van NLII. Financiële Dagblad, 16 november 2016.

2.3 Knelpunten bij de financiering van kleine transacties, mkb financiering en de beschikbaarheid van groeikapitaal

a) Beperkte mogelijkheden Europese cofinanciering

De Nederlandse overheid is samen met Nederlandse financiële instellingen actief in het stimuleren van financiering voor bedrijven en projecten in de markt in allerlei verschijningsvormen. De huidige setting met instrumenten die direct vanuit de rijksbegroting lopen (grotendeels aangeboden via het eigen onderdeel de Rijksdienst Voor Ondernemend Nederland) levert beperkingen op in de mate waarin (Europese) cofinanciering kan worden aangetrokken. Zo zijn er vanuit de Europese Commissie mogelijkheden om aanvullende middelen aan te trekken voor instrumenten van het 'Toekomstfonds' voor innovatief mkb zoals het 'Innovatiekrediet'. Dit kan nu echter niet vanwege de inbedding van de regeling in een publiekrechtelijke omgeving.

Een ander voorbeeld is het Dutch Venture Initiative (DVI) voor snel groeiende innovatieve bedrijven. Dit is door de Nederlandse overheid opgezet en deels door het Europees Investerings Fonds gefinancierd. Omdat de Nederlandse overheid geen eigen privaatrechtelijke financieringsinstelling had is het Nederlandse aandeel ondergebracht bij de regionale ontwikkelingsmaatschappij PPM Oost. Als de Nederlandse overheid beschikking had gehad over een eigen privaatrechtelijke instelling, dan had de opzet van het fonds sneller kunnen verlopen.

Ook zijn de mogelijkheden ten opzichte van eerdere jaren beperkt om de nationale garantie instrumenten voor het mkb (zoals de BMKB) te combineren met Europese contragaranties. De reden is dat de EU in toenemende mate deze financieringsprogramma's voor het bedrijfsleven aanbiedt via de *National Promotional Banks and Institutions* in de EU, omdat de EIB geen garanties afgeeft aan overheden, en voor overheidsprogramma's besluitvorming op voldoende afstand van die overheid verlangt. Concreet betekent dit dat de garantie die via de Groeifaciliteit wordt verstrekt aan het Achtergestelde Leningsfonds en de garantie die via de GO wordt verstrekt aan de Energie Financierings Transitiefaciliteit, niet in aanmerking komen voor een Europese contragarantie, hoewel beide initiatieven naadloos aansluiten bij de onderliggende doelen en prioriteiten van de EIB en EFSI.

b) Beperkte flexibiliteit door individuele regelingen

In overheidsregelingen zijn via een groot aantal objectieve criteria precies en gedetailleerd vastgelegd wanneer een individu of rechtspersoon recht heeft op bepaalde diensten van de overheid. Het voordeel van dergelijke regelingen is dat ze efficiënt en uniform kunnen worden toegepast; het nadeel is dat er weinig discretionaire ruimte is voor maatwerk. Dat laatste sluit minder aan bij financiële markten die in ontwikkeling zijn. Het aanpassen van regelingen is een langdurig proces, mede omdat iedere aanpassing nationale politieke besluitvorming vergt. Het is daarom lastig om vanuit de overheid snel en slagvaardig in te kunnen spelen op veranderende marktontwikkelingen.

Box 1: effect van regelingen op afstand

De overheid participeert via zijn *Seed capital* fondsen in start-ups. Hierbij worden kansen gecreëerd, maar ook risico's gelopen. Op dit moment ontstaat er bij een succesvolle verkoop ruimte onder het uitgavenkader ter grootte van de gerealiseerde winst. Omgekeerde effecten kunnen natuurlijk ook optreden, waarbij tegenvallers leiden tot bezuinigingen op de overheidsbegroting. Als dergelijke regelingen op afstand worden gezet in een privaatrechtelijke omgeving met een eigen balans, dan doen zich deze effecten niet, of in veel minder mate voor. Een eventuele (boek)winst bij een succesvolle participatie komt alleen tot uitdrukking in een waardeverhoging van de aandelen die de overheid bezit. Tegenvallers leiden wel tot een afwaardering van de waarde van de aandelen, maar niet tot de noodzaak om binnen de uitgavenkaders om te buigen.

c) Politieke versus bedrijfseconomische afweging

Een andere punt is dat bij begrotingsgefinancierde regelingen alle individuele transacties in het publieke domein aangegaan worden via publieke besluitvorming onder verantwoordelijkheid van de desbetreffende vakminister. Hiermee is publieke verantwoording over de aanwending van overheidsmiddelen geborgd, maar de vraag is of de verantwoordelijkheid voor, en derhalve (de mogelijkheid van) politieke bemoeienis met, een individueel garantie- of financieringsbesluit wenselijk wordt geacht. Risico is namelijk dat een om politieke redenen een positief besluit wordt genomen terwijl het financieel onverstandig is. In de aansturing van de ROM's wordt politieke bemoeienis bij individuele investeringsbeslissingen expliciet uitgesloten, om zeker te stellen dat individuele investeringsbeslissingen onafhankelijk, professioneel en op basis van zakelijke overwegingen worden genomen. Hierbij geldt wel dat het investeringsmandaat wordt vastgesteld door de publieke aandeelhouder(s) om de maatschappelijke belangen te borgen.

