

# Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative

**In opdracht van:**

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat,  
Directie Ondernemerschap

**Referentie:**

201711021356

**Datum:**

Rotterdam/Utrecht, 21 december 2018

**Auteurs:**

Marleen Bax  
Frank Bongers  
Tessa Groot Beumer  
Matthijs Janssen  
Carli Keizer  
Peter Roosenboom

# Inhoudsopgave

<b>Samenvatting</b>		<b>7</b>
<b>1 Inleiding</b>		<b>15</b>
1.1 Aanleiding		15
1.2 Doelstelling en beoogde resultaten		15
1.3 De Nederlandse beleidsmix		15
1.4 Onderzoeksmethoden		18
1.5 Leeswijzer		19
<b>2 Beschrijving Seed, GF en DVI</b>		<b>21</b>
2.1 Beleidscontext		21
2.1.1 Doelstellingen regelingen	21	
2.1.2 De rol van de overheid	22	
2.2 Seed Capital regeling		23
2.2.1 Aanleiding en achtergronden	23	
2.2.2 Belangrijkste wijzigingen	24	
2.2.3 Werkwijze Seed Capital regeling	26	
2.3 Groeifaciliteit		29
2.3.1 Aanleiding en achtergronden	29	
2.3.2 Belangrijkste wijzigingen	30	
2.3.3 Werkwijze Groeifaciliteit	32	
2.4 Dutch Venture Initiative		34
2.4.1 Aanleiding en achtergronden	34	
2.4.2 Belangrijkste wijzigingen	35	
2.4.3 Werkwijze	35	
2.5 Korte blik op vergelijkbare instrumenten in het buitenland		37
2.5.1 De markt voor risicokapitaal in Europa	37	
2.5.2 Schets buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met Seed, GF en DVI	41	
<b>3 Doelgroepenbereik van Seed, GF en DVI</b>		<b>43</b>
3.1 Seed Capital Regeling		43
3.1.1 Seed Capital fondsen	43	
3.1.2 Participerende ondernemingen	45	
3.1.3 Totale Seed en Startup markt in Nederland	50	
3.2 Groeifaciliteit		51
3.2.1 Financiers	51	
3.2.2 Participerende ondernemingen	53	
3.3 DVI		55
3.3.1 DVI-fondsen	55	
3.3.2 Participerende ondernemingen	59	
3.3.3 Totale venture capital en groei markt	61	

<b>4</b>	<b>Doeltreffendheid van SEED, GF en DVI</b>	<b>65</b>
	<i>4.1 Seed Capital</i>	<i>65</i>
	4.1.1 Het effect van de Seed Capital regeling op de Nederlandse risicokapitaalmarkt	65
	4.1.2 Effect van de Seed Capital regeling op toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen	67
	4.1.3 Het effect van de Seed Capital regeling op investering ontvangende ondernemingen	70
	<i>4.2 Groeifaciliteit</i>	<i>75</i>
	4.2.1 Additionaliteit van de regeling	76
	4.2.2 Gebruik van de regeling	77
	4.2.3 Effect op het financieringsecosysteem	77
	<i>4.3 DVI</i>	<i>78</i>
	4.3.1 Nederlandse in- en uitstroom van risicokapitaal	78
	4.3.2 Crowding-in in afzonderlijke fondsen	78
	4.3.3 Doorgroei van fondsteams	81
	4.3.4 Uitbouwen van de venture capital sector	82
	4.3.5 Synthese	83
<b>5</b>	<b>Doelmatigheid van Seed, GF en DVI</b>	<b>85</b>
	<i>5.1 Seed Capital regeling</i>	<i>85</i>
	5.1.1 Uitgaven en opbrengsten Seed Capital regeling	85
	5.1.2 Functioneren van de adviescommissie en RVO	88
	5.1.3 Tevredenheid over de Seed Capital regeling	89
	5.1.4 Administratieve lasten	92
	5.1.5 Vergoeden van de beheerskosten	92
	<i>5.2 Groeifaciliteit</i>	<i>93</i>
	5.2.1 Ontwikkeling van de provisie-inkomsten	93
	5.2.2 Uitvoeringskosten Groeifaciliteit	94
	5.2.3 Kostendekkendheid regeling	95
	5.2.4 Administratieve lasten gebruikers	96
	5.2.5 Rol van RVO de adviescommissies	97
	<i>5.3 DVI</i>	<i>97</i>
	5.3.1 Uitvoeringskosten EZK / OostNL / EIF	98
	5.3.2 Administratieve lasten bij fondsmanagers	98
<b>6</b>	<b>Conclusies en aanbevelingen</b>	<b>101</b>
	<i>6.1 Seed Capital regeling</i>	<i>101</i>
	6.1.1 Overkoepelende conclusie	101
	6.1.2 Doelgroepenbereik	101
	6.1.3 Doeltreffendheid	102
	6.1.4 Doelmatigheid	103
	<i>6.2 Groeifaciliteit</i>	<i>104</i>
	6.2.1 Overkoepelende conclusie	104
	6.2.2 Doelgroepenbereik	104
	6.2.3 Doeltreffendheid	105
	6.2.4 Doelmatigheid	106

6.3 Dutch Venture Initiative		106
6.3.1 Overkoepelende conclusie	106	
6.3.2 Doelgroepenbereik	107	
6.3.3 Doeltreffendheid	108	
6.3.4 Doelmatigheid	108	
6.4 Integrale conclusie		109
6.5 Aanbevelingen		111
6.5.1 Aanbevelingen Seed Capital regeling	111	
6.5.2 Aanbevelingen Groeifaciliteit	111	
6.5.3 Aanbevelingen DVI	111	
6.5.4 Overkoepelende aanbevelingen	112	
<b>Bijlage 1. Onderzoeksvragen</b>		<b>113</b>
<b>Bijlage 2. Methodologische verantwoording enquête</b>		<b>115</b>
<b>Bijlage 3. Methodologische verantwoording microdata-analyse</b>		<b>117</b>
<b>Bijlage 4. Overzicht gesprekspartners</b>		<b>121</b>



# Samenvatting

## Aanleiding en doelstelling van de evaluatie

Op verzoek van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft de Rotterdam School of Management (RSM) samen met het Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE) (beide Erasmus Universiteit Rotterdam), en Dialogic een evaluatie uitgevoerd van de Seed Capital regeling (afgekort als 'Seed'), de Groeifaciliteit (afgekort als 'GF') en het Dutch Venture Initiative (afgekort als 'DVI'). Conform de begroting van het ministerie van EZK moeten deze instrumenten in 2018 geëvalueerd worden. Het ministerie heeft ervoor gekozen om deze instrumenten gezamenlijk te evalueren omdat zij allemaal tot doel hebben om de beschikbaarheid van en de toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen te vergroten. Seed en GF zijn regelingen van het ministerie, terwijl DVI een samenwerking is van het ministerie, de regionale ontwikkelingsmaatschappij Oost NL en het Europees Investeringsfonds (EIF).

Deze evaluatie beantwoordt de vraag in hoeverre de drie instrumenten **doeltreffend** en **doelmatig** zijn (over de periode 2012-2017, en voor Seed Capital regeling en GF eventueel ook eerdere jaren). Het gaat daarbij vooral om de vraag of deze instrumenten erin geslaagd zijn om de toegang tot risicokapitaal (en in het geval van de Groeifaciliteit ook toegang tot achtergestelde leningen verstrekt door banken) te vergroten voor ondernemers. Daarnaast is in deze evaluatie het **doelgroepenbereik** van de instrumenten onderzocht. Tot slot doet deze evaluatie aanbevelingen over verbeteringen van de instrumenten met het oog op de toekomst. De evaluatie heeft als primaire doelstelling verantwoording afleggen aan de Tweede Kamer.

De evaluatie toetst drie door het ministerie van EZK geformuleerde hypothesen, namelijk:

- | Hypothese 1: Door de Seed Capital regeling, GF & DVI is de toegang tot risicokapitaal voor ondernemers verbeterd.
- | Hypothese 2: Met behulp van de Seed Capital regeling, GF en DVI krijgen investeerders makkelijker financiering voor hun investeringsfonds.
- | Hypothese 3: De Seed Capital regeling, GF en DVI hebben ervoor gezorgd dat de markt voor risicokapitaal in Nederland is versterkt.

## Nederlandse beleidsmix

Het is voor het doen van evaluatieve uitspraken relevant om een beeld te schetsen van deze instrumenten ten opzichte van het beleid ten aanzien van risicokapitaal in Nederland. De drie instrumenten hebben als doel om de toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen te vergroten middels het verstrekken van financiering aan ondernemingen via marktpartijen.

In het volgende figuur staat een overzicht van verschillende risicokapitaalinstrumenten waar de Nederlandse overheid op inzet om een impuls te geven aan het economisch groeivermogen en waarmee ze tracht de equity gap<sup>1</sup> (met betrekking tot de 'valley of death'<sup>2</sup>) te verkleinen. De drie instrumenten zijn in dit figuur donkeroranje gekleurd; duidelijk zichtbaar is dat de instrumenten gericht zijn op ondernemingen in verschillende levensfasen en onderdeel zijn van een bredere groep van instrumenten die verschillende levensfasen ondersteunen.

---

<sup>1</sup> Equity gap definiëren we als het tekort aan (risico)kapitaal dat bedrijven kunnen aantrekken, als gevolg van gebrek aan informatie en/of competitie in de kapitaalmarkt.

<sup>2</sup> Valley of death definiëren we als de periode waarin een bedrijf al wel gestart is maar nog nauwelijks of geen omzet genereert, en daardoor moeite heeft om kapitaal aan te trekken om verder te groeien.

Vorbereiding / Start		Groei		Doorgroei / Consolidatie		Reorganisatie / Balansversterking
Creatie ideeën voor commercialisering	Van idee naar gefinancierd businessplan	Van businessplan naar eerste klant en omzet	Van omzet naar eerste winst	Van eerste winst naar (snelle) groei		Herpositionering reorganisatie, sanering
Vroegefasefinanciering		Innovatiekrediet				
		Seed Capital regeling		Borgstelling MKB		
				DTIF / DGGF (Internationale expansiefinanciering)		
				Dutch Venture Initiative		
				Garantie Ondernemingsfinanciering		
				Groiefaciliteit		

Samenhang tussen enkele prominente risicokapitaal-financieringsinstrumenten, naar fase en risicoprofiel<sup>3</sup>

Ondernemingen kunnen van meer financiële bronnen gebruik maken dan de benoemde instrumenten. Denk in de eerste fases aan familie en vrienden, maar in latere fases komt in de afgelopen jaren ook steeds vaker crowdfunding voor, of financiering vanuit business angels of informal investors<sup>4</sup> of gebruik van de Seed Business Angel regeling. Uit het rapport van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) over het ondernemend vermogen in 2017 blijkt dat - in lijn met vorige jaren (sinds 2007) - er door participatiemaatschappijen €411 miljoen aan groeikapitaal geïnvesteerd is in 81 Nederlandse bedrijven. In die tijd werd er een recordbedrag van €324 miljoen aan nieuw kapitaal opgehaald door groeifondsen bij beleggers om dit vervolgens te gebruiken om te investeren in snelgroeiende ondernemingen.<sup>5</sup> De bij NVP bekende groeicijfers duiden op een steeds gunstiger klimaat voor risicokapitaal.

Aangezien het economische klimaat sterk is verbeterd sinds de drie instrumenten in werking zijn getreden, is het noodzakelijk te identificeren in welke mate deze instrumenten bijdragen aan het verkleinen van de equity gap en de valley of death. Om dit te realiseren, is onderzocht of er daadwerkelijk hiaten van het ecosysteem opgelost of verlaagd worden. Hierbij is ook dieper ingegaan op hoe de instrumenten op elkaar aansluiten, in welke mate bedrijven deze transitie tussen fases succesvol doorlopen en wat hierbij uitdagingen zijn.

## Beschrijving van de instrumenten

De **Seed Capital regeling** (gestart in 2005) richt zich op Technostarters<sup>6</sup> die moeite hebben om aan risicokapitaal te komen. De Seed Capital regeling heeft als primaire beleidsdoelstelling het verruimen van de beschikbare hoeveelheid risicodragend kapitaal voor technostarters en zo helpen hun ideeën om te zetten in toepasbare producten of diensten. De Seed Capital regeling is eenmaal eerder geëvalueerd en de resultaten hiervan zijn in december 2012 gepresenteerd in de Eindevaluatie TechnoPartner.<sup>7</sup> Het totaal reguliere beschikbare budget tot en met 2017 vanuit de Seed Capital regeling is €306,8 miljoen (dit is inclusief het budget voor de sectorspecifieke tenders) waarvan €263,7 miljoen daadwerkelijk beschikbaar is gesteld.<sup>8</sup>

<sup>3</sup> Aangepast naar aanleiding van een RVO presentatie van Marcel Vos, 2017.

<sup>4</sup> Business angels of informal investors zijn vermogende particulieren die eigen geld investeren, bijvoorbeeld in startups, in ruil voor aandelen en/of achtergestelde leningen. Vaak zijn het (voormalig) ondernemers die geld hebben overgehouden aan de verkoop van de onderneming die zij een aantal jaren daarvoor zelf zijn gestart. Behalve geld bieden zij ook kennis, ervaring en contacten (zie ook [www.bannederland.nl](http://www.bannederland.nl)).

<sup>5</sup> NVP, 2018 "2017 zeer sterk jaar voor private equity en venture capital".

<sup>6</sup> Een rechtspersoon die een onderneming drijft of de start ervan voorbereidt, op basis van een nieuwe technische vinding of een nieuwe toepassing van een bestaande technologie. Het gaat hier om het verkopen en leveren van producten, processen en/of diensten (geen adviezen). Bron: RVO.nl.

<sup>7</sup> Bron: Eindevaluatie TechnoPartner (2012), Technopolis.

<sup>8</sup> In 2016 was €12 miljoen beschikbaar voor Agri-horti-food-tech technostarters, in 2017 €18 miljoen voor eHealth technostarters en in 2018 €10 miljoen voor het Seed Business Angel fonds.

Bij de Seed Capital regeling is expliciet gekozen voor een aanpak waarbij de overheid niet direct investeert in technostarters, maar indirect via private startersfondsen (participatiefondsen). In hoofdlijnen biedt de regeling startersfondsen de mogelijkheid een renteloze achtergestelde lening van EZK te ontvangen voor het verkrijgen van participaties in technostarters. De regeling wil daarmee bevorderen dat startersfondsen worden opgericht door private partijen (zoals venture capitalists, business angels en grote bedrijven) en dat de omvang van het risicokapitaal in de markt vergroot. De interventie loopt *via* de markt (namelijk private investeerders). Het marktmechanisme wordt hiermee in stand gehouden.

De **Groeifaciliteit** is een in 2006 opgerichte garantieregeling die beoogt bedrijven te helpen bij het aantrekken van risicodragend vermogen. De GF is in 2012 geëvalueerd.<sup>9</sup> Het totaal beschikbare garantiebudget voor de Groeifaciliteit bedroeg in 2017 €100 miljoen. De uitstaande garanties bedragen per ultimo 2017 €100,4 miljoen.