2.4 Knelpunten bij export- en internationale financiering

Nederlandse bedrijven hebben veel kennis en expertise in huis en zouden een grotere rol kunnen spelen in het bieden van innovatieve oplossingen voor problemen als voedsel- en watertekorten, de energietransitie of problemen die zich voordoen bij verstedelijking. Er is een markt waarin publiek-private samenwerking bij financiering voor de hand ligt. Markten in opkomende en zich ontwikkelende landen worden steeds belangrijker, maar zijn vaak moeilijk toegankelijk onder andere door concurrentie op financieringsvoorwaarden. Internationaal ondernemende Nederlandse bedrijven doen daarom een groter beroep op ondersteuning vanuit de Nederlandse overheid, die daarin zelf vaak buitenlandse publieke financiële instelling tegenkomt. Anders dan veel andere EU-landen is er in Nederland geen publieke exportfinancieringsinstelling of herfinancieringsinstelling (naast de reguliere exportkredietverzekering).

De werkgroep heeft bekeken waar de knelpunten zitten en in welke mate de mogelijkheden voor ondernemers in Nederland beperkter zijn in vergelijking tot andere landen.

a) Ontbreken integraal financieringsconcept

Hoewel het bedrijfsleven aangeeft dat er in Nederland veel goed is geregeld op het terrein van exportfinanciering en internationale investeringen zijn er ook uitdagingen en nieuwe ontwikkelingen. Zo is er de noodzaak en bereidheid om te investeren in maatschappelijke uitdagingen, mede ingegeven door de in 2015 gemaakte internationale afspraken over duurzame ontwikkelingsdoelen en het klimaatakkoord dat in Parijs is gesloten. Er zijn daarnaast steeds meer landen die zelf een instelling hebben die buiten de eigen landsgrenzen projecten ontwikkelt en financiering organiseert, op voorwaarde dat hun bedrijfsleven betrokken wordt. Om mee te kunnen doen aan internationale projecten, bijvoorbeeld op het terrein van klimaatmitigatie of infrastructuurontwikkeling, moet Nederland een breder en integraal financieringsconcept kunnen aanbieden, van planontwikkeling, financiering aan zowel private als publieke kopers (dit laatste ontbreekt nu), tot realisatie. Dit vereist nauwe samenwerking, op elkaar afgestemde overheidsinstrumenten en een goede interactie tussen de direct betrokken bedrijven, banken en de overheid.

b) Beperkt aanbod financiering voor het internationaal opererende bedrijfsleven

Daarnaast is het voor kleinere bedrijven en voor kleinere transacties steeds moeilijker om exportfinanciering of noodzakelijk werkkapitaal te verkrijgen. Dit is te verklaren door de gestegen transactiekosten bij banken. Ook heeft de Nederlandse bankensector na de crisis een beperkter internationaal netwerk. Dit lijkt een van de redenen dat banken moeite hebben met het inschatten van de waarde van buitenlandse plannen van Nederlandse bedrijven. Daardoor zijn Nederlandse banken bij hun financiering zeer afhankelijk van wat een bedrijf binnen Nederland aan onderpand

kan bieden. Zeker voor kleine en middelgrote bedrijven die internationaal willen opereren zijn beide bewegingen een belemmering.

In opdracht van het ministerie van Buitenlandse Handel en Ontwikkelingssamenwerking wordt er recentelijk via de instrumenten Dutch Good Growth Fund (DGGF) en het Dutch Trade and Investment Fund (DTIF) op kleine schaal financiering aangeboden voor kleine transacties. Het DGGF biedt voornamelijk financiering aan mkb-ers in ontwikkelingslanden en Nederlandse mkb-ers (of Nederlandse ondernemers met een kleine transactie) die willen exporteren naar of investeren in een ontwikkelingsland. Het DTIF biedt de laatste twee aan voor ondernemers die willen exporteren naar of investeren in de rest van de wereld. Beide instrumenten zijn vormgegeven als regelingen en worden onder coördinatie van RVO uitgevoerd door Atradius DSB, Triple Jump en RVO zelf. Deze instrumenten zijn onder coördinatie van RVO gebracht, omdat daar op dit moment het meeste aandacht was voor het bereiken van het mkb. Los hiervan biedt Atradius DSB speciale verzekeringsarrangementen voor het mkb en richt FMO (via FMO NL business) sinds kort op Nederlandse exporteurs met een financieringsbehoefte.

3. Oplossingselementen

Projecten met maatschappelijke baten	Oplossingselementen
a) Projectontwikkeling- en expertise	Oplossingen bevinden zich in: het bundelen van expertises, het subsidiëren van het onrendabele deel van de ontwikkelkosten, en combineren van de kennis over projectontwikkeling met financiële slagkracht.
b) Reguleringsrisico	Dit knelpunt laat zich minder makkelijk oplossen. Beargumenteerd kan worden dat een gezaghebbende instelling waarschijnlijk beter toegang heeft tot die overheid, waardoor het bepaalde risico's bespreekbaar kan maken. En dat de financiële participatie (" <i>skin in the game</i> ") door een overheid eraan kan bijdragen dat marktpartijen de reguleringsrisico's lager zullen inschatten.
c) Externe effecten	De meest optimale oplossing is het beprijzen van positieve externe effecten zodat deze door een private financier op reguliere wijze kunnen worden meegenomen in een businesscase. Dit is niet in alle gevallen mogelijk. Alternatief is dat de overheid genoeg neemt met een lagere risico rendementsverhouding omdat de overheid de maatschappelijke baten meeweegt. Dit kan leiden tot een financieringsarrangement dat een reguliere marktpartij geïsoleerd niet kan bieden.
d) Financieringsvoorwaarden	Zie a,b,c
Financiering van kleine transacties, mkb en beschikbaarheid groeikapitaal	
a) Beperkte mogelijkheden Europese cofinanciering	Door te werken vanuit een zelfstandige instelling op afstand van de overheid kan meer en effectiever gebruik worden gemaakt van Europese cofinancieringsarrangementen.
b) Beperkte flexibiliteit individuele regelingen	Een manier om meer flexibiliteit te creëren ontstaat door te werken vanuit een instelling op afstand van de overheid. Binnen van tevoren vastgestelde beleidskaders kan een dergelijke instelling zelf de verantwoordelijkheid krijgen om een afweging te maken over een financieringsvraagstuk van een specifiek bedrijf of financiële instelling.
c) Politieke versus bedrijfseconomische afweging	Zie b
Export en internationale financiering	
a) Ontbreken integraal financieringsconcept	FMO heeft ruime ervaring met het ontwikkelen van internationale projecten. Traditioneel doet FMO dit in opkomende markten en legt zij geen

	<p>directe link met Nederlandse bedrijven. Hier is recent een koerswijziging in aangebracht. FMO heeft zich tot doel gesteld om meer in te zetten op een integrale benadering van projectontwikkeling, financiering en exportkansen voor het Nederlandse bedrijfsleven. Sinds dit jaar krijgt FMO een subsidie waarmee deze activiteiten geïntensiveerd worden en nog duidelijker de koppeling met het Nederlandse bedrijfsleven wordt gezocht (onder de naam NL Business). Een oplossing kan zijn om dit deel onder FMO of daarbuiten te verstevigen, bijvoorbeeld met DRIVE. Deze bundeling zou dan ook de mogelijkheid krijgen om financiering te bieden aan publieke kopers. Een logische kandidaat om deze versteviging nog meer vorm te geven is het betrekken van Atradius DSB. Atradius DSB is namens de overheid actief in het bieden van exportverzekeringen en -garanties.</p>
<p>b) Beperkt aanbod financiering voor het internationaal opererende bedrijfsleven</p>	<p>Door de instrumenten DGGF en DTIF te bundelen op één plek met alle internationale activiteiten en instrumenten (FMO NL Business, Atradius DSB) ontstaat gebundelde expertise op terrein exportfinanciering en internationale investeringen, ook voor het mkb.</p>

4. Voorstel werkgroep

Op basis van de oplossingselementen heeft de werkgroep een voorstel ontwikkeld. Dit zal in dit hoofdstuk worden toegelicht.

4.1 Hoofdlijn

- Investerings op het gebied van veel maatschappelijke uitdagingen⁸ worden primair door het bedrijfsleven gedaan. Het zijn bedrijven die investeren in geothermie, in oplaadinfrastructuur en elektrisch vervoer, in de omschakeling naar duurzame productieprocessen, etc. Het ligt daarom voor de hand om de oplossing voor de financieringsproblematiek op het gebied van maatschappelijke uitdagingen te combineren met faciliteiten voor ondernemingsfinanciering.
- Daarom wordt voorgesteld een privaatrechtelijke instelling te creëren die nieuwe financieringsplannen ontwikkelt, beheert en indien nodig financiert en tevens bestaande overheidsregelingen uitvoert.
- De instelling richt zich op het ontwikkelen van projecten, is hét loket voor ondernemers op zoek naar aanvullende financiering voor investeringen in Nederland en internationaal, en voor partijen die gebruik willen maken van financieringsinstrumenten van de overheid.
- De instelling richt zich op de ontwikkeling van projecten die niet door de markt ontwikkeld worden, omdat de kosten voor een private ontwikkelaar niet opwegen tegen de baten. Dit kan het geval zijn, bijvoorbeeld door niet geïnternaliseerde maatschappelijke baten, beperkte schaalgrootte, coördinatie problemen, hoge ontwikkelkosten, onbeheersbare reguleringsrisico's of gebrek aan de juiste expertise.
- De instelling beoogt de projecten waar mogelijk door marktpartijen (bv. institutionele investeerders) te laten financieren.
- Indien nodig kunnen (tevens) de (bestaande) bedrijfsleveninstrumenten worden gebruikt voor het financieel structureren van de projecten. Om een goede aansluiting te waarborgen worden de regelingen (in ieder geval de BMKB, GO, Groeifaciliteit, SEED, DVI) naar de instelling overgeheveld, in ieder geval voor de uitvoering daarvan en waar dat meerwaarde biedt ook via de balans van de Nederlandse Financiering Ontwikkelings Instelling (NFOI).
- Indien bovenstaande financiering onvoldoende is, of niet aansluit, kan de instelling ook zelf financiering verstrekken. Deze tak wordt belegd bij een apart financieringsfonds onder de instelling.
- Dit fonds krijgt een balans met eigen vermogen. Met dit eigen vermogen kan de instelling financiering verstrekken in kansrijke maatschappelijk relevante en/of innovatieve projecten of ondernemingen waar de markt niet, of niet voldoende met eigen dan wel vreemd vermogen in wil stappen. De instelling trekt geen vreemd vermogen aan op de markt.
- Het is een optie om de synergie tussen FMO, Atradius en de internationale financieringsinstrumenten te versterken. Een formele samenwerkingsrelatie met de instelling en opname van FMO NL business, Atradius DSB en de internationale regelingen van RVO in het gezamenlijke loket kan een verdere verbetering betekenen. Hierdoor kunnen ondernemers terecht bij één financieringsloket, of hun activiteiten nu primair nationaal zijn of op export gericht.