Op grond van de Groeifaciliteit verstrekt de Nederlandse staat een garantstelling op achtergestelde leningen van banken en op investeringen van participatiemaatschappijen voor de financiering van mkb-bedrijven om te helpen bij het aantrekken van risicodragend vermogen. Ondernemers dienen zich voor de financiering met overheidsgarantie tot de deelnemende banken en participatiemaatschappijen te wenden (de financier). De financier besluit of hij voor de financiering bij RVO een verzoek tot garantstelling indient en of hij de financiering uiteindelijk ook verstrekt.

Het **DVI** stelt risicokapitaal beschikbaar voor door groei van het innovatieve mkb. Het eerste DVI-fonds is opgericht in 2013 om snelgroeiende innovatieve mkb'ers betere toegang tot investeringskapitaal te geven en andere private investeerders aan te trekken. Met een bijdrage van de begroting van het ministerie van EZK zijn er twee fondsen opgezet: DVI en DVI-II. Het DVI-fonds bedraagt in totaal €202,5 miljoen. DVI-II is in 2016 opgericht en is €200 miljoen groot. Beide DVI-fondsen zijn niet eerder geëvalueerd.

DVI is bedoeld om innovatieve bedrijven die snel groeien (scale-ups) betere toegang tot risicokapitaal te geven. DVI bestaat uit twee zogenaamde dakfondsen (fonds van fondsen); de twee DVI-fondsen investeren in private venture capital fondsen die vervolgens in snelgroeiende innovatieve ondernemingen investeren. DVI investeert vaak als eerste in een fonds waarna private investeerders ook instappen.

## Evaluatieaanpak

In deze evaluatie is gekozen voor een combinatie van onderzoeksmethoden. Aan de hand van *deskresearch* is zo veel mogelijk secundaire data over de inrichting, eerdere evaluaties, tussentijdse aanpassingen en andere relevante informatie over de regelingen verzameld en geanalyseerd. Met behulp van de *portfolio-analyse (beschrijvende statistiek)* op basis van administratieve data van de uitvoerders hebben we inzicht kunnen bieden in het gebruik van de regeling en het doelgroepenbereik. Op grond van databeschikbaarheid leent alleen de Seed Capital regeling zich goed voor *microdata-analyse*. Deze methode is ingezet om eindgebruikers te typeren, voor zover dat nog niet uit de beschrijvende statistiek te halen was. Belangrijker is dat de bij het CBS bekende gegevens ook zicht geven op bedrijfsprestaties door de jaren heen, en dat dit - in combinatie met beschikbare relevante achtergrondkenmerken - weer een basis biedt voor kwantitatieve effectmetingen. Bij de metingen zijn ook vergelijkingen gemaakt met bedrijven die financiering ontvangen vanuit (bij de NVP bekende) regionale ontwikkelingsmaatschappijen en private investeringsmaatschappijen die *geen* gebruik maken van de Seed Capital regeling. Een groot aantal onderzoeksvragen vergt inzichten vanuit de 'gebruikers' zelf, bijvoorbeeld als het gaat om de afwegingen en keuzes die ze maken. Met het oog hierop zijn er *enquêtes* uitgezet onder zowel fondsmanagers (Seed / financiers Groeifaciliteit) als onder bedrijven (Seed). Met behulp van *interviews* is onderzocht wat bij uitvoerders, fondsen/financiers en bedrijven de belangrijkste overwegingen en redeneringen zijn bij het toepassen danwel gebruik van de interventies.

Hierna worden de conclusies per instrument en integrale conclusies gepresenteerd. Voor de gedetailleerde conclusies en bevindingen per instrument wordt naar het hoofdrapport gewezen.

---

<sup>9</sup> Bron: Beleidsevaluatie Groeifaciliteit (2012), Carnegie Consult.



## Conclusie over de Seed Capital regeling

De Seed Capital Regeling is erin geslaagd om de beschikbaarheid van en toegang tot risicokapitaal voor startups te verbeteren. Sinds 2005 is er door Seed Capital fondsen ruim €279,9 miljoen geïnvesteerd in 342 unieke bedrijven die in de breedte voldoen aan de voorwaarden uit de regeling (bijvoorbeeld investering in bedrijven alleen mogelijk tot zeven jaar na eerste commerciële omzet). Iets meer dan de helft van dit bedrag is ingebracht door private partijen (de doelstelling van een hefboom van minimaal 2 wordt dus gehaald).

Zonder de Seed Capital regeling zouden fondsen in minder bedrijven hebben geparticipeerd, minder middelen bij andere investeerders hebben opgehaald of zelfs helemaal niet in de seedfase hebben kunnen investeren wegens gebrek aan belangstelling bij private investeerders. De betrokkenheid van fondsmanagers bij gesteunde bedrijven helpt deze bedrijven meer middelen te verwerven, maar fondsmanagers verlenen ook strategische adviezen die de verdere ontwikkeling van het bedrijf stimuleren. Het merendeel van de bedrijven zelf beschouwt de bijdrage uit het Seedfonds als cruciaal voor het voortbestaan.

De Seed Capital regeling zal conform de doelstelling gedeeltelijk revolverend zijn (de doelstelling is 60-80%). Van de investeringen tussen 2005 en 2010 is inmiddels 61% terugverdiend door de overheid. Extrapolatie van de terugverdiende investeringen tot nu toe geeft aan dat de investeringen bijna helemaal terugverdiend zouden kunnen worden.

De uitvoeringskosten (3,9% van het toegezegde kapitaal door de overheid) en administratieve lasten voor aanvragers zijn vergelijkbaar met andere instrumenten. De uitvoering (RVO, adviescommissie) is efficiënt ingericht. De fondsmanagers zijn in de breedte tevreden over (de uitvoering van) de regeling; ook over de meeste aanpassingen die in de afgelopen periode zijn doorgevoerd.

Omdat de Seed Capital regeling goed functioneert, zijn er maar weinig verbeterpunten. Verschillende fondsmanagers ervaren dat de regeling momenteel maar gedeeltelijk kan voorzien in de equity gap van €2 tot €5 miljoen (de regeling gaat tot €3,5 miljoen). Dit wordt mede veroorzaakt doordat het gemiddeld investeringsbedrag niet hoger dan €1,2 miljoen per onderneming mag zijn. Een ander punt is dat Seedfondsen alleen onder bepaalde voorwaarden mogen investeren in bedrijven waar andere niet-Seedfondsen in participeren en dat de overheid de advieskosten bij een exit volledig ten laste laat komen van het Seedfonds (maar aanpassing hiervan zou volgens het ministerie van EZK ook een verandering van het terugbetalingsregime kunnen betekenen).

## Conclusie over de Groeifaciliteit

De Groeifaciliteit heeft in de afgelopen jaren zijn nut bewezen in het Nederlands financieringslandschap. Financiers doen dankzij de garantstelling investeringen in bedrijven die zij anders niet zouden doen. Zij zouden ook minder risicodragend vermogen verstrekt hebben en het aantal transacties zou lager zijn. De noodzaak voor de Groeifaciliteit zou kunnen samenhangen met de conjunctuur. Hoe beter het gaat met de economie hoe minder behoefte er is aan de faciliteit (vooral ten aanzien van het versterken van het buffervermogen). De Groeifaciliteit heeft de toegang tot risicokapitaal vergroot. Vooral de industrie en de groot- en detailhandel maken er gebruik van.

Er zijn 67 financiers geaccrediteerd waarvan iets meer dan de helft de faciliteit ook daadwerkelijk gebruikt. Binnen deze groep zijn vijf financiers verantwoordelijk voor iets meer dan de helft van de verstrekte garanties. Een accreditatie leidt tot extra status voor de financier. Er zijn (stand 2017) 391 aanvragen ingediend voor een garantie waarvan er 262 zijn toegekend (waarvan er 67 zijn geannuleerd). De overheid heeft ultimo 2017 €209,2 miljoen aan garanties verstrekt. Een deel van de garanties is beëindigd waardoor de uitstaande garantiestand eind 2017 €100,4 miljoen is. De Groeifaciliteit is relatief onbekend onder ondernemers en wordt in de luwte toegepast om negatieve beeldvorming over bedrijven te voorkomen. Een grotere bekendheid van de regeling bij bedrijven vergroot de kans dat zij financiers benaderen die wellicht meer geneigd zijn hen te helpen. Verder blijkt dat de Groeifaciliteit vooral gebruikt wordt om groei te versnellen en voor overnames.

De Groeifaciliteit is tot eind 2017 niet kostendekkend voor de overheid (opgeteld €6,2 miljoen sinds de start). Hierbij moet wel worden opgemerkt dat dit resultaat inclusief kapitaalopslag en exclusief equity kickers is. Worden uitvoeringskosten en kapitaalopslag niet meegerekend, maar equity kickers wel, dan bedraagt het cumulatieve

resultaat +€0,1 miljoen. Sinds 2010 mag overigens een hoger risicoprofiel worden geaccepteerd (met dus een grotere kans op verlies, maar daar staat ook een hogere provisie tegenover). Om uitgaven en inkomsten meer in balans te brengen is al besloten de garantieprovisie naar 3% te verhogen.

De accreditatieprocedure voor financiers en voor garanties verloopt doorgaans vlot, maar vraagt wel werk van de aanvragers. De informatievoorziening (interpretatie, veranderingen) is op enkele punten voor verbetering vatbaar.

## Conclusie over DVI

Het Dutch Venture Initiative vergroot de beschikbaarheid van risicokapitaal door fondsmanagers in het grotere segment (fondsen van >€30 miljoen) te ondersteunen bij het aantrekken van kapitaal. Als uitvoerder van het DVI-mandaat heeft EIF in vier jaar tijd 95,5% van het DVI-I budget van €202,3 miljoen weten te committeren aan 14 verschillende fondsen. Bij het selecteren hiervan wordt strikte due diligence verricht om te waarborgen dat er uiteindelijk ook succesvolle investeringen gaan plaatsvinden. Van DVI-II, dat loopt sinds 2016, is inmiddels 30,3% van de €200 miljoen geëncmitteerd.

Voor enkele van de ondersteunde fondsen zorgt EIF met DVI dat ze hun first closing behalen. In de meerderheid van de gevallen trekken de fondsen na het verkrijgen van DVI nog aanvullend investeringskapitaal aan. Die aanvulling, waarbij de reputatie van EIF een positieve invloed heeft (en daarmee 'crowding in' bewerkstelligt), vindt vooral plaats in het stadium waarbij fondsen de eerste helft van een streefbedrag al hebben opgehaald. EIF minimaliseert het aandeel DVI in een fonds als er indicaties zijn dat de managers hun closing grotendeels zelf kunnen behalen. Ook participeert ze procentueel minder in vervolgfondsen, en (op een uitzondering na) niet na first closing. Dit draagt bij aan de beoogde katalyserende werking.

Het totale fondsvolume van de fondsen waar DVI-I in participeert, bedraagt €1,6 miljard; bij DVI-II bedraagt het totale fondsvolume €0,5 miljard. Dit betekent dat de commitment van DVI gemiddeld 11,4% van het fondsvolume beslaat (9,7% als we fondsen in lopende fundraising uitsluiten). Van dit beschikbare kapitaal was eind 2017 €670,6 miljoen geïnvesteerd, wat correspondeert met zo'n €72 miljoen (31%) van de €235 miljoen DVI-middelen die op dat moment geëncmitteerd waren. Gezien de gebruikelijke vijf- tot zevenjarige investeringsperiode van de DVI-fondsen lijken de investeringen over het algemeen goed op koers te liggen.

Van de investeringen die vooralsnog al hebben plaatsgevonden gaat bijna de helft van het aantal (en ruim 40% van het bedrag) naar Nederlandse ondernemingen. Aangezien DVI gemiddeld maar 11,4% van de fondsvolumes beslaat is het bedrag dat 'terug' naar Nederland vloeit inmiddels al vier keer zo groot als de Nederlandse bijdrage aan DVI. Voor het effect van de regeling lijkt echter vooral van belang dat DVI zowel ervaren als minder ervaren fondsmanagers de mogelijkheid biedt om grotere fondsen te werven in het segment van fondsvolumes boven de €30 miljoen waardoor zij per participatie hogere bedragen kunnen investeren. Het is aannemelijk dat de Nederlandse risicokapitaalsector zonder DVI (bijv. bij gebrek aan middelen en perspectief) aanmerkelijk minder ver ontwikkeld zou zijn.

## Integrale conclusie

*Hypothese 1: Door de Seed Capital regeling, Groeifaciliteit en Dutch Venture Initiative is de toegang tot risicokapitaal voor ondernemers verbeterd*

Het is aannemelijk dat de toegang tot risicokapitaal voor ondernemers door bovenstaande regelingen en initiatieven is verbeterd. De Seed Capital regeling is er in geslaagd om de toegang tot risicokapitaal te verbeteren voor innovatieve startende ondernemingen, aldus fondsmanagers en ondernemers. Seed Capital fondsen investeren in vergelijking tot investeringen door regionale investeringsmaatschappijen gemiddeld twee keer zo veel in veelal jongere ondernemingen. De private fondsen die zich richten op investeren in ondernemingen in de vroege levensfase investeren in aanzienlijk grotere ondernemingen, waarbij het gemiddelde investeringsbedrag ruim twee keer zo hoog is vergeleken met de Seed Capital investeringen. Seed Capital fondsen richten zich op andersoortige investeringen die minder vaak door regionale ontwikkelingsmaatschappijen en private fondsen worden gedaan. Dit komt het best tot uitdrukking in het vinden van ondernemingen welke vergelijkbaar zijn met de ondernemingen waarin Seed Capital fondsen investeren. Er is slechts een beperkt aantal vergelijkbare ondernemingen te identificeren die actief zijn in dezelfde bedrijfstak, zich in dezelfde grootteklasse bevinden, en in hetzelfde jaar en

levensfase een eerste investering door een regionale investeringsmaatschappij of volledig privaat fonds hebben ontvangen. Bedrijven die een investering door een Seed Capital fonds hebben ontvangen slagen er bovendien vaker in om vervolfinanciering bij andere investeerders aan te trekken dan bedrijven die hun eerste financiering via een regionale ontwikkelingsmaatschappij hebben aangetrokken. De Groeifaciliteit verbetert volgens financiers de toegang tot kapitaal voor ondernemingen met een hoog risico. DVI biedt Nederlandse ondernemingen de mogelijkheid tot het aantrekken van grotere investeringsrondes.

Ondernemers zouden zich echter wel meer in de geboden financieringsmogelijkheden moeten verdiepen. Er is sprake van onvoldoende kennis over hoe risicokapitaal aan te trekken en over hoe investeerders hun investeringsbeslissingen maken, aldus Seed Capital fondsmanager en ondernemers welke financiering via een Seed Capital fonds hebben aangetrokken. Dit punt is niet nieuw maar vergt aanhoudende aandacht. Ondernemers vinden het zoeken naar financiering te veel werk of zijn onvoldoende op de hoogte van passende financieringsmogelijkheden. Hierdoor is er mogelijk sprake van een latente vraag naar risicokapitaal.

*Hypothese 2: Met behulp van de Seed Capital regeling en DVI krijgen investeerders makkelijker financiering voor hun investeringsfondsen.*

Het is aannemelijk dat de toegang tot financiering voor investeringsfondsen door bovenstaande regelingen en initiatieven is verbeterd. Het is belangrijk op te merken dat bovenstaande hypothese mogelijk minder betrekking heeft op de Groeifaciliteit. Dit is een garantieregeling waar financiers zoals banken en participatiemaatschappijen gebruik van kunnen maken bij het financieren van ondernemingen met een hoger risico. Hiermee is overigens niet gezegd dat de Groeifaciliteit participatiemaatschappijen nooit zou kunnen helpen met het ophalen van financiering voor hun investeringsfondsen.