⁸ Uitdagingen in bijvoorbeeld: Circulaire economie, de energietransitie, digitalisering en slimme mobiliteit Het kabinet heeft de uitdagingen en ambities op dit terrein verwoord in beleid en visies als de Energieagenda (2016), Studiegroep Duurzame Groei (2016), Aanvullend Actieplan mkb-financiering (2014), Rijksprogramma Circulaire Economie (2016), Groene Groei (2013), en Smart mobility (2015).

4.2 Verbinding met bestaande instellingen

De werkgroep heeft zich nadrukkelijk gebogen over de vraag in welke mate er gebruik kan worden gemaakt van bestaande instituties en structuren. De Nederlandse staat is op dit moment medeaandeelhouder in drie financiële instellingen die door het aanbieden van financiering beleidsdoelen helpen realiseren: BNG, NWB en FMO.⁹ De hiervoor beschreven activiteiten zijn niet zonder meer bij een van de bestaande instellingen te beleggen omdat deze alle drie sterk gespecialiseerd zijn. Er zijn altijd raakvlakken, maar bij geen van de partijen is er een één op één aansluiting en synergie met de bestaande activiteiten. Zo spelen BNG en NWB een belangrijke rol bij het financieren van decentrale overheden inclusief de waterschappen en de semi-publieke sector, met name de woningcorporaties, onderwijs en zorg. Het betreft financieringen met een zeer laag risico en een navenant laag kapitaalsbeslag. Op dit moment kunnen zij via hun business model goedkope financiering bieden aan de klanten in de semi-publieke sector, daar ligt dus een raakvlak met de maatschappelijke uitdagingen. De sectorbanken BNG en NWB hebben echter beperktere ervaring en affiniteit met het verstrekken van risicodragend vermogen, projectontwikkeling en financial engineering. De balansen van deze twee banken zijn er daarnaast nu niet op toegerust omdat het eigen vermogen relatief laag is in verhouding tot het balanstotaal. Verder sluit het klantenbestand en het netwerk en de expertise van de twee banken maar beperkt aan bij de gewenste activiteiten op het gebied van maatschappelijke projecten en ondernemingsfinanciering.

Vanwege het maatschappelijke belang van de relatief goedkope financiering van BNG en NWB – die tot stand komt door het risicoprofiel van de activiteiten aan de activazijde van de balans – voor de semipublieke sector, ligt het minder voor het hand om hier grote aanpassingen in te doen. Daarnaast geven de klanten (tevens aandeelhouders) van de twee banken aan dat men er waarde aan hecht dat ze bij twee sectorbanken terecht kunnen in plaats van één (bijna-) monopolist. Vanwege de specialisatie van FMO in product-marktcombinaties op ontwikkelingslanden en opkomende economieën en haar specifieke ontwikkelingsdoelstelling ligt het evenmin voor de hand deze organisatie te vragen zich om te vormen tot een organisatie die zich richt op de nationale maatschappelijke uitdagingen.

Onder meer in het in de Miljoenennota aangehaalde rapport van het consultancy bureau Oliver Wyman en advocatenkantoor De Brauw Blackstone en Westbroek is de optie geschetst om deze drie instellingen wel te fuseren en op die wijze een kapitaalkrachtige bank te creëren met veel expertise, die ook een deel van de financieringsregelingen kan uitvoeren. Hoewel deze fusie en integratie onmiskenbaar een flinke consolidatie van het aantal actoren in het publieke financieringslandschap oplevert, is het de vraag of de instelling die dan ontstaat een oplossing biedt voor de in hoofdstuk 2 geschetste problemen. Daarnaast is het moeilijk voorspelbaar of de samenvoeging op korte termijn te realiseren is. Er moet een complex en mogelijk langdurig fusieproces doorlopen worden. In de praktijk zijn fuserende en reorganiserende instellingen vaak voor een belangrijk deel (van de managementcapaciteit) bezig met een dergelijk proces in plaats van met het oplossen van de eerder beschreven uitdagingen.

De werkgroep ziet wel de kracht van deze instelling in het beschikbaar stellen van liquiditeit. De werkgroep ziet kansen voor BNG en NWB om deze liquiditeit te richten op de doelgroep die de nieuwe instelling zal moeten gaan bedienen en hoopt dat de drie partijen elkaars kracht kunnen benutten. Vanwege de genoemde nadelen adviseert de werkgroep om vooralsnog af te zien van een formele fusie.

Los van BNG en NWB kan overwogen worden om een oplossing te zoeken in de publieke sfeer vanuit de bestaande instituties. Met name RVO (waar ook het Nederlandse Investerings Agentschap (NIA) onderdeel vanuit maakt) is een belangrijke partner voor het uitvoeren van overheidsregelingen. Het probleem is echter dat een aantal hiervoor geschetste knelpunten niet of

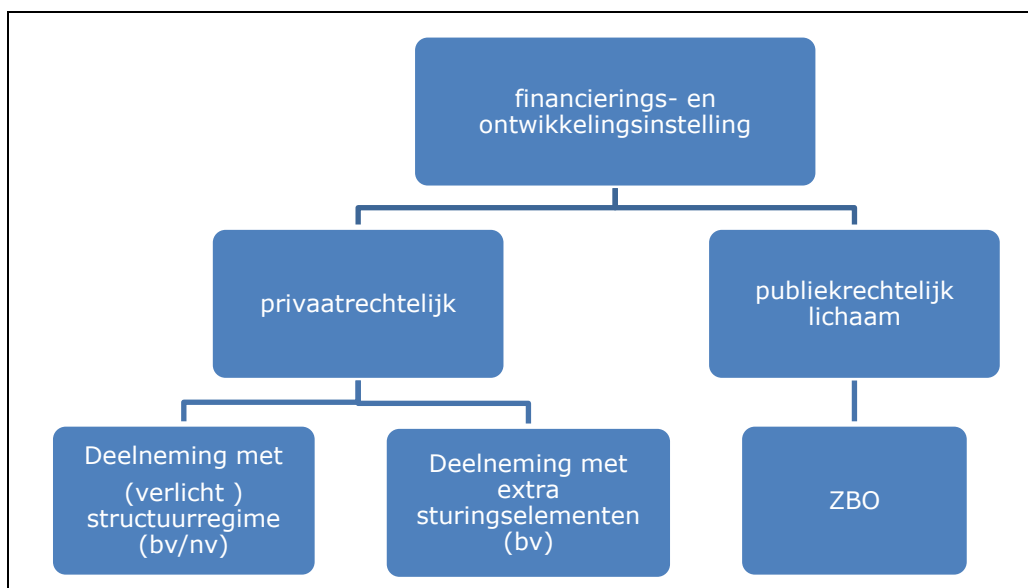
⁹ ABN AMRO en SNS worden hier nadrukkelijk buiten beschouwing gelaten aangezien deze strikt op private markten actief zijn en beoogd wordt dat deze op termijn geprivatiseerd worden.

moeilijk opgelost kan worden in een volledig publieke omgeving en dat een deel van de oplossingsrichtingen evenmin goed gerealiseerd kunnen worden met dergelijke instituties. De gewenste kennis en expertise op (met name) financieel en organisatorisch vlak is doorgaans eerder beschikbaar in een private dan in een publieke omgeving. Samenwerken met Europese instituties als EIB en EFSI en de bijbehorende status als *National Promotional Bank* vereist zoals eerder beschreven daarbij onder meer voldoende afstand tot de overheid.¹⁰

Een ontwikkelings- en financieringsinstelling zal als 'doorontwikkelaar' fungeren voor bedrijven of projecten die door hun groei of schaal niet meer op regionale schaal bediend kunnen worden. Qua operatie lijken deze activiteiten op wat Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen doen. De werkgroep adviseert om een binding te zoeken door bijvoorbeeld (de uitoefening) van het rijksaandeelhouderschap van de ROM's bij de instelling te beleggen.

4.3 Institutionele vormgeving

Bij het aansturen van een financiële instelling (die voor eigen rekening en risico opereert), bepaalt de institutionele vormgeving de formele governancestructuur. Deze bepaalt in hoge mate hoe de publieke belangen worden geborgd, hoe de instelling in de markt kan opereren en hoe het uitwerkt op kaders als staatsteun en EMU-saldo en EMU-schuld (zie box 4).



¹⁰ De Europese commissie heeft in haar mededeling omtrent de vormgeving van national promotional banks een aantal aanbevelingen gedaan over de governance. Daarin benoemd de commissie dat: *'NPB's blijken het best te werken als zij zich richten op economisch levensvatbare projecten en voldoende winstgevend zijn (zonder echter het eigenvermogensrendement van particuliere partijen te behalen). Dan immers kunnen zij financieel solide blijven en hoeft de overheid niet steeds financieel bij te springen (daartoe worden winsten meestal ingehouden om de toekomstige kredietverstrekkingcapaciteit te vergroten). Strenge transparantie- en verantwoordingsnormen zijn voor de reputatie van een NPB op de markt belangrijk, evenals een professioneel management en de nodige mate van onafhankelijkheid. Deze reputatie wordt nog verder versterkt als een afzonderlijke entiteit onafhankelijk prudentieel toezicht uitoefent'*. Ten aanzien van de aansturing schrijft de commissie: *"voor de strategische adviesverlening en de monitoring van het management door het NPB bestuur zijn gezag, competenties, integriteit, verantwoording en objectiviteit vereist. Een scheiding tussen algemene bestuurders en uitvoerende bestuurders versterkt de toezichtsfunctie van het bestuur. Terwijl de stimuleringsactiviteiten van een NPB gewoonlijk aan de goedkeuring van het toezichtsorgaan zijn onderworpen en de overheid via haar aanwezigheid in dat orgaan daarbij betrokken is, wordt het operationele of bancaire gedeelte van een NPB aan het professioneel management overgelaten, dat daardoor vrij van politieke inmenging blijft"*.