Zonder de Seed Capital regeling zou een meerderheid van de fondsmanagers minder middelen van hun investeerders hebben weten op te halen en zelfs niet in staat zijn geweest om in de seed-fase te kunnen investeren mede omdat een aantal investeerders zich zonder de Seed Capital regeling zou hebben teruggetrokken. Hoewel de meeste fondsmanagers niet van mening zijn dat de Seed Capital regeling van invloed is geweest op hun professionaliteit zijn 48 fondsmanagers mede door het keurmerk van de regeling in staat geweest om totaal 55 vervolfondsen (waaronder 4 vervolfondsen waarin DVI deelneemt) op te starten. In geval de Seed Capital regeling is er sprake van een gemiddelde hefboom van twee. Met de inleg van private investeerders is het geld uit de Seed Capital regeling iets meer dan verdubbeld. De hefboom ligt mogelijk nog iets hoger, omdat private investeerders ook geld beschikbaar hebben gesteld voor moederfondsen van Seed fondsen (maar de omvang daarvan is onbekend) die onder meer vervolginvesteringen doen in door Seed Capital gesteunde bedrijven.

DVI vergroot de beschikbaarheid van risicokapitaal door fondsmanagers in het grotere segment te ondersteunen bij het aantrekken van kapitaal. Er is sprake van enig katalyseren op fondsniveau via crowding-in van andere investeerders (o.b.v. het 'EIF-keurmerk'). Deze versnelling in fondswerving van private investeerders treedt in het bijzonder op in het traject richting voltooiing van de fondswerving en minder in de initiële fase daarvan. Deels heeft dit te maken met het feit dat DVI geruime tijd voorafgaand aan de officiële start in augustus 2013 al in gesprek was met een zestal fondsen. Met de informele toezegging van EIF hebben deze fondsmanagers andere private investeerders weten aan te trekken maar DVI-gelden zijn in deze gevallen echter pas officieel als laatste geïnvesteerd. 'Emerging managers', die in de due diligence een performance-rating van B of C in plaats van A krijgen, hebben relatief veel baat bij het feit dat EIF hen op basis van onder meer het DVI-mandaat kan ondersteunen. Het effect van crowding-in is hier sterk ten opzichte van de fondsomvang van fondsen beheerd door deze 'emerging managers'.

*Hypothese 3: De Seed Capital regeling, Groeifaciliteit en Dutch Venture Initiative hebben ervoor gezorgd dat de markt voor risicokapitaal in Nederland is versterkt.*

Het is aannemelijk dat de Nederlandse markt voor risicokapitaal is versterkt door bovenstaande regelingen en initiatieven. Uit de analyse blijkt dat de Seed Capital regeling een substantiële (maar sterk schommelende) bijdrage levert aan de totale Nederlandse seed- en startup markt (tussen 10 (2014) en bijna 40% (2012), waarvan de helft overheidsbijdrage, in de periode 2012-2017). Tegelijkertijd is de totale Nederlandse venture capital markt gegroeid van €176 miljoen in 2012 naar €320 miljoen in 2017. In diezelfde periode groeide het aandeel DVI in die markt van ongeveer 3% naar ruim 10% (het DVI-overheidsaandeel op dit totale bedrag groeide naar bijna 2%). Er blijven echter

wel financieringsknelpunten bestaan, aldus Seed Capital fondsmanagers. In het bijzonder in het segment voor investeringen tussen €2 en €5 miljoen. DVI zou een geschikt instrument moeten zijn om dit knelpunt het hoofd te bieden. Wanneer gekeken wordt naar de verdeling van 77 investeringen in Nederlandse ondernemingen door fondsen waarin DVI heeft deelgenomen valt op dat het merendeel van deze investeringen €2 miljoen of minder bedraagt (44%). Het percentage investeringen vanaf €5 miljoen of meer bedraagt 29% en het percentage investeringen tussen €2 en €5 miljoen euro betreft de resterende 27%. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat veel fondsen waarin DVI heeft deelgenomen nog niet uit geïnvesteerd zijn en eventuele verdere investeringstranches in Nederlandse portefeuillebedrijven kunnen doen. Het is nodig waakzaam te blijven zodat nieuwe financieringsknelpunten tijdig worden herkend.

DVI en de Seed Capital regeling vullen elkaar goed aan. Er zijn 23 Nederlandse bedrijven die eerst een investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen en daarna een vervolginvestering ontvangen door een fonds waarin DVI heeft deelgenomen. Dit betreft 35% van het aantal investeringen in Nederlandse ondernemingen door fondsen waarin DVI heeft deelgenomen. Dit kan deels worden verklaard door het feit dat deze bedrijven niet langer bij een Seed Capital fonds terecht kunnen nadat ze eerder investering door een Seed Capital fonds hebben aangetrokken of omdat een investering van een Seed Capital fonds in een onderneming gemiddeld €1,2 miljoen mag bedragen. Deze aspecten van de Seed Capital regeling worden bekritiseerd door de meerderheid van Seed Capital fondsmanagers. Vervolginvesteringen moeten dan van andere financiers worden opgehaald. Uit onze analyse blijkt dat dit de bedrijven (mede deels door investeringen door fondsen waarin DVI deelneemt) lukt. De Seed Capital regeling vergroot de kans van bedrijven op vervolffinanciering. Fondsen waarin DVI deelneemt, verzorgen in ongeveer één op drie gevallen de vervolffinanciering van ondernemingen die daaraan voorafgaand financiering hebben aangetrokken van een Seed Capital fonds. Daarnaast stromen ook vier fondsmanagers van Seed Capital fondsen door en starten een groter fonds waarin DVI deelneemt.

De Groeifaciliteit betreft een garantieregeling en heeft een minder goede aansluiting bij de Seed Capital regeling en DVI. Volgens de meerderheid van financiers zou zonder de Groeifaciliteit minder vaak en minder geld aan risicodragend vermogen zijn verstrekt. De noodzaak voor de Groeifaciliteit neemt volgens financiers in geval van hoogconjunctuur af maar dient op de plank te blijven liggen in geval van economische tegenwind (vooral om dan eventueel het buffervermogen van aanvragers te versterken).

## Aanbevelingen

### *Aanbevelingen Seed Capital regeling*

- Continueer de Seed Capital regeling, maar overweeg beperkte aanpassingen om de regeling nog meer toe te snijden op de behoeften van Seed Capital fondsen en startups. Overweeg bijvoorbeeld of de voorwaarden voor Seed Capital fondsen gedeeltelijk afhankelijk kunnen worden gesteld van de sector(en) waar een fonds zich op richt, bijvoorbeeld door het toestaan van grotere financieringen in sectoren waar investeringen voor startups gemiddeld genomen aanmerkelijk hoger zijn.
- Laat de sectorspecifieke tenders beter aansluiten bij belangrijke economische en maatschappelijke thema's. Besteed daarbij voldoende aandacht aan de onderbouwing van de keuze voor een bepaalde sector (bijvoorbeeld een voorkeur voor sectoren met relatief grote financieringsknelpunten waar gedoseerd en gericht ingrijpen gewenst is).

### *Aanbevelingen Groeifaciliteit*

- RVO geeft duidelijk aan voor welke drie doelen de Groeifaciliteit is bedoeld, namelijk ondernemingen in een groeifase, bedrijfsovernames of voor het versterken van buffervermogen. Maar RVO houdt zelf deze indeling niet bij. Om te weten waar de Groeifaciliteit het meest voor wordt gebruikt is het raadzaam om deze indeling wel bij te houden.
- Verbeter de informatievoorziening over de Groeifaciliteit richting financiers, o.a. wat betreft de onderbouwing van de adviezen van de betrokken commissies en zorg voor een uniforme interpretatie van de voorwaarden.
- Informeer de markt zo snel mogelijk over de toekomstplannen met betrekking tot de Groeifaciliteit.

### *Aanbevelingen DVI*

- Wees duidelijk over de mate waarin fondsen waarin DVI participeert investeren in bedrijven in Nederland en waarom de uitvoering van DVI is neergelegd buiten Nederland.
- Overweeg een hernieuwde poging om DVI onder de aandacht te brengen van Nederlandse institutionele beleggers, in het bijzonder pensioenfondsen. Ten opzichte van andere landen zijn de Nederlandse pensioenfondsen terughoudend in hun aanwezigheid op de risicokapitaalmarkt, aldus de geïnterviewde DVI-fondsmanagers. Het is niet waarschijnlijk dat daar snel grote veranderingen in komen, maar mocht er toch beweging ontstaan dan is een structuur van DVI voor hen een relatief aantrekkelijke manier om grote bedragen te (laten) investeren.

### *Overkoepelende aanbevelingen*

- Het beroep op de verschillende regelingen hangt mede af van de economische conjunctuur. Overweeg om regelingen daarom beter aan te laten sluiten bij de conjunctuur: tijdens hoogconjunctuur een geringer beroep op de regelingen mogelijk maken zonder consequenties voor het totale budget voor de regeling (overheidsbudget overhevelen naar magere jaren) en tijdens laagconjunctuur een groter beroep op de regelingen mogelijk maken.
- Ontwikkel een actuele visie op de rol van de overheid in het structureel verstevigen van de risicokapitaalmarkt. In dit kader moet voortdurend gewaakt worden voor marktverstoring. Instrumenten moeten ingezet worden om de markt te helpen daar waar er toegevoegde waarde kan zijn. Dit vereist een lange termijn en integrale visie op de risicokapitaalmarkt. Tevens zou moeten worden nagedacht over hoe de overheid haar rol geleidelijk kan terugschroeven wanneer doelstellingen zijn bereikt en hoe kan worden gekomen tot een risicokapitaalmarkt die meer op eigen benen kan staan. Regelingen moeten tijdig worden afgeschaald of gewijzigd indien dit nodig is.
- Ontwikkel een integrale visie op de risicokapitaalmarkt en bekijk of het huidig instrumentarium alle levensfasen van ondernemingen voldoende afdekt. Bij analyses naar financiering is het essentieel om het gehele financieringslandschap en instrumentarium te beschouwen: het gaat uiteindelijk om de mix van mogelijkheden in het hele landschap van financiering. Het oplossen van financieringsknelpunten in een deel van de markt kan waterbedeffecten veroorzaken in andere segmenten van de markt. Zo is het raadzaam dat RVO en EIF als uitvoerders van de regelingen regelmatig met elkaar overleggen om te zien of de Seed Capital en DVI regelingen voldoende op elkaar aansluiten. Daarnaast zou periodiek de vraag naar en het aanbod van risicokapitaal in kaart moeten worden gebracht om zo tijdig tot de signalering van eventuele nieuwe financieringsknelpunten te komen.
- Verbeter de informatievoorziening over regelingen die de beschikbaarheid en toegang tot (risico)kapitaal vergroten, zowel aan ondernemers, financiers als adviseurs. Als inzichtelijk gemaakt wordt welke financiers de diverse regelingen gebruiken helpt het om er meteen duidelijk bij te vermelden welke criteria die financiers hanteren bij hun investeringen, zodat ondernemingen en adviseurs beter kunnen inschatten hoe nuttig de geboden mogelijkheden voor hen zijn. Aan de kant van de ondernemers is het van belang zich te realiseren dat het aantrekken van financiering een onlosmakelijk onderdeel is van het ondernemerschap. Betere educatie en ondersteuning van ondernemers op het gebied van financieringsmogelijkheden blijft gewenst.
- Geef expliciet aandacht aan andere doelstellingen die met deze regelingen kunnen worden gerealiseerd buiten het vergroten van de beschikbaarheid van en toegang tot risicokapitaal, bijvoorbeeld het vergroten van het innovatief vermogen van ondernemingen, het stimuleren van spillovers of het bijdragen aan maatschappelijke transitie.

# 1 Inleiding

## 1.1 Aanleiding

Op verzoek van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft de Rotterdam School of Management (RSM) samen met het Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE) (beide Erasmus Universiteit Rotterdam), en Dialogic een evaluatie uitgevoerd van de Seed Capital regeling (afgekort als 'Seed'), de Groeifaciliteit (afgekort als 'GF') en het Dutch Venture Initiative (afgekort als 'DVI'). Conform de begroting van het ministerie van EZK moeten deze instrumenten in 2018 geëvalueerd worden. Het ministerie heeft ervoor gekozen om deze instrumenten gezamenlijk te evalueren omdat zij allemaal tot doel hebben om de beschikbaarheid van en de toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen te vergroten. Seed en GF zijn regelingen van het ministerie, terwijl DVI een samenwerking is van het ministerie, de regionale ontwikkelingsmaatschappij Oost NL en het Europees Investeringsfonds (EIF). In het volgende hoofdstuk volgt een uitgebreide toelichting op de doelstellingen en inrichting van deze instrumenten. Het resultaat van de evaluatie van deze drie instrumenten staat in dit rapport.

## 1.2 Doelstelling en beoogde resultaten

Deze evaluatie beantwoordt de vraag in hoeverre de drie instrumenten **doeltreffend** en **doelmatig** zijn (over de periode 2012-2017, en voor Seed Capital regeling en GF eventueel ook eerdere jaren). Het gaat daarbij vooral om de vraag of deze instrumenten er in geslaagd zijn om de toegang tot risicokapitaal (en in het geval van de Groeifaciliteit ook toegang tot achtergestelde leningen verstrekt door banken) te vergroten voor ondernemers. Daarnaast is in deze evaluatie het **doelgroepenbereik** van de instrumenten onderzocht. Tot slot doet deze evaluatie aanbevelingen over verbeteringen van de instrumenten met het oog op de toekomst. De evaluatie heeft als primaire doelstelling verantwoording afleggen aan de Tweede Kamer.

De evaluatie toetst drie door het ministerie van EZK geformuleerde hypothesen, namelijk:

- | Hypothese 1: Door de Seed Capital regeling, GF & DVI is de toegang tot risicokapitaal voor ondernemers verbeterd.
- | Hypothese 2: Met behulp van de Seed Capital regeling, GF en DVI krijgen investeerders makkelijker financiering voor hun investeringsfonds.
- | Hypothese 3: De Seed Capital regeling, GF en DVI hebben ervoor gezorgd dat de markt voor risicokapitaal in Nederland is versterkt.

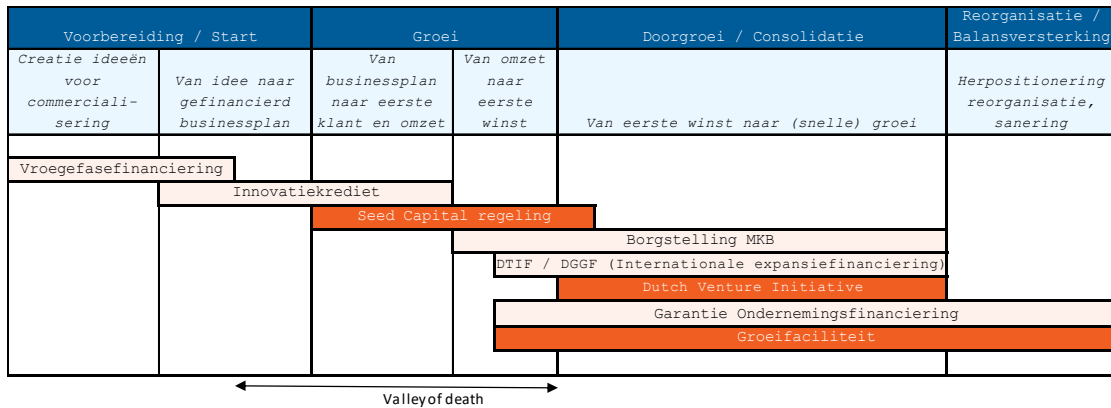
De leidraad voor deze evaluatie bestaat uit een lijst onderzoeksvragen waarbij voor elk instrument een aantal vragen over doelgroepenbereik, doeltreffendheid en doelmatigheid zijn geformuleerd (zie bijlage 1 voor een overzicht van deze onderzoeksvragen).