Een inrichting binnen het publieke domein kent beperkingen, waardoor een aantal van de geschetste knelpunten moeilijk opgelost kunnen worden. De gewenste kennis en expertise op (met name) financieel en organisatorisch vlak is doorgaans eerder beschikbaar in een private omgeving dan in een publieke. Samenwerken met Europese instituties als EIB en EFSI en de bijbehorende status als *National Promotional Bank* vereist onder meer strenge transparantie- en verantwoordingsnormen en de nodige mate van onafhankelijkheid tot de overheid¹¹. Het aangaan van samenwerking of afsluiten van overeenkomsten met zowel deze Europese partijen maar ook banken, financiers, ROM's of decentrale overheden is niet onmogelijk in een publieke omgeving maar gemakkelijker in een privaatrechtelijke entiteit. Daarnaast zorgt vormgeving in een publieke omgeving er per definitie voor dat alle financiële stromen worden meegeteld in EMU-saldo en EMU-schuld (zie box 4).¹²

Box: marktfalen versus overheidsfalen

Bij de keuze om overheidsbeleid te richten op het corrigeren van marktfalen, moet rekening gehouden worden met het risico dat beleidsinterventies overheidsfalen met zich mee kan brengen. Van overheidsfalen is sprake wanneer de interventie niet optimaal is vormgegeven, zodat per saldo een nadelig maatschappelijk effecten optreedt (de kosten van ingrijpen kunnen groter zijn dan de baten). Oorzaken zijn onder meer informatieasymmetrie tussen de overheid en marktpartijen, politieke lobby, een korte tijdshorizon van de politici (waardoor ze onvoldoende oog hebben voor implicaties op langere termijn), en mogelijke '*regulatory capture*' en corruptie. In de context van de nationale financieringsinstelling is bijvoorbeeld een risico dat deze instelling gaat concurreren met activiteiten in de markt. Dan leidt de instelling niet tot het aantrekken ('*crowding in*') van private investeringen, maar juist tot het verdringen hiervan ('*crowding out*'). Daarnaast is er een risico dat de instelling investeert in projecten waarvan de risico's hoger zijn dan zij inschat. Dit zou er enerzijds toe kunnen leiden dat de instelling (en daarmee haar aandeelhouder de overheid) financiële schade lijdt, en anderzijds dat middelen worden ingezet voor niet-productieve doeleinden. Het is daarom belangrijk dat de overheid in de aansturing van de instelling zorgt voor de juiste prikkels gericht op het maximeren van publieke belangen op de lange termijn.

Een instelling kan ook vormgegeven worden als deelneming (vennootschap). Daarbinnen zijn nog varianten mogelijk, zoals in de rechtsvorm. Er kan met een deelneming ook deelactiviteiten extra afspraken worden gemaakt over de manier waarop invloed kan worden uitgeoefend.

Een instelling als privaatrechtelijke entiteit staat duidelijk losser van de overheid dan een ZBO. De verantwoordelijkheid voor de instelling ligt bij de Raad van Bestuur (RvB). Toch kan de overheid ongeacht de keuzes die gemaakt worden in de sturingsmogelijkheden vanzelfsprekend invloed uitoefenen middels de rechten die de aandeelhouder op basis van het vennootschapsrecht heeft. De Staat heeft uitgebreide ervaring met de invulling van haar rol als aandeelhouder van deelnemingen en de rolverdeling tussen de staat als beleidsmaker en de staat als aandeelhouder. Het beleid op dit terrein is vastgelegd in de Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2013¹³. Het gaat daarbij uiteindelijk om een zo efficiënt en effectief mogelijke borging van de betrokken publieke belangen. Op basis van het deelnemingenbeleid heeft de staat de laatste jaren een rol als actief aandeelhouder ontwikkeld op basis van "standaardstatuten". Deze geven de staat – waar nodig – adequate bevoegdheden om sturend op te treden.

De overheid als aandeelhouder stelt bij oprichting de statuten vast, waarin – binnen de grenzen van het Burgerlijk Wetboek – zeggenschapverdeling tussen de organen van de vennootschap zijn verdeeld. Tevens wordt in de statuten het doel van de vennootschap omschreven. Na oprichting

¹¹ Mededeling van de Europese Commissie over 'The role of National Promotional Banks (NPBs) in supporting the Investment Plan for Europe', 26 november 2014.

¹² Ook een privaatrechtelijke variant kan tot de sector overheid worden gerekend en EMU-relevant blijven, indien de overheid niet voldoende op afstand staat.