## 1.3 De Nederlandse beleidsmix

Het is voor het doen van evaluatieve uitspraken relevant om een beeld te schetsen van deze instrumenten ten opzichte van het beleid ten aanzien van risicokapitaal in Nederland. De drie instrumenten hebben als doel om de toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen te vergroten middels het verstrekken van financiering aan ondernemingen via marktpartijen. In Figuur 1 staat een overzicht van verschillende risicokapitaalinstrumenten waar de Nederlandse overheid op inzet om een impuls te geven aan het economisch groeivermogen en waarmee ze tracht de equity gap<sup>10</sup> (met betrekking tot de 'valley of death')<sup>11</sup> te verkleinen. De drie instrumenten zijn in dit figuur donkeroranje gekleurd; duidelijk zichtbaar is dat de instrumenten gericht zijn op ondernemingen in verschillende levensfasen en onderdeel zijn van een bredere groep van instrumenten die verschillende levensfasen ondersteunen.

<sup>10</sup> Equity gap definiëren we als het tekort aan (risico)kapitaal dat bedrijven kunnen aantrekken, als gevolg van gebrek aan informatie en/of competitie in de kapitaalmarkt.

<sup>11</sup> Valley of death definiëren we als de periode waarin een bedrijf al wel gestart is maar nog nauwelijks of geen omzet genereert, en daardoor moeite heeft om kapitaal aan te trekken om verder te groeien.



Figuur 1: Samenhang tussen enkele prominente risicokapitaal-financieringsinstrumenten, naar fase en risicoprofiel<sup>12</sup>

Ondernemingen kunnen van meer financiële bronnen gebruik maken dan de benoemde instrumenten. Denk in de eerste fases aan familie en vrienden, maar in latere fases komt in de afgelopen jaren ook steeds vaker crowdfunding voor, of financiering vanuit business angels of informal investors<sup>13</sup> of gebruik van de Seed Business Angel regeling. Uit het rapport van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) over het ondernemend vermogen in 2017 blijkt dat - in lijn met vorige jaren (sinds 2007) - er door participatiemaatschappijen €411 miljoen aan groeikapitaal geïnvesteerd is in 81 Nederlandse bedrijven. In die tijd werd er een recordbedrag van €324 miljoen aan nieuw kapitaal opgehaald door groeifondsen bij beleggers om dit vervolgens te gebruiken om te investeren in snelgroeïende ondernemingen.<sup>14</sup> De bij NVP bekende groeicijfers duiden op een steeds gunstiger klimaat voor risicokapitaal.

Aangezien het economische klimaat sterk is verbeterd sinds de drie instrumenten in werking zijn getreden, is het noodzakelijk te identificeren in welke mate deze instrumenten bijdragen aan het verkleinen van de equity gap en de valley of death. Om dit te realiseren, is onderzocht of er daadwerkelijk hiaten van het ecosysteem opgelost of verlaagd worden. Hierbij is ook dieper ingegaan op hoe de instrumenten op elkaar aansluiten, in welke mate bedrijven deze transitie tussen fases succesvol doorlopen en wat hierbij uitdagingen zijn.

#### Doelen en impact Seed Capital regeling, GF en DVI

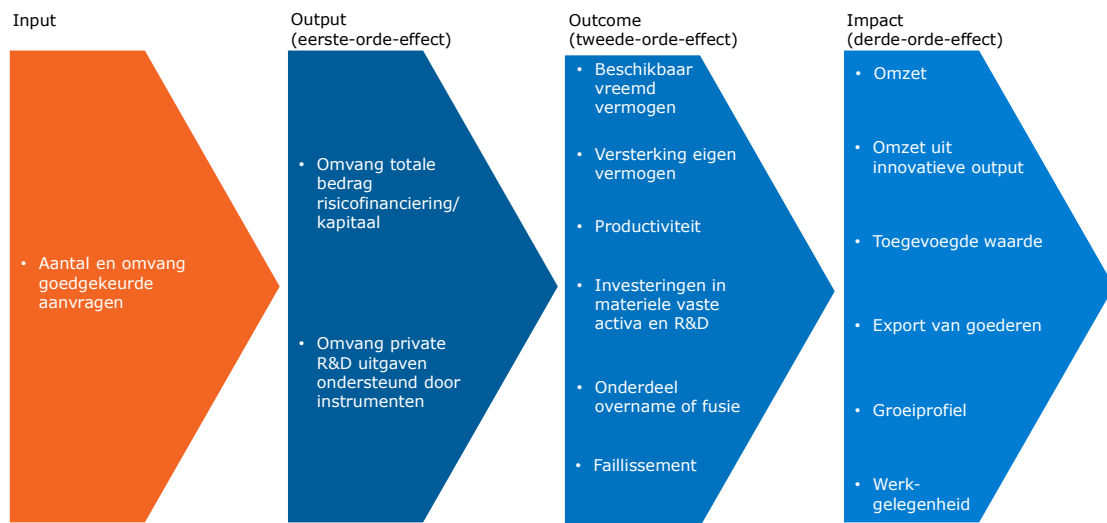
Om in kaart te brengen wat de regelingen precies teweegbrengen, is het nuttig zicht te krijgen op de werkingsmechanismen en effectketens. Figuur 2 toont een model met indicatoren, gerangschikt naar input, output, outcome en impact, die hierbij van belang zijn. Cruciaal is het onderscheid tussen de verschillende soorten impact: direct en concreet (output: eerste-orde-effect), indirect korte en middellange termijn (outcome: tweede-orde-effect) en indirect (middel-)lange termijn (impact: derde-orde-effect), en de verbanden tussen de input, output, outcome en impact. Met name de derde-orde-effecten (impact), de sociaaleconomische impact, zijn moeilijk goed te meten aangezien deze impact vaak voortkomt uit een combinatie van verschillende factoren, en niet direct naar de te evalueren beleidsinstrumenten te herleiden zijn. De overkoepelende beoogde impact voor de drie te evalueren instrumenten zijn een versterkte risicokapitaalmarkt, de daaruit komende kennis spill-overs, en op (middel-)lange termijn groei en behoud van werkgelegenheid en ontwikkeling van het innovatie-ecosysteem. Bovendien is er in de afgelopen jaren een grotere focus ontstaan op sociaal-maatschappelijke impact die verder gaat dan alleen economische uitkomsten. Dit betekent dat niet alleen kwantitatieve dynamiek op het vlak van

<sup>12</sup> Aangepast naar aanleiding van een RVO presentatie van Marcel Vos, 2017.

<sup>13</sup> Business angels of informal investors zijn vermogende particulieren die eigen geld investeren, bijvoorbeeld in startups, in ruil voor aandelen en/of achtergestelde leningen. Vaak zijn het (voormalig) ondernemers die geld hebben overgehouden aan de verkoop van de onderneming die zij een aantal jaren daarvoor zelf zijn gestart. Behalve geld bieden zij ook kennis, ervaring en contacten (zie ook [www.bannederland.nl](http://www.bannederland.nl)).

<sup>14</sup> NVP, 2018 "2017 zeer sterk jaar voor private equity en venture capital".

kapitaalvolumes wordt onderzocht, maar ook kwalitatieve dynamiek (bijvoorbeeld helpen de interventies om transitie-gerichte innovatie aan te jagen?).

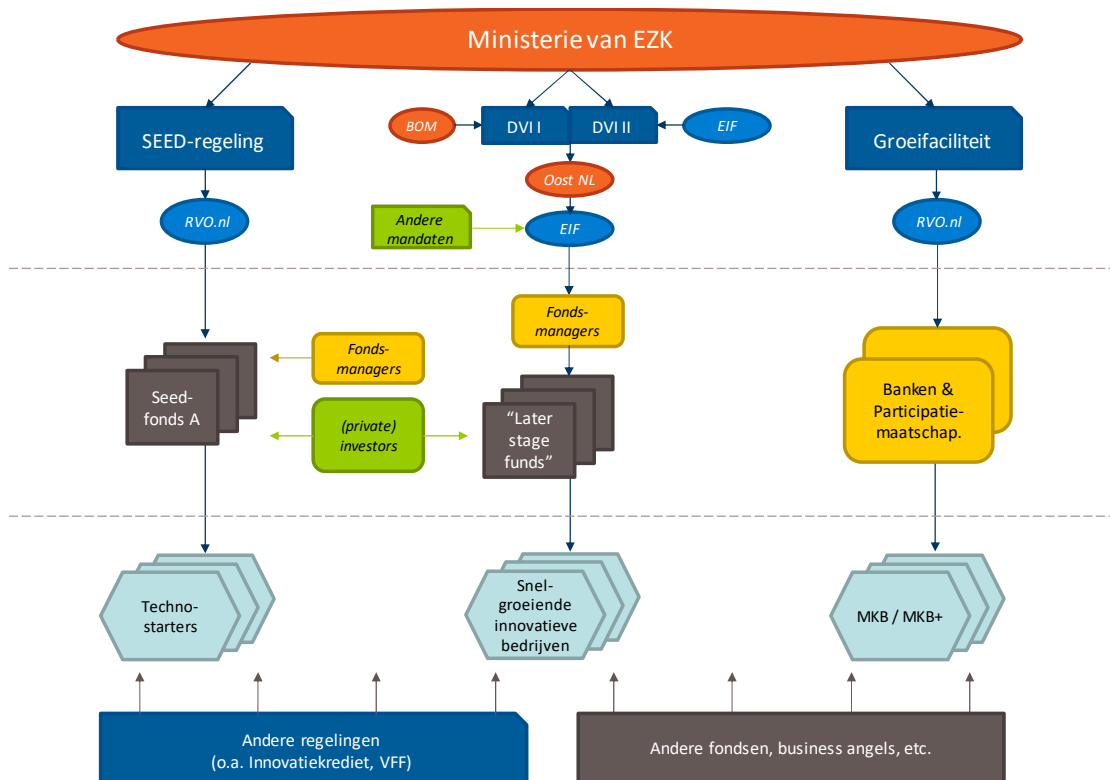


Figuur 2: Indicatoren om de diverse soorten impact van de te evalueren instrumenten te bepalen.

### Financieringsecosysteem

Het financieringsecosysteem omvat vele private en publieke spelers en instrumenten. Het figuur hieronder toont een landschap met de componenten die voor deze evaluatie van belang zijn. Er worden drie lagen onderscheiden. Bovenin staat de beleidslaag, met daarin de drie regelingen, de substantiële financier (EZK), co-financiers, en uitvoerende partijen. Daaronder bevindt zich de laag met de Seed- en DVI-fondsen en de beheerders daarvan, en de financiers die garanties krijgen uit de GF. Weer een laag lager staan de bedrijven die uiteindelijk van de geboden financiering gebruik maken. Afhankelijk van het profiel van deze bedrijven kunnen ze terecht bij fondsen en financiers op basis van de drie te evalueren interventies, maar uiteraard ook bij andere publieke en private financieringsbronnen.





Figuur 3: Landschap van beleidsinitiatieven, fondsen en fondsbeheerders, en gefinancierde bedrijven.

## 1.4 Onderzoeksmethoden

In deze evaluatie is gekozen voor een combinatie van onderzoeksmethoden. Hieronder volgt een korte toelichting voor welke doeleinden welke methoden zijn gehanteerd. Voor enkele methoden zijn achter in dit rapport aparte bijlagen opgenomen met meer detail.

### Deskresearch

De deskresearch dient in de eerste plaats om een heldere en correcte weergave te geven van wat de diverse interventies beogen en hoe ze werken. Los van het bestuderen van beleidsstukken is ook literatuur geraadpleegd over beleid ten aanzien van risicokapitaal. Tevens is de deskresearch benut om de interventies te positioneren in het financieringsecosysteem, en om het gebruik, de omvang en het karakter ervan in internationaal perspectief te plaatsen. Tenslotte diende de deskresearch om informatie te verkrijgen voor het beantwoorden van specifieke onderzoeksvragen, bijvoorbeeld over uitvoeringskosten of de mate van revolverendheid.

### Portfolio-analyse (beschrijvende statistiek)

Bij het toepassen van de regelingen wordt door de respectievelijke uitvoerders administratieve portfolio-data gegenereerd. Dit materiaal is cruciaal voor het beantwoorden van vrijwel alle vragen over regeling-gebruik en doelgroepenbereik. Bij de vragen over effectiviteit leverde de portfolio-analyse als beschrijvende analyse slechts een eerste basis; het vertelt bijvoorbeeld wie er de interventies gebruiken, maar nog niet waarom en met welk resultaat. Op die punten zijn dan aanvullende methoden gebruikt.

### Microdata-analyse

Op grond van databeschikbaarheid leent alleen de Seed Capital regeling zich goed voor microdata-analyse. Deze methode is ingezet om eindgebruikers te typeren, voor zover dat nog niet uit de beschrijvende statistiek te halen was. Belangrijker is dat de bij het CBS bekende gegevens ook zicht geven op bedrijfsprestaties door de jaren heen, en dat dit - in combinatie met beschikbare relevante achtergrondkenmerken - weer een basis biedt voor kwantitatieve effectmetingen. Bij de metingen zijn ook vergelijkingen gemaakt met bedrijven die financiering

ontvangen vanuit (bij de NVP bekende) regionale ontwikkelingsmaatschappijen en private investeringsmaatschappijen die *geen* gebruik maken van de Seed Capital regeling (zie Bijlage 3).

### **Enquêtes**

Een groot aantal onderzoeksvragen vergt inzichten vanuit de ‘gebruikers’ zelf, bijvoorbeeld als het gaat om de afwegingen en keuzes die ze maken. Met het oog hierop zijn er enquêtes uitgezet onder zowel fondsmanagers (Seed) / financiers (Groefaciliteit) als onder bedrijven (Seed). Door beperkte respons onder bedrijven is in de gepresenteerde figuren vooral gebruik gemaakt van respons vanuit de fondsmanagers/financiers (zie Bijlage 2).

### **Interviews**

Met behulp van interviews is onderzocht wat bij uitvoerders, fondsen/financiers en bedrijven de belangrijkste overwegingen en redeneringen zijn bij het toepassen dan wel het gebruik van de interventies. Voor een aantal gevallen is dit ter illustratie uitgewerkt in beknopte case-studies. Daarnaast hebben er gesprekken en groepsinterviews plaatsgevonden met diverse stakeholders (zoals beleidsmakers) en partijen die niet geënquêteerd konden worden.

## **1.5 Leeswijzer**

In het volgende hoofdstuk volgt een feitelijke beschrijving van de doelstellingen, werkwijze en doelgroepen van de drie regelingen. Ook wordt een korte uitstap gemaakt naar vergelijkbare regelingen in het buitenland. In hoofdstuk 3 staat een beschrijvende analyse van hoe fondsmanagers en participerende ondernemingen de faciliteiten door de jaren heen hebben ingezet. Aan de orde komen onder meer de hoeveelheid actieve fondsen, aantal participaties en kenmerken van de ondernemingen. Het vierde hoofdstuk bespreekt de doeltreffendheid van de drie regelingen. Er wordt onder meer gekeken naar de impact van regelingen op de markt voor risicokapitaal in Nederland, het effect van de regelingen op de toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen en de effecten op ondernemingen die financiering (of garantstelling bij de GF) van een fonds (of bank bij de GF) hebben ontvangen (onder meer werkgelegenheid, omzetontwikkeling, en innovatievermogen). Hoofdstuk 5 behandelt de doelmatigheid van de drie instrumenten. Onder meer uitvoeringskosten, administratieve lasten en de hefboom komen aan bod. Het rapport sluit af met conclusies en aanbevelingen.



## 2 Beschrijving Seed, GF en DVI

### 2.1 Beleidscontext

#### 2.1.1 Doelstellingen regelingen

Het ministerie van EZK heeft diverse initiatieven genomen om de markt voor risicokapitaal te stimuleren, veelal betreft het financieringsinstrumenten. Risicokapitaal, private equity of durfkapitaal is risicodragend vermogen voor de financiering van niet-beursgenoteerde ondernemingen, zoals familiebedrijven of bedrijven die worden overgenomen door het management. Ook starters en snelgroeiende bedrijven vallen hieronder. In dat geval is er sprake van venture capital.<sup>15</sup> De drie financieringsinstrumenten die centraal staan in deze evaluatie hebben, hoewel ze op verschillende levensfasen van bedrijven gericht zijn, allemaal tot doel om de toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen te vergroten:

- De Seed Capital regeling (gestart in 2005) richt zich op Technostarters<sup>16</sup> die moeite hebben om aan risicokapitaal te komen. De Seed Capital regeling heeft als primaire beleidsdoelstelling het verruimen van de beschikbare hoeveelheid risicodragend kapitaal voor technostarters en zo helpen hun ideeën om te zetten in toepasbare producten of diensten. De Seed Capital regeling is eenmaal eerder geëvalueerd en de resultaten hiervan zijn in december 2012 gepresenteerd in de Eindevaluatie TechnoPartner.<sup>17</sup> Het totaal reguliere beschikbare budget tot en met 2017 vanuit de Seed Capital regeling is €306,8 miljoen (dit is inclusief het budget voor de sectorspecifieke tenders) waarvan €263,7 miljoen daadwerkelijk beschikbaar is gesteld.
- De Groeifaciliteit is een in 2006 opgerichte garantieregeling die beoogt bedrijven te helpen bij het aantrekken van risicodragend vermogen. De GF is in 2012 geëvalueerd.<sup>18</sup> Het totaal beschikbare garantiebudget voor de Groeifaciliteit bedroeg in 2017 €100 miljoen. De uitstaande garanties bedragen per ultimo 2017 €100,4 miljoen.
- Het DVI stelt risicokapitaal beschikbaar voor doorgroei van het innovatieve mkb. Het eerste DVI-fonds is opgericht in 2013 om snelgroeiende innovatieve mkb'ers betere toegang tot investeringskapitaal te geven en andere private investeerders aan te trekken. Met een bijdrage van de begroting van het ministerie van EZK zijn er twee fondsen opgezet: DVI-I en DVI-II. Het DVI-I fonds bedraagt in totaal €202,5 miljoen. DVI-II is in 2016 opgericht en is €200 miljoen groot. Beide DVI fondsen zijn niet eerder geëvalueerd.

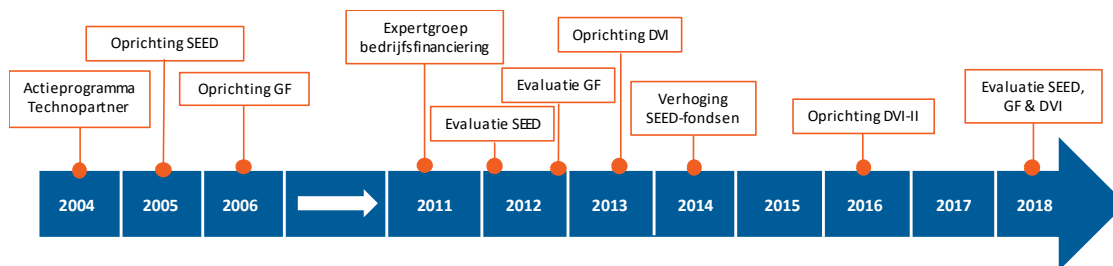
---

<sup>15</sup> Bron: [http://www.nvp.nl/pagina/wat\\_is\\_private\\_equity/](http://www.nvp.nl/pagina/wat_is_private_equity/)

<sup>16</sup> Een rechtspersoon die een onderneming drijft of de start ervan voorbereidt, op basis van een nieuwe technische vinding of een nieuwe toepassing van een bestaande technologie. Het gaat hier om het verkopen en leveren van producten, processen en/of diensten (geen adviezen). Bron: RVO.nl.

<sup>17</sup> Bron: Eindevaluatie TechnoPartner (2012), Technopolis.

<sup>18</sup> Bron: Beleidsevaluatie Groeifaciliteit (2012), Carnegie Consult.



Figuur 4: Tijdlijn ontwikkelingen financieringsinstrumenten.

## 2.1.2 De rol van de overheid

De Seed en de GF zijn regelingen van het ministerie van EZK en vinden hun wettelijke kaders in de Regeling nationale EZK-subsidies<sup>19</sup> in respectievelijk artikel 3.10 en artikel 3.12. DVI is een samenwerking van het ministerie van EZK, de regionale ontwikkelingsmaatschappij Oost NL en het Europees Investeringsfonds (EIF). De financieringsinstrumenten maken onderdeel uit van het in 2014 gevormde Toekomstfonds van het ministerie van EZK (artikel 3). De algemene doelstelling van het Toekomstfonds is het *‘versterken van de innovatieve kracht van Nederland door het beschikbaar stellen van financiering voor innovatief en snelgroeiend mkb en voor fundamenteel en toegepast onderzoek en het behouden van vermogen voor toekomstige generaties’*. Binnen de structuur van het in 2014 gevormde Toekomstfonds bestaat het Innovatiefonds mkb+ uit volledig revolverende<sup>20</sup> instrumenten (DVI en de regionale ontwikkelingsmaatschappijen) en gedeeltelijk revolverende instrumenten (Innovatiekrediet, de Seed Capital regeling en de regeling Vroegefasefinanciering).

Een goede toegang tot financiering ondersteunt ondernemingen in hun groeistrategie. Er kunnen zich echter een aantal knelpunten voordoen in de markt die de toegang tot risicokapitaal belemmeren:

- Met name starters en overige kleine bedrijven, innovatieve bedrijven en snelle groeiers hebben vaak moeilijker toegang tot bedrijfsfinanciering dan het grootbedrijf. Bij bedrijven in de vroege fase en bij innovatieve bedrijven kan er sprake zijn van informatieasymmetrie tussen de ondernemer en de investeerder. De investeerder heeft niet dezelfde informatie als de ondernemer die op zoek is naar financiering. Jonge mkb'ers hebben nog geen track-record kunnen opbouwen en kunnen weinig onderpand verstrekken aan investeerders. Hierdoor komen mogelijk potentieel goede investeringen in ondernemingen niet tot stand door een slechte inschatting van de risico's en de kosten die gemaakt moeten worden om de informatie te verkrijgen.
- Bovendien kunnen financiers niet goed inschatten of de onderneming een groot financieringsrisico in zich draagt of hoe de kwaliteit van het management van de onderneming is. Asymmetrische informatie heeft daarmee tot gevolg dat de financieringskosten van ondernemingen oplopen of dat de financiering van ondernemingen niet op gang komt. Dat remt innovatieve investeringen af.<sup>21</sup>
- Ook kan er sprake zijn van coördinatie falen waardoor binnen de markt voor risicokapitaal bepaalde segmenten niet van de grond komen. Enerzijds wordt dit veroorzaakt doordat de transactiekosten van

<sup>19</sup> N.B. de regelingen vinden hun wettelijke grondslag in de EZK-subsidieregeling.

<sup>20</sup> Het Rijk maakt steeds vaker gebruik van 'revolverende fondsen'. In deze fondsen stort de overheid geld dat dient om projecten met een publiek doel te financieren. Dit gebeurt bijvoorbeeld door het verstrekken van leningen of door te investeren in het aandelenkapitaal van bedrijven. Het idee van revolverende fondsen is dat opbrengsten - zoals rente en geld uit de verkoop van aandelen - terugvloeien naar het fonds, waardoor het geld weer ingezet kan worden voor het financieren van andere projecten (het geld 'revolveert'). (Bron: Algemene Rekenkamer). Bij de gedeeltelijk revolverende fondsen wordt naar verwachting 60-80% terugbetaald of nog iets lager zoals bij de Vroege Fasefinanciering (Bron: Rijksbegroting Toekomstfonds 2018).

<sup>21</sup> Jacobs, B., Theeuwes, J.J.M. (2004). Innovatie in Nederland: de markt draalt en de overheid faalt. In: ESB.

het vergaren van voldoende informatie te hoog liggen voor financiers. Anderzijds ontstaan er mogelijk hoge zoekkosten voor beide partijen om elkaar te vinden.

Ondernemingen kunnen voor privaat kapitaal terecht bij banken voor kredieten of bij durfinvesteerdere voor risicokapitaal. Durfinvesteerdere zijn actieve investeerdere die direct betrokken zijn bij de onderneming. Daardoor kunnen ze in tegenstelling tot banken de risico's meer beïnvloeden en beheersen. Banken en durfinvesteerdere maken hun investeringsbeslissingen op basis van de verhouding tussen rendement en risico. De financieringsproblemen van ondernemingen blijken het grootst in de zogenaamde valley of death: de fase na de start van de onderneming, maar voordat de onderneming de markt succesvol heeft betreden.

Overheidsingrijpen kan gewenst zijn om beschikbaarheid van financiering voor innovatieve ondernemingen te vergroten. De overheid kan durfinvesteerdere verleiden om vroeger in de levenscyclus van ondernemingen te investeren door de betreffende risicorendementsverhouding gunstiger te maken. De overheid doet dit omdat de maatschappelijke baten in de vorm van innovatie en groei vaak groter zijn dan de private baten. Innovatie leidt tot kennisillover effecten naar andere partijen (consumenten en bedrijven). Deze effecten worden niet door investeerdere meegenomen in hun beslissingen en daardoor komen investeringen in innovaties onvoldoende tot stand.

De laatste kabinetten hebben beleidsmatig gekozen om gerichte subsidies deels af te bouwen ten gunste van fiscale faciliteiten en instrumenten met een revolverend karakter om zo min mogelijk de markt te verstoren. De drie regelingen die in deze evaluatie centraal staan lopen via de markt; doordat de investeringsbeslissing bij de marktpartijen is belegd, zijn zij ook bereid om in een belangrijk deel van de financiering te voorzien.

## 2.2 Seed Capital regeling

### 2.2.1 Aanleiding en achtergronden

Begin 2004 is op initiatief van het ministerie van Economische Zaken en het ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap het **Actieprogramma TechnoPartner** gelanceerd met de looptijd van 5 jaar (2005-2010). Het programma was gericht op een aantal knelpunten die specifiek voor technostarters gelden:

- Gebrek aan financiering: er is een mismatch tussen vraag en aanbod van risicodragend kapitaal, vooral aan de onderkant van de kapitaalmarkt.
- Gebrekkig ondernemerschap: binnen kennisinstellingen is er te weinig aandacht voor ondernemerschap waardoor ondernemersvaardigheden bij onderzoekers en studenten niet of nauwelijks worden ontwikkeld.
- Gebrek aan ondernemerszin: er is nog te weinig sprake van een ondernemende cultuur. Vergeleken met andere landen is het ondernemersklimaat rond veel kennisinstellingen relatief slecht ontwikkeld.
- Verkrijgen van octrooien: Nederlandse universiteiten vragen relatief weinig octrooien aan en er is bij kennisinstellingen op dit punt vaak een gebrek aan professionaliteit.

De **Seed Capital regeling** haakt in op de mismatch tussen vraag en aanbod van risicodragend kapitaal, vooral aan de onderkant van de kapitaalmarkt. Het beleidsdoel van de Seed Capital regeling is het verruimen van de beschikbare hoeveelheid risicodragend kapitaal voor technostarters en zo helpen hun ideeën om te zetten in toepasbare producten of diensten. De Seed Capital regeling tracht te voorzien in de behoefte aan externe financiering tijdens de fase na de start van de onderneming maar voordat de onderneming de markt succesvol heeft betreden (valley of death) omdat in die fase de behoefte aan externe financiering het grootst is en de beschikbaarheid van privaat kapitaal het laagst: de zogenaamde equity gap.<sup>22</sup>

---

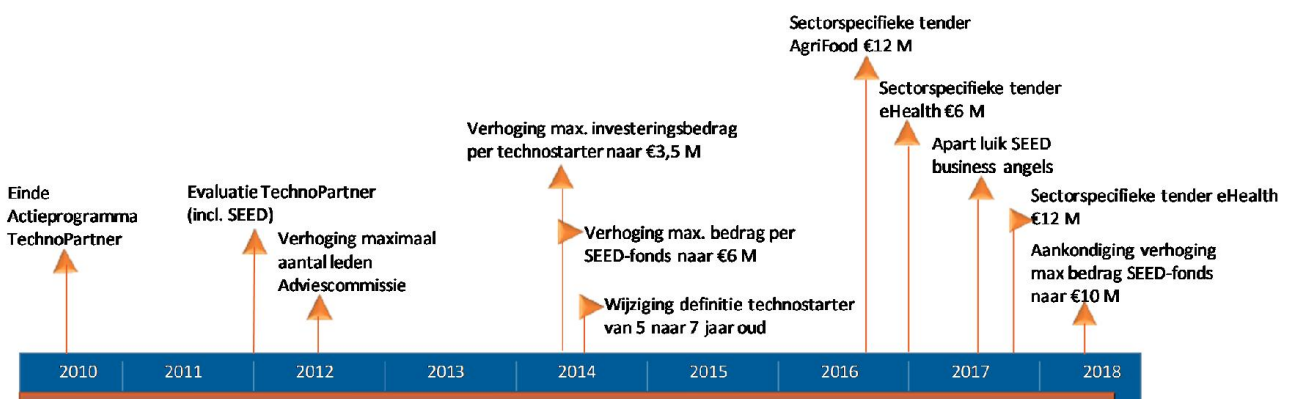
<sup>22</sup> Toelichting titel 3.10 van de Regeling nationale EZ-subsidies (<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2017-36700.html>)