¹³ De nota deelnemingenbeleid geeft belangrijke uitgangspunten voor beleid op dit terrein, maar het kan een keuze zijn om hier voor de vormgeving van de financieringsinstelling vanaf te wijken.

kan de aandeelhouder een voorstel voor wijziging van de statuten doen, maar dan is medewerking van de RvB en Raad van Commissarissen (RvC) vereist. Volgens het deelnemingenbeleid dient de aandeelhouder nauw betrokken te worden bij de opstelling van de strategie en daarover te worden geconsulteerd. Dit laatste is een belangrijke manier om te borgen dat de vennootschap aanvullend aan de markt opereert en met zijn financiële activiteiten bijdraagt aan het realiseren van beleidsdoelen. De aandeelhouder heeft ook andere bevoegdheden zoals het benoemen van bestuurders en commissarissen, het goedkeuren van grote investeringen of belangrijke veranderingen in de identiteit of het karakter van de onderneming, het beloningsbeleid en besluiten over de vermogenspositie¹⁴.

Indien de staat 100% van de aandelen houdt, kan het zogenaamde 'verlichte structuurregime'¹⁵ worden toegepast, waarbij de aandeelhouder – en dus niet de raad van commissarissen – bevoegd is voor het benoemen en eventueel ontslaan van de leden van de raad van bestuur indien daarvoor formele gronden zijn¹⁶. Dat is de krachtigste bevoegdheid die het ondernemingsrecht kent. Los van deze formele vergaande bevoegdheden is er bij elke deelneming natuurlijk sprake van periodiek overleg met zowel raad van bestuur als raad van commissarissen over strategische onderwerpen, dit is een informele manier om continue sturing te houden op de koers, zonder verantwoordelijkheid te dragen voor de dagelijkse gang van zaken en individuele transacties.

Ook als een onderneming op afstand van de overheid staat is het dus mogelijk voor een aandeelhouder invloed te houden op de richting die een onderneming opgaat. Bovendien is er naast de formele bevoegdheden als aandeelhouder en opdrachtgever ook nog de informele invloed die een aandeelhouder heeft. Dit geldt zeker indien een aandeelhouder het volledige kapitaal (eigen vermogen) stort en de bestuurder(s) van een bedrijf – na voordracht door de RvC - benoemt.

Box 4: relevantie EMU-saldo en EMU-schuld

Op het oog kleine verschillen in vormgeving of aansturing van een instelling kunnen vergaande gevolgen hebben voor de financiële consequenties voor de rijksoverheid. De Nederlandse overheid – net als alle overige EU-landen – heeft hierbij te maken met de onafhankelijke rol van Eurostat bij de berekening van de EMU-cijfers. De commissie schrijft in haar mededeling wanneer NPB's wel en niet tot de sector overheid worden gerekend.¹⁷

Reguliere staatsdeelnemingen, zoals TenneT, Gasunie, Schiphol, NS maar ook BNG, NWB of FMO, staan in de definities van Eurostat op een dusdanige afstand tot de overheid dat deze als zelfstandig worden gezien en dus niet tot de overheid worden gerekend. Voorts voldoen deze deelnemingen aan het criterium van markproductie of – bij financiële instellingen – aan het criterium 'risk and rewards' voor rekening van de instelling. De schulden die deze bedrijven aangaan worden derhalve niet gezien als schuld van de overheid, ook al heeft de overheid (bijvoorbeeld TenneT, Gasunie, NS) alle aandelen in bezit, en zelfs niet als de overheid een garantie heeft afgegeven op deze schulden (alleen bij FMO het geval). Dergelijke deelnemingen zijn doorgaans ingericht volgens het (als het kan verlichte) structuurregime uit het Burgerlijk Wetboek, waarbij de aandeelhouder geen enkele zeggenschap heeft over de dagelijkse activiteiten van een onderneming en de raad van commissarissen een belangrijke en onafhankelijke rol heeft als toezichthouder. Bij het verlichte structuurregime kan de staat als aandeelhouder overigens wel de leden van de raad van bestuur benoemen (en eventueel ontslaan). Voor de staat heeft deze

¹⁴ Doorgaans wordt daarvoor een voorstel gedaan door de RvB en RvC.

¹⁵ Dit kan eventueel ook indien mede-aandeelhouders andere publieke partijen zijn of buitenlandse bedrijven en er een aandeelhoudersovereenkomst is gesloten tussen alle aandeelhouders.

¹⁶ Dit is een zeer vergaande maatregel, maar heeft daardoor wel een disciplinerend karakter

¹⁷ Mededeling EC Samen werken aan werkgelegenheid en groei: de rol van nationale stimuleringsbanken (NPB's) bij de facilitering van het Investeringsplan voor Europa, COM(2015) 361 final, p 8: "Als voor de financieringsbeslissingen instemming van de overheid vereist is of de leden van de relevante bestuursorganen overheidsambtenaren zijn of zich anderszins laten leiden door de overheid, wordt de NPB een zogeheten financiële instelling binnen concernverband en moet zij in de nationale rekeningen worden opgenomen in de overheidssector."