In 2012 werd het actieprogramma TechnoPartner en de bijbehorende Seed Capital regeling geëvalueerd.<sup>23</sup> De hoofdconclusie was dat de Seed Capital regeling in de kern goed is opgezet om het gesignaleerde knelpunt - de 'equity gap' voor technostarters - aan te pakken. Er werd dan ook aanbevolen door te gaan met deze regeling; door benutting van het revolverende karakter zou het een structurele voorziening kunnen worden. Succesfactoren van de regeling zijn o.a. het delegeren van investeringsbeslissingen aan private partijen, de hefboomwerking dankzij de lening van de overheid, de verbetering van de risico-rendementsverhouding en de goed doordachte asymmetrische terugbetalingsregeling. Daarnaast werd geconcludeerd dat de overheidsbijdrage in de vorm van een achtergestelde lening als voordeel heeft dat de relatie tussen de Seed Capital fondsen en de overheid een duidelijke privaatrechtelijke vorm heeft die past bij de manier van werken van investeringsfondsen. Ook zijn er een aantal knelpunten gesignaleerd:

- De specificaties betreffende gemiddelde investeringen, maxima, gezamenlijke investeringen en doorinvesteringen brachten beperkingen met zich mee die zich vertaalden in een lagere realisatie, een focus op minder kapitaalintensieve sectoren en op termijn suboptimale begeleiding van technostarters. Aanbevolen werd om de maximale geldlening van de overheid en het maximale (gemiddelde) investeringsbedrag in portfoliobedrijven te verruimen. Inmiddels is het maximum investeringsbedrag sinds 2012 een aantal keer verhoogd. Zo is in 2014 de maximale geldlening per fonds verhoogd van €4 miljoen naar €6 miljoen. In het recent gepubliceerde **MKB-actieplan** kondigt het ministerie van EZK aan de beschikbaarheid van risicokapitaal voor kapitaalintensieve sectoren, zoals duurzame energie en hardware-innovaties, te vergroten door per Seedfonds maximaal €10 miljoen beschikbaar te stellen. Voor het mogelijk maken van grotere Seedfondsen wordt jaarlijks €8 miljoen extra beschikbaar gesteld.
- De balans tussen 'aan de markt overlaten' en 'gecontroleerd en gericht gebruik van overheidsgeld' is vanzelfsprekend precair, maar de in TechnoPartner gekozen constructie resulteerde soms in een discrepantie tussen de in regels vastgelegde beleidsvisie en de haalbaarheden van de dagelijkse praktijk. Deze situatie is prangender geworden sinds de overgang van de uitvoering van de regeling van de semi-zelfstandige TechnoPartner-organisatie naar AgentschapNL (in 2014 gefuseerd met Dienstregelingen tot RVO). De uitvoering is momenteel nog steeds in handen van RVO.

## 2.2.2 Belangrijkste wijzigingen

Hoewel het 'Actieprogramma TechnoPartner' inmiddels is afgelopen, werd de Seed Capital regeling gecontinueerd en verder ontwikkeld. De tijdlijn hieronder geeft de belangrijkste wijzigingen sinds 2012 weer die hieronder nog eens nader worden toegelicht.



Figuur 5: Tijdlijn Seed Capital regeling.

<sup>23</sup> Eindevaluatie TechnoPartner, Technopolis (2012).

- In 2010 eindigde het Actieprogramma Technopartner. De Seed Capital regeling als onderdeel van dit actieprogramma is wel gecontinueerd.
- Het maximaal aantal te benoemen leden van de Adviescommissie<sup>24</sup> Seed Capital werd in 2012 verhoogd van zes naar negen om de beschikbaarheid van de commissie te garanderen. Leden van de Adviescommissie dienen namelijk volledig onafhankelijkheid te zijn en kunnen daarom geen advies uitbrengen als zij mogelijk direct of indirect betrokken zijn bij te beoordelen voorstellen.
- In 2014 is de maximale geldlening per fonds verhoogd van €4 miljoen naar €6 miljoen om de slagkracht en efficiëntie van de regeling te vergroten. Hierdoor konden de fondsen toenemen van €8 miljoen naar €12 miljoen. Het bedrag dat investeringsfondsen maximaal konden investeren in een technostarter nam toe van €2,5 miljoen naar €3,5 miljoen. Het maximale gemiddelde investeringsbedrag is verhoogd van €0,8 miljoen naar €1,2 miljoen.<sup>25</sup>
- Ook is in 2014 de definitie van technostarter gewijzigd naar 'een onderneming die **minder dan zeven jaar** na haar eerste commerciële verkoop actief is op een product- of dienstenmarkt' in plaats van maximaal vijf jaar na de eerste inschrijving bij de Kamer van Koophandel.<sup>26</sup>
- In 2016 zijn er sectorspecifieke tenders geweest voor Seed Capital fondsen in de AgriFood en eHealth.

Voor agri-horti-food-tech technostarters<sup>27</sup> werd in 2016 in eerste instantie €6 miljoen beschikbaar gesteld. Er werd door het ministerie van EZK geconstateerd dat gebrek aan risicokapitaal één van de redenen was waarom Nederland internationaal achterbleef bij het realiseren van startups in de topsectoren Agri & Food en Tuinbouw & Uitgangsmaterialen. Toen volgens de adviescommissie bleek dat twee aanvragers een dusdanig goed voorstel hadden gedaan, is op advies van de commissie door de minister besloten om het plafond voor de openstelling van de module agri-horti-food-tech met terugwerkende kracht te verhogen naar €12 miljoen.

Ook binnen de topsector Life Sciences & Health werden kansen gesignaleerd op het gebied van ICT (eHealth). Hoewel er de afgelopen jaren diverse eHealth toepassingen ontwikkeld werden, lukte het vaak niet of pas na zeer lange tijd om deze toepassingen op te schalen. Eind 2016 is in de Seed Capital regeling de mogelijkheid opgenomen om een tender specifiek ten behoeve van eHealth technostarters<sup>28</sup> open te stellen. Voor deze tender was €6 miljoen beschikbaar. Deze tender heeft één startersfonds in eHealth opgeleverd, die maar een deel van het beschikbare budget heeft aangevraagd. Tijdens deze eerste tender werd duidelijk dat de definitie van eHealth te smal was om een heel investeringsfonds op te richten. Daarom is er bij de nieuwe tender voor gekozen om deze open te stellen voor startersfondsen die minimaal 50% van het investeringsbudget gebruiken voor het verkrijgen van participaties in eHealth technostarters. Hiermee ligt de focus nog wel op eHealth technostarters, maar kunnen de fondsen zelf kiezen in welke technostarters zij de overige 50% van het investeringsbudget investeren om zo tot een optimale investeringsportefeuille te komen. Voor deze tender is een budget van €12 miljoen beschikbaar, waarvan €6 miljoen wordt bijgedragen door de minister van VWS.<sup>29</sup>

---

<sup>24</sup> Er is een Adviescommissie Seed Capital technostarters die advies geeft over de te financieren fondsen.

<sup>25</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2014-19382.html>

<sup>26</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2014-19382.html>

<sup>27</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2016-43207.html>

<sup>28</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2017-49441.html>

<sup>29</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2017-49441.html>



- Speciaal voor duo's van business angels<sup>30</sup> is er in de Seed vanaf juli 2017 een apart luik gemaakt: de Seed Business Angel regeling. Via deze regeling kunnen business angels 'slim geld' leveren aan start-ups door actief betrokken te zijn met hun kennis, netwerk en ervaring. Zij zullen eerder investeren dan de Seedfondsen en voor kleinere bedragen. EZK stelde €10 miljoen beschikbaar voor private fondsen die geld willen investeren in startups en het innovatieve mkb. De eisen die gesteld worden aan de Seed Business Angel fondsen, verschillen van de reguliere startersfondsen in de Seed Capital regeling. Zo bestaat het Seed Business Angel fonds uit twee aandeelhouders, tegenover drie of meer aandeelhouders in de startersfondsen. De Seed Business Angels vormen bij het Seed Business Angel fonds zelf het fondsmanagement.<sup>31</sup> Er zijn geen andere financiers betrokken bij het fonds. De fondsen krijgen een lening van maximaal €1 miljoen.<sup>32</sup> In voorliggende evaluatie wordt nog geen rekening gehouden met de Seed Business Angels Regeling omdat die nog te kort actief is om de effecten ervan te kunnen meten.
- In het in 2018 gelanceerde MKB Actieplan wordt aangekondigd dat er jaarlijks €8 miljoen extra beschikbaar wordt gesteld om de beschikbaarheid van risicokapitaal te vergroten voor kapitaalintensieve sectoren. Voor kapitaalintensieve sectoren, zoals duurzame energie en hardware-innovaties, is gebleken dat starters in vergelijking met andere starters relatief grotere investeringen nodig hebben met een langere terugverdientijd. Er zijn weinig private investeerders die vroeg willen instappen in dit segment.

In augustus 2018 werd daarom een tender van de Seed Capital regeling specifiek voor Smart en Sustainable Mobility aangekondigd.<sup>33</sup> Deze openstelling is bedoeld voor technostarters wier onderneming producten, processen of diensten verkoopt en levert die zijn gebaseerd op een nieuwe technische vinding of een nieuwe toepassing van bestaande technologie, onder meer op het gebied van ict of energie, en die actief is binnen de marktsegmenten van duurzame of intelligente mobiliteit. Er is een budget van €10 miljoen beschikbaar. Afwijkend van de reguliere Seed Capital regeling is de maximale geldlening voor deze tender €10 miljoen per fonds in plaats van €6 miljoen per fonds. Aanvragen kunnen worden ingediend van 1 november tot en met 14 november 2018. Om grotere investeringen ook daadwerkelijk mogelijk te maken, is daarom in afwijking van de reguliere regeling tevens opgenomen dat de gemiddelde totale verkrijgingsprijs van de participaties gedurende de investeringsperiode maximaal €2 miljoen bedraagt in plaats van €1,2 miljoen. In deze evaluatie wordt nog geen rekening gehouden met deze sectorspecifieke tender.

### 2.2.3 Werkwijze Seed Capital regeling

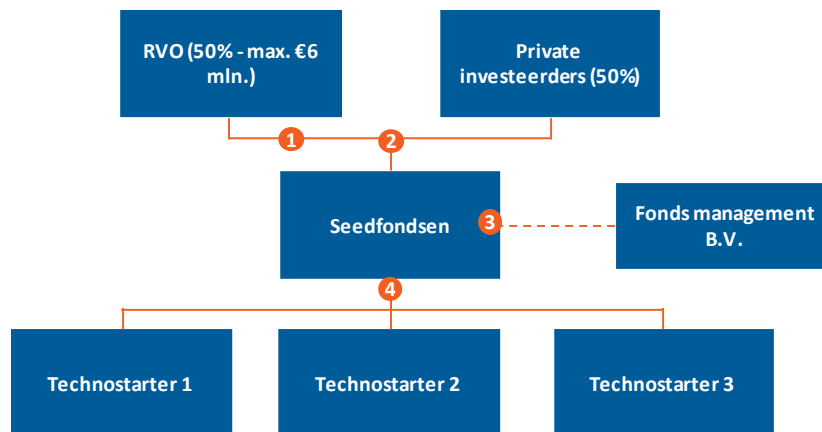
Bij de Seed Capital regeling is expliciet gekozen voor een aanpak waarbij de overheid niet direct investeert in technostarters, maar indirect via private startersfondsen (participatiefondsen). In hoofdlijnen biedt de regeling startersfondsen de mogelijkheid een renteloze achtergestelde lening van EZK te ontvangen voor het verkrijgen van participaties in technostarters. De regeling wil daarmee bevorderen dat startersfondsen worden opgericht door private partijen (zoals venture capitalists, business angels en grote bedrijven) en dat de omvang van het risicokapitaal in de markt vergroot. De interventie loopt *via* de markt (namelijk private investeerders). Het marktmechanisme wordt hiermee in stand gehouden.

<sup>30</sup> In de regeling 'informal investors' genoemd: een particulier die, al dan niet via een kapitaalvennootschap waarvan hij enig aandeelhouder is, voor eigen rekening en risico participeert en investeert in ondernemingen. Bron: <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2017-36700.html>

<sup>31</sup> Dit is overigens bij de Seed Capital regeling niet uitgesloten; diverse Seedfondsen worden gefinancierd en beheerd door een aantal informals.

<sup>32</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2017-36700.html>

<sup>33</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2018-47574.html>



Figuur 6: Structuur van de Seed Capital regeling.

### Oprichten Seedfonds

De uitvoering van de Seed Capital regeling is in handen van RVO. Gedurende de openstellingsperiodes kunnen aanvragen voor leningen ingediend worden door Seedfondsen via een tenderprocedure. In 2016 was er een sectorspecifieke tender voor de agri-horti-food sector en in 2017 voor de eHealth sector.

Het aanvraag proces is in drie fases verdeeld: het idee, het concept en de aanvraag. Hieronder wordt nader ingegaan op de aanvraagprocedure. Startersfondsen die een Seedfonds willen oprichten dienen eerst een **fondsplan**<sup>34</sup> op te stellen om in aanmerking te komen voor het verkrijgen van een lening. Experts van een adviescommissie beoordelen het fondsplan en bekijken eventuele afwijzingsgronden. Vervolgens worden de aanvragen waarop niet afwijzend wordt geadviseerd gerangschikt op basis van:

- de mate waarin de aanvrager kan steunen op relevante ervaring en deskundigheid;
- de mate waarin het fondsplan meer bijdraagt aan de opbouw van succesvolle ondernemingen door technostartersvennootschappen;
- de mate waarin het fondsplan doelmatiger is ingericht.

Naast het fondsplan bestaat een aanvraag uit een aanvraagformulier, een aandeelhouders- of samenwerkingsovereenkomst, statuten en een managementovereenkomst. In 2019 zal RVO een digitaal systeem invoeren waardoor het mogelijk wordt om aanvragen voor een lening onder de Seed Capital regeling digitaal in te dienen.

### Werkwijze financiering

Het gaat hier om zogenaamde ‘closed end funds’: fondsen die alleen investeringen doen overeenkomstig de Seed Capital regeling. De financiering EZK aan de Seed fondsen wordt verleend in de vorm van een geldlening. Deze lening bedraagt maximaal (sinds 2014) €6 miljoen<sup>35</sup> (50% van het investeringsbudget<sup>36</sup>). Een fonds kan maximaal 50% van de investeringen financieren met de lening van het ministerie, de andere helft van het fondsvermogen moet het fonds uit private middelen verkrijgen. Hierdoor ontstaat er een minimale hefboom van 2.

<sup>34</sup> Een plan van een startersfonds tot uitvoering van een met elkaar samenhangend geheel van activiteiten die bestaan uit het verkrijgen, beheren en beëindigen van participaties en het begeleiden van de desbetreffende technostartersvennootschappen.

<sup>35</sup> De maximale geldlening voor een regulier starterfonds bedraagt €6 miljoen. Voor de tender specifiek voor Smart en Sustainable Mobility technostarters is het mogelijk voor een startersfonds om een lening van maximaal € 10 miljoen aan te vragen.

<sup>36</sup> Financiële middelen die een startersfonds beschikbaar heeft of zal hebben en die bestemd zijn om de verkrijgingprijs van participaties te voldoen, bestaande uit de optelsom van de eigen bijdragen die zijn of worden ingebracht en het maximale bedrag van de geldlening. Artikel 3.10.1. Begripsomschrijvingen van de regeling nationale EZ-subsidies.

Het Seedfonds verschaft het risicokapitaal in de vorm van het nemen van aandelen in het bedrijf van de technostarter (participatie). Van de opbrengsten (rente, aflossingen, verkoop aandelen) die het fonds uit de participaties ontvangt, dient een deel te worden betaald aan de overheid en het resterende deel aan de private partijen die in het fonds hebben geïnvesteerd. De terugbetalingsregeling is resultaatafhankelijk en kent drie periodes. Het figuur hieronder visualiseert het terugbetalingsregime.

Periode A	Periode B	Periode C
Va naf het moment dat er inkomsten zijn totdat de eigen investering is terugverdiend.	Va naf het moment dat de eigen investering is terugverdiend totdat het ministerie van EZK haar investering eruit heeft gehaald.	Als beide partijen hun investering eruit hebben gehaald en er nog inkomstenstromen zijn.
<b>Verdeling terugbetaling inkomsten:</b> 20% overheid 80% private investeerders	<b>Verdeling terugbetaling inkomsten:</b> 50% overheid 50% private investeerders	<b>Verdeling terugbetaling inkomsten:</b> 20% overheid 80% private investeerders

Figuur 7: Visualisatie terugbetalingsregeling lening Seed Capital. Bron: RVO, bewerking Dialogic/RSM.

Belangrijkste uitgangspunten van de terugbetalingsregeling zijn:

- Periode A: Vanaf het moment dat het fonds inkomsten heeft, betaalt het fonds daarvan 20% aan de overheid als aflossing op de lening, en 80% aan de private partijen als terugbetaling van hun inleg, totdat de private partijen hun inleg in het investeringsbudget terug hebben gekregen.
- Periode B: Van eventuele volgende inkomsten wordt 50% afgedragen aan de overheid en 50% aan de private partijen, totdat de lening van het ministerie van EZK is afgelost.
- Periode C: Als er daarna nog inkomstenstromen zijn worden deze wederom in de verhouding 80%-20% gedeeld tussen de private beleggers en het ministerie.

Met deze terugbetalingsregeling zorgt de overheid ervoor dat de risicorendementsverhouding voor private partijen verbetert, zodat het voor hen aantrekkelijker wordt om in startups te investeren.

#### **Werkwijze fondsbeheer**

De Seed Capital regeling vereist dat het Seedfonds ten minste drie onafhankelijke aandeelhouders heeft waarbij geen enkele aandeelhouder een meerderheidsbelang heeft. De lening wordt uitsluitend verstrekt voor de investeringskosten zelf, en niet voor de beheerskosten<sup>37</sup>. Deze worden gedragen door de (private) investeerders in het fonds. Beheerskosten bedragen maximaal 5% van het investeringsbudget. De fondsbeheerder is de feitelijke uitvoerder van het fondsplan. Dit kan het startersfonds zelf zijn, maar in de praktijk blijkt vaak dat een startersfonds een derde partij contracteert die de rol van fondsbeheerder op zich neemt (externe fondsbeheerder). In de praktijk is het gebruikelijk dat een externe fondsbeheerder mee investeert om zo 'skin in the game' te hebben. Dit is vaak wenselijk om te borgen dat de belangen tussen investeerder en fondsbeheerder op één lijn liggen. Dit wordt eveneens geborgd doordat de externe fondsbeheerder een resultaatafhankelijke beloning krijgt.

#### **Van Seedfondsen naar Technostarter**

Het Seedfonds verschaft het risicokapitaal in de vorm van het nemen van aandelen in het bedrijf van de technostarter (participatie). Eventueel kan aanvullend een achtergestelde lening worden verstrekt. Het bedrag dat de fondsen maximaal kunnen investeren in een technostarter is €3,5 miljoen en het minimum bedrag is €100.000. Het gemiddelde investeringsbedrag in technostarters bedraagt ten hoogste €1,2 miljoen. De investeringsperiode mag niet langer zijn dan zes jaar en participaties moeten vervolgens binnen uiterlijk zes jaar worden vervreemd. Uiterlijk 12 jaar na de start moet het fonds worden geliquideerd.

<sup>37</sup> Beheerskosten zijn alle kosten die een startersfonds maakt voor het verkrijgen, behouden en beëindigen van participaties, met inbegrip van de kosten van begeleiding van technostartersvennootschappen, uitgezonderd de verkrijgingsprijs van de participaties.

De Seed Capital regeling biedt een keur aan Seedfondsen, met elk een afzonderlijke investeringsstrategie en –focus, zoals ICT, Life sciences en Health, Energie, High Tech, Logistiek, Agri-Horti-Food of een combinatie van deze sectoren (multisector). De Seedfondsen beslissen zelf in welke technostarter ze investeren zolang dat past binnen de criteria van de regeling. Elk fonds hanteert een eigen strategie en specifieke criteria waaraan de technostarter moet voldoen. De fondsen verstrekken niet alleen risicokapitaal, maar geven ook begeleiding aan de technostarters waarin zij investeren.

## 2.3 Groeifaciliteit

### 2.3.1 Aanleiding en achtergronden

De Groeifaciliteit (GF), opgenomen in titel 3.12 van de Regeling nationale EZ-subsidies, is een garantieregeling die mede naar aanleiding van een motie van kamerlid Aptroot (2005) in 2006 in het leven is geroepen om het mkb te helpen aan risicodragende financiering (zowel eigen vermogen als achtergesteld vreemd vermogen) en daarmee versterking van het buffervermogen. De garantie kan worden aangevraagd door participatiemaatschappijen en/of banken en is bedoeld voor ondernemingen die groeiambities hebben. De overheid wil hiermee groei, continuïteit en opvolging stimuleren bij bedrijven. Bijvoorbeeld voor bedrijven die willen uitbreiden in het buitenland, een overname willen doen, te maken hebben met bedrijfsopvolging, of omdat er een toename van de vraag wordt verwacht van het product dat het bedrijf aanbiedt, maar vanwege bijvoorbeeld het te risicovolle profiel niet voor financiering in aanmerking komt. Ook ondernemingen die het lastig hebben maar een ommekeer willen maken door nieuw risicokapitaal aan te trekken komen in aanmerking mits er sprake is van voldoende rentabiliteits- en continuïteitsperspectief. Grofweg zijn er drie situaties te onderscheiden:

1. Ondernemingen in een **groeifase** (financiering voor de start van een onderneming, van innovatie, voor groei of voor internationalisering).
2. Ondernemingen in de fase van een **bedrijfsovername**.
3. Ondernemingen die behoefte hebben aan versterking van **buffervermogen**.

De GF moest zich in eerste instantie vooral richten op het verstrekken van garanties op risicodragende financiering tot €5 miljoen. Financiering tot €5 miljoen zou voor traditionele financiers doorgaans weinig aantrekkelijk zijn vanwege de hiervoor te maken kosten en de in te calculeren risico's. Boven de €5 miljoen zou de markt wel goed functioneren.<sup>38</sup>

In 2009 werd aangekondigd dat in verband met de kredietcrisis de garanties die Groeifaciliteit biedt tijdelijk werden verhoogd omdat bleek dat het financieringsprobleem bij meer bedrijven speelde. De garantie van 50% werd eveneens van toepassing op financieringen van maximaal €25 miljoen in plaats van maximaal €5 miljoen. Deze verhoging heeft alleen betrekking op door participatiemaatschappijen verstrekt risicokapitaal. Het maximaal beschikbare bedrag voor achtergestelde leningen ten behoeve van banken bleef €5 miljoen mede omdat voor hen ook de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO-regeling)<sup>39</sup> beschikbaar is. In verband met de verhoging tot financieringen van €25 miljoen werd ook de mkb-grens van 250 werknemers losgelaten. Ook vond een verruiming van de eis ten aanzien van "fresh money" plaats.<sup>40</sup> Ten slotte werd in de Groeifaciliteit de mogelijkheid opgenomen om een vergoeding te vragen die hoger is dan de standaard provisie indien dat nodig is om het risico dat wordt aangegaan adequaat te dekken. Hiermee werd het mogelijk hogere risico's te nemen.

De Groeifaciliteit is in 2012 geëvalueerd. Uit de evaluatie bleek de toegevoegde waarde van de regeling met name te liggen bij de sterk groeiende ondernemingen en bij fondsen die hun kapitaal willen uitbreiden. Het mkb zou in veel gevallen niet zonder de regeling gefinancierd zijn. Daarnaast werden destijds de volgende aanbevelingen gedaan:

---

<sup>38</sup> Regeling Groeifaciliteit (2006) incl. toelichting <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2006-229-p10SC77861.html>

<sup>39</sup> Door de GO kunnen banken een 50% Staatsgarantie krijgen op middelgrote en grote leningen. Door die staatsgarantie wordt het risico voor de bank op te verstrekken bedrijfsfinanciering kleiner.

<sup>40</sup> De fresh money eis houdt in dat de financiering niet ter vervanging van eerder verstrekt krediet mag dienen.

- Bij de beoordelingsprocedure van aanvragen voor de Groeifaciliteit zou AgentschapNL (voorloper RVO) in ieder geval voor de hogere risicoposten de relevantie en additionaliteit expliciet in de beoordeling mee kunnen nemen.
- De Groeifaciliteit is – mede vanwege de introductie van de Garantie Ondernemingsfinanciering in 2009 die een enigszins kannibaliserend effect heeft gehad op de Groeifaciliteit – door banken nauwelijks gebruikt. Het ministerie zou met de banken kunnen overleggen of de Groeifaciliteit voor hen voldoende betekenis heeft. Op basis van de huidige benutting adviseren de onderzoekers de Groeifaciliteit te beperken tot de participatiemaatschappijen (incl. informal investors)<sup>41</sup> en voor de banken de GO te continueren.
- Voor nieuwkomers (first time fondsen) is het accreditatieproces erg zwaar en ontstaat soms een ‘kip en ei’ situatie met betrekking tot de eisen van professionaliteit. Toetreders kunnen hier niet of moeilijk aan voldoen zolang de business niet van start is gegaan en juist de accreditatie is een belangrijke voorwaarde om geld aan te kunnen trekken bij beleggers. De accreditatie voor banken is overbodig. Het accreditatieproces voegt niets toe aan hetgeen al geregeld is in het toezicht op financiële instellingen. De onderzoekers bevelen daarom aan de accreditatie van banken niet meer toe te passen en te onderzoeken hoe het accreditatieproces voor nieuwkomers flexibeler ingericht kan worden.
- De ontwikkeling van de kostendekking van de faciliteit moet in ieder geval goed gemonitord worden om een beeld te krijgen of de premie (inclusief equity kicker<sup>42</sup>) in verhouding staat tot de te verwachten verliezen.

In een reactie op de evaluatie schrijft de minister dat naar verwachting de vraag naar risicokapitaal zal toenemen. De Groeifaciliteit is daarom van toenemend belang voor bedrijven die op zoek zijn naar risicokapitaal, alsook voor participatiemaatschappijen die op zoek zijn naar middelen voor nieuwe fondsen<sup>43</sup>. Uit de evaluatie bleek namelijk dat er een ‘accreditatie-effect’<sup>44</sup> optrad met name voor fondsen in de start-up fase en fondsen die hun kapitaal lastig of niet meer kunnen uitbreiden. Het feit dat een (startend) fonds een accreditatie van RVO heeft verkregen, helpt bij het verkrijgen van funding voor het fonds.

### 2.3.2 Belangrijkste wijzigingen

Zoals hierboven al omschreven is in 2009 de regeling aangepast om aan te sluiten bij de marktontwikkelingen. Zo vallen sinds 2009 grotere financieringen onder de garantie (voor participatiemaatschappijen geldt een maximum garantie van €12,5 miljoen), maar ook financieringen met een zogenoemd hoger risicoprofiel. De tijdlijn hieronder geeft de belangrijkste wijzigingen sinds de vorige evaluatie (2012) weer die hieronder nog eens nader worden toegelicht.

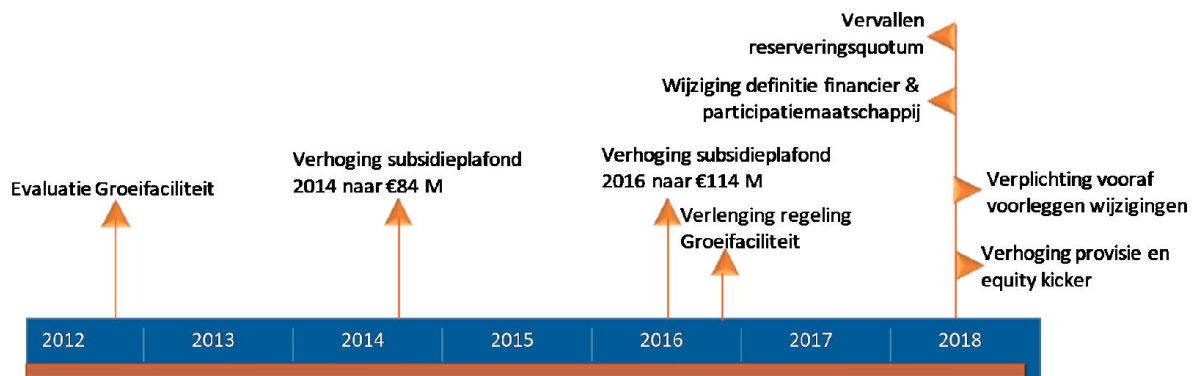
---

<sup>41</sup> Een particulier die, al dan niet via een kapitaalvennootschap waarvan hij enig aandeelhouder is, voor eigen rekening en risico participeert en investeert in ondernemingen. Zij vallen onder participatiemaatschappijen.

<sup>42</sup> Een additionele premie die door RVO wordt ingepast in het geval van hogere risicoposten. De equity kicker is een percentage van de uiteindelijke winst die op een investering wordt behaald.

<sup>43</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-32637-34.html>

<sup>44</sup> Neveneffect als gevolg van het feit dat de PPM deelnemer is aan de Groeifaciliteit en daardoor een zekere professionaliteit waarborgt naar beleggers.



Figuur 8: Tijdlijn Groefaciliteit.