constructie als gevolg dat inkomsten en uitgaven geen consequenties hebben voor het EMU-saldo en dat aangegane schulden (het vreemd vermogen) niet optellen bij de EMU-schuld. Storting van eigen vermogen bij het oprichten of uitbreiden van een dergelijke deelneming gelden – mits er naar verwachting een marktconform rendement mee wordt gegenereerd, waarmee tevens een belangrijke waarborg voor ongeoorloofde staatssteun wordt verkregen – als een zogeheten financiële transactie die niet relevant is voor het EMU-saldo (of begrotingsuitgaven) en alleen zorgt voor een verhoging van de EMU-schuld. Hiermee hoeft de kapitaalstorting niet onder het uitgavenkader te worden afgewogen tegenover andere overheidsuitgaven. De instelling met zijn eigen vermogen waar winsten – behoudens dividend – aan worden toegevoegd en verliezen mee kunnen worden opgevangen maakt dat er in normale omstandigheden geen directe financiële consequenties voor de staat zijn van de activiteiten en alleen op hoofdlijnen verantwoording hoeft te worden afgelegd aan de algemene vergadering van aandeelhouders. De Staat legt jaarlijks verantwoording af over het verloop van al haar deelnemingen in het Jaarverslag Beheer Staatsdeelnemingen. De enige – per saldo relatief beperkte – directe financiële consequenties zijn enerzijds de rente die moet worden betaald over de aangegane schuld voor de kapitaalstorting en anderzijds de inkomsten uit dividend.

Indien de overheid meer zeggenschap wenst dan het klassieke structuurregime biedt wordt al snel de grens overschreden waarbij een instelling wel degelijk wordt gerekend tot de overheid. De *control* ligt dan bij de overheid. Winsten of verliezen tellen dan wél mee voor het EMU-saldo en de betrokken minister zal zich hierover moeten verantwoorden in zijn begroting. De aangegane schulden worden wél opgeteld bij de EMU-schuld. Dit leidt onvermijdelijk tot minder (financiële) speelruimte aangezien alles vanuit de beschikbare begrotingsmiddelen moet worden gefinancierd (er moet wel een afweging plaatsvinden ten opzichte van andere overheidsuitgaven) en derhalve ook eerder tot noodzakelijke betrokkenheid bij de besluitvorming. Bij deelnemingen als de ROM's of – nu nog – Prorail is dit de huidige situatie.

4.4 Beleidsmatige en financiële aansturing

De instelling zal zowel financieel worden aangestuurd als maatschappelijke doelen krijgen. Er zal een rendementseis op het eigen vermogen (het te storten kapitaal) worden gesteld om te borgen dat het vermogen behouden blijft, en dat het door de markt niet te financieren maar wel kansrijke projecten en bedrijven bedient. De hoogte van het normrendement is afhankelijk van het concrete type activiteiten die de instelling gaat ondersteunen en er zal rekening worden gehouden met het feit dat projecten ook maatschappelijke baten hebben. Het zal daarom naast economische ook maatschappelijke vereisten dienen te krijgen.

Bepaling normrendement

Voor waardebehoud dient een deelneming minimaal de vermogenskosten van het eigen vermogen en het eventuele vreemd vermogen terug te verdienen. Ten aanzien van de beoordeling van wat een passend rendement is voor het eigen vermogen dat de aandeelhouder heeft geïnvesteerd, wordt een analyse gemaakt op basis van het zogenoemde *Capital Asset Pricing Model*. In dit bedrijfskundige model spelen de *risicovrije rente* (de rente op staatsobligaties) en een vergoeding voor ondernemingsspecifieke risico's een belangrijke rol.

Relatie normrendement-staatssteun

Het normrendement dient als basis voor de hoogte van bijvoorbeeld de rentevergoeding op de door de instelling te verstrekken financiering. Een (te laag) normrendement kan leiden tot een gevraagde rentevergoeding die niet marktconform is. Daarmee zou er sprake kunnen zijn van staatssteun.

Normrendement bij FMO, NWB en BNG

Het normrendement op het Eigen Vermogen bij de staatsdeelnemingen wordt elke drie jaar herijkt.

Bij FMO wordt op dit moment een normrendement gehanteerd van 5,5-7,5%. Bij BNG en NWB ligt dit op 4-6%¹⁸.

4.5 Staatssteun

De Europese Commissie zal een oordeel moeten vellen over de instelling en individuele activiteiten. Er zijn recente voorbeelden van een meldingsprocedure van een NPB, zoals de British Business Bank, die de EC heeft goedgekeurd. Vereiste hierbij was, dat deze Bank tegen marktconforme voorwaarden, en tegen een marktconform rendement, zou investeren. De commissie heeft in haar mededeling omtrent *National Promotional Banks* (COM(2015) 361 final, p6) in meer detail aangegeven hoe ongeoorloofde staatssteun door NPB's kan worden voorkomen, zodat de procedures snel doorlopen kunnen worden. Ten slotte hoeven regelingen die reeds door de EC zijn goedgekeurd niet opnieuw te worden gemeld. Bestaande financieringsregelingen kunnen ongewijzigd worden uitgevoerd door de financieringsinstelling.

¹⁸ Zie Jaarverslag Beheer Staatsdeelnemingen 2015:
<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2016/09/28/jaarverslag-beheer-staatsdeelnemingen-2015>