- Eind 2013 werd €50 miljoen voor de Groefaciliteit in het kalenderjaar 2014 beschikbaar gesteld. In verband met de toegenomen vraag werd het plafond voor het verstrekken van garanties verhoogd tot €84 miljoen.
- Het garantiebudget voor het verstrekken van garanties voor het kalenderjaar 2016 werd verhoogd tot €85 miljoen, omdat, gelet op de toegenomen vraag, de verwachting was dat het plafond van €50 miljoen voor het jaar 2016 niet toereikend zou zijn. Omdat de verwachting is dat de vraag nog verder zal toenemen, werd het plafond voor 2016 nog verder verhoogd naar ruim €114 miljoen. Bovendien werd eind 2016 aangekondigd dat de horizontermijn van de GF wordt verlengd tot 1 juli 2020 omdat de verwachting is dat de vraag nog verder zal toenemen.
- In 2018 werd een aantal wijzigingen aangekondigd die per 1 juli in werking zijn getreden<sup>45</sup>:
  - **Reserveringsquotum:** In de Groefaciliteit wordt de wijze van verdeling van beschikbare middelen gewijzigd. De beschikbare middelen werden verdeeld door aan elk van de financiers op aanvraag een quotum toe te kennen. Tot ten hoogste het bedrag van dat quotum kon de financier voor concrete financieringen garanties verkrijgen, en wel gedurende drie jaar indien het een eerste toekenning van een reserveringsquotum betrof en twee jaar indien reeds eerder een reserveringsquotum was toegekend. Deze mogelijkheid komt te vervallen. Met deze wijziging zullen de beschikbare middelen nu worden verdeeld op volgorde van binnenkomst van de aanvragen voor de garantstelling. Op aanvragen om reserveringsquotum die zijn ingediend voor 1 juli 2018 en op reserveringsquota die voor dat tijdstip zijn toegekend, blijft deze regeling van toepassing zoals deze luidde voor dat tijdstip.
  - **Verhoging provisie en equity kicker:** De periodieke provisie, voor zover de garantie betrekking heeft op niet converteerbare achtergestelde leningen, wordt verhoogd van 2,5% naar 3%. Deze verhoging is noodzakelijk in verband met de kostendekkendheid van de regeling. Bij de opzet van de regeling is ervan uitgegaan dat er bij garanties op achtergestelde leningen naar verwachting een minder grote claim zou worden gedaan op deze garantie dan bij garanties op aandelen. Op basis van analyse van de resultaten over de afgelopen elf jaar is echter gebleken dat dit beroep op de garanties verhoudingsgewijs vergelijkbaar is. Als gevolg van deze wijziging zal voor beide financieringsvormen (achtergestelde leningen en aandelen) een risicopremie van 3% gaan gelden.
  - **Voorleggen wijzigingen:** De financier diende de Staat over bepaalde gebeurtenissen in verband met het financieringsbeleid, de organisatie van de financier of het gegarandeerde kapitaal achteraf, binnen een termijn van acht weken te informeren. Het wordt echter per 1 juli 2018 niet langer voldoende geacht dat de Staat achteraf over een omzetting van een achtergestelde

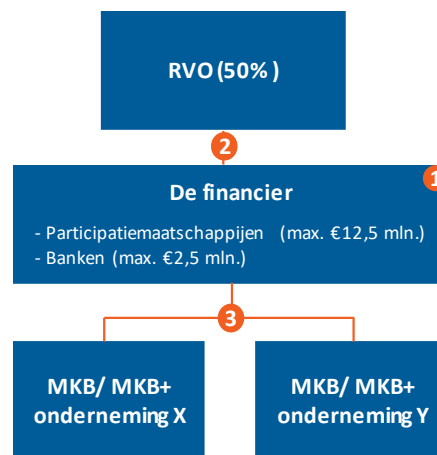
<sup>45</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2018-24020.html>

lening in aandelenkapitaal wordt geïnformeerd, omdat een dergelijke omzetting het risicoprofiel van de garantie kan verhogen. Om die reden moet de Staat hiervoor vooraf om toestemming worden gevraagd.

- **Definitie financier:** Door een wijziging van het Kaderbesluit nationale EZ-subsidies zijn de definities van financier en participatiemaatschappij aangepast. De definitie van participatiemaatschappij is verruimd door naast kapitaalvennootschappen en vennootschappen met een afgescheiden vermogen ook rechtspersonen met een afgescheiden vermogen niet zijnde vennootschappen toe te laten.

### 2.3.3 Werkwijze Groeifaciliteit

Op grond van de Groeifaciliteit verstrekt de Nederlandse staat een garantstelling op achtergestelde leningen van banken en op investeringen van participatiemaatschappijen voor de financiering van mkb-bedrijven om te helpen bij het aantrekken van risicodragend vermogen. Ondernemers dienen zich voor de financiering met overheidsgarantie tot de deelnemende banken en participatiemaatschappijen te wenden (de financier). De financier besluit of hij voor de financiering bij RVO een verzoek tot garantstelling indient en of hij de financiering uiteindelijk ook verstrekt.



Figuur 9: Structuur Groeifaciliteit.

#### Financiers

Er zijn twee typen financiers:

- Tot **kredietinstellingen** worden algemene spaar- en hypotheekbanken gerekend die een DNB-vergunning hebben of beschikken over een vergunning die is afgegeven door een andere EU-lidstaat.
- Voor een **participatiemaatschappij** geldt dat de vennootschap is ingericht naar Nederlands recht of recht van een andere EU-staat. Ook *informal investors* kunnen, onder bepaalde voorwaarden, als participatiemaatschappij beschouwd worden indien zij zich tot doel stellen op structurele wijze risicokapitaal te verstrekken en hiertoe een vennootschap met een afgescheiden vermogen hebben opgericht.

De financier dient een actief en winstgericht beleid voor het verstrekken, beheren en vervreemden te voeren waarbij rekening wordt gehouden met het belang van de Staat. Daarnaast dient de financier te beschikken over voldoende financiële draagkracht en stabiliteit. Iedere bank, participatiemaatschappij of (groep van) informal investors die gebruik wil maken van de Groeifaciliteit moet als gebruiker door RVO toegelaten worden. Dit wordt het zogenaamde accreditatieproces genoemd. De Adviescommissie Regeling Groeifaciliteit (ACG) adviseert over

accreditatieaanvragen.<sup>46</sup> Op dit moment zijn er 5 banken en 62 overige financiers, waaronder de vier regionale ontwikkelingsmaatschappijen (NOM, BOM, LIOF en OOST NV), geaccrediteerd. De accreditatie wordt vastgelegd in een garantstellingsovereenkomst die eenmalig wordt afgesloten tussen de Staat en de financier.

### **Proces garantstelling**

De uitvoering van de GF is in handen van RVO. Financiers kunnen via RVO 50% garantie ontvangen op het risicodragend vermogen dat zij aan ondernemers verstrekken. De garantie bestaat uit 50% van de waarde van verstrekte achtergestelde leningen of van het verstrekte aandelenkapitaal tot een maximum van €12,5 miljoen voor participatiemaatschappijen en een maximum van €2,5 miljoen voor banken als zij een achtergestelde lening verstrekken aan een onderneming.

Er is een Adviescommissie Toekenning Groeifaciliteit (ATG) die tot taak heeft te adviseren omtrent de afwijzingsgronden voor aanvragen om garantstelling. Er wordt in ieder geval afwijzend over een aanvraag geadviseerd indien:

- de financier geen garantstellingsovereenkomst met de Staat heeft gesloten;
- er niet wordt voldaan aan de randvoorwaarden voor risicokapitaal;<sup>47</sup>
- de aanvrager eerder tekort is geschoten bij de naleving van verplichtingen op grond van de garantstellingsovereenkomst.

De beschikbare middelen voor garantstellingen worden verdeeld op volgorde van binnenkomst van de aanvragen (tot 1 juli 2018 was dit een quotum per financier). Als de garantstellingsaanvraag is goedgekeurd, betalen de financiers om de garantie te verwerven in ieder geval een eenmalige premie van 1% van het garantiebedrag vooraf en vervolgens een premie over het uitstaande garantiebedrag. Deze risicopremie bedraagt 3% per jaar (tot juli 2018 bedroeg deze voor achtergestelde leningen nog 2,5%). Het uitgangspunt is dat de Groeifaciliteit hiermee kostendekkend is. De mate waarin de provisie wordt doorberekend aan de eindgebruiker verschilt per financier. Banken belasten vrijwel altijd door, bij PPM's verschilt dit per fonds.<sup>48</sup>

Alleen vóór de verstrekking van een garantie kan besloten worden dat er sprake is van een verhoogd risicoprofiel en kan er een hogere provisie worden vastgesteld. Dit gebeurt indien RVO van mening is dat er sprake is van een verhoogd risicoprofiel ('equity kicker'). Een verhoogd risicoprofiel (hetgeen vooraf wordt bepaald) kan leiden tot een equity kicker of een verhoogde provisie. Een equity kicker wordt pas na een exit in rekening gebracht. De vaste verhoogde provisie is niet resultaatafhankelijk en wordt per kwartaal in rekening gebracht. Indien er geen/beperkt rendement wordt gerealiseerd, is de PPM alleen basisprovisie verschuldigd. Jaarlijks wordt getoetst of de regeling afdoende kostendekkend is en kan besloten worden om voor nieuwe garanties de provisie aan te passen.

De garantie heeft een minimale looptijd van 6 jaar en een maximale looptijd van 12 jaar.

### **De ondernemers**

Ondernemingen komen in aanmerking voor de Groeifaciliteit indien de onderneming voldoet aan o.a. de volgende randvoorwaarden:

- De onderneming is in Nederland, Bonaire, St. Eustatius of Saba gevestigd en de bedrijfsactiviteiten vinden overwegend in Nederland, Bonaire, St. Eustatius of Saba plaats.
- Er zijn voldoende rentabiliteits- en continuïteitsperspectieven.

---

<sup>46</sup> De ACG adviseert alleen bij een initiële accreditatie van een fonds en eventuele vervolgfondsen. De ATG beoordeelde eerst alleen individuele investeringen boven de €1,5 miljoen of met een verhoogd risicoprofiel. Een paar jaar later is door EZK besloten dat alle aanvragen beoordeeld moeten worden door de ATG. Beide commissies hebben geen directe rol in of bij ondernemingen die gebruik maken van de Groeifaciliteit.

<sup>47</sup> Zie: <https://wetten.overheid.nl/BWBR0035474/2018-07-17>

<sup>48</sup> Toetsingskader Groeifaciliteit (2016).

<https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/publicaties/2016/07/07/toetsingskader-groeifaciliteit/toetsingskader-groeifaciliteit.pdf>



- De financiering die wordt aangevraagd dient niet ter vervanging van aan een ondernemer verschaft krediet of risicokapitaal door dezelfde financier of door een financier die deel uitmaakt van de groep van dezelfde financier.<sup>49</sup>
- Het risicokapitaal dient niet voor de overname van een aandelenkapitaal of een converteerbare achtergestelde lening, behalve indien dit een concrete verbetering in het ondernemingsbeleid ten doel heeft (*'fresh money-eis'*)
- Er hebben zich geen bovenmatige kapitaalonttrekkingen voorgedaan in de laatste twaalf maanden.
- Het kapitaal dat wordt aangetrokken is alleen bestemd voor de financiering van eigen bedrijfsactiviteiten of bedrijfsovername(s).

Daarnaast mogen financiers geen risicokapitaal verstrekken aan ondernemers wiens activiteiten in overwegende mate betrekking hebben op:

- a. Landbouw, visserij en aquacultuur, met uitzondering van toelevering en dienstverlening;
- b. Onroerend goed voor zover de activiteiten gericht zijn op het behalen van resultaten door waardestijging van onroerend goed zonder dat er sprake is van significante waardetoevoeging door eigen productieve activiteiten;
- c. De financiële sector voor zover de ondernemer het bank-, verzekerings- of beleggingsbedrijf uitoefent, of een participatiemaatschappij heeft;
- d. De gezondheidszorg, voor zover de onderneming een aanbieder is.

## 2.4 Dutch Venture Initiative

### 2.4.1 Aanleiding en achtergronden

Het vergroten van de beschikbaarheid en de toegankelijkheid van risicokapitaal voor het innovatieve en snelgroeiende mkb is een belangrijk doel van het kabinet. Het Dutch Venture Initiative (DVI) is een Fund of Funds dat investeert in venture capitalfondsen die weer in snelgroeiende innovatieve ondernemingen investeren.<sup>50</sup> DVI is een samenwerking van het ministerie van EZK met de regionale ontwikkelingsmaatschappij Oost NL en het Europees Investeringsfonds (EIF). Het DVI betreft, anders dan de Seed Capital regeling en de Groeifaciliteit, geen ministeriële regeling. Het DVI werkt wel net als de Seed Capital regeling via marktpartijen maar zit in een latere fase van de onderneming.

Het DVI is opgericht om de beschikbaarheid van en de toegang tot risicokapitaal voor het snelgroeiende en innovatieve mkb te vergroten. Fondsen hadden moeite om voor deze groep van bedrijven investeerders te vinden. De zogenaamde "first closing" (het krijgen van de eerste benodigde committeringen van investeerders voor een nieuwe fonds) kwam hierdoor niet of zeer moeizaam tot stand. Hierdoor wordt de toegang tot risicokapitaal niet alleen voor startende, maar ook voor innovatieve en snelgroeiende ondernemingen schaars en lastig. Daarom was het nodig om ook in de doorgroefase, de latere fase, een interventie te doen in de risicokapitaalmarkt. Ook de 'Expertgroep bedrijfsfinanciering' gaf aan dat met name de beschikbaarheid van durfkapitaal voor ondernemingen in een later stadium van ontwikkeling een aandachtspunt is. De financiële crisis heeft de omstandigheden waaronder durfkapitaal fondsen tot stand moeten komen nog meer verslechterd. Er werd daarom geadviseerd om de mogelijkheid te onderzoeken tot oprichting van een dakfonds (fonds van fondsen) dat geld steekt in andere durfkapitaalfondsen die investeren in ondernemingen in een later stadium van ontwikkeling. Dit kan ervoor zorgen dat er een verbeterde exit mogelijkheid ontstaat voor vroege stadia investeringen waardoor dergelijke investeringen worden aangejaagd.<sup>51</sup>

<sup>49</sup> Deze regeling is versoepeld, voor 2009 luidde deze: "De verstrekking van het risicokapitaal dient niet ter vervanging van eerder aan de MKB-ondernemer verschaft krediet of kapitaal." <http://wetten.overheid.nl/BWBR0020560/2006-11-25>

<sup>50</sup> Brief regering (2016); Uitwerking Aanvullend Actieplan Mkb-financiering, KST32637270

<sup>51</sup> Advies van de expertgroep bedrijfsfinanciering (2011). Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis.

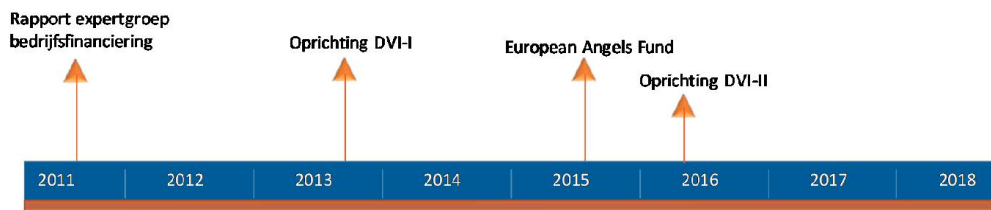
Het Dutch Venture Initiative werd in 2013 opgericht en is een samenwerking van het ministerie van EZK met PPM Oost (nu Oost NL) en het Europees Investeringsfonds (EIF). Het Europees Investeringsfonds is een gespecialiseerde verstrekker van risicokapitaal ten behoeve van het mkb in heel Europa. Het ontwikkelt financiële producten en biedt deze aan intermediairs (zoals banken, garantie- en leasebedrijven, microkredietverstrekkers en private equity-fondsen) met als doel het verbeteren van de toegang van mkb'ers tot financiering.<sup>52</sup>

Er zijn op dit moment twee DVI-fondsen: DVI-I en DVI-II. Het DVI-II werd op 18 april 2016 opgericht en met het Aanvullend Actieplan MKB-financiering werd nog eens €100 miljoen extra beschikbaar gesteld. DVI-II heeft dezelfde doelstelling en structuur als DVI-I. Voor DVI-I zijn de middelen afkomstig van het Rijk €130 miljoen, het Europees Investeringsfonds (EIF) €67,5 miljoen en de Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM) €5 miljoen. In totaal is er hiermee een investeringsfonds opgezet van € 202,5 miljoen. Het DVI-I heeft eind 2017 geld gecommiteerd aan 14 venture capitalfondsen. Deze fondsen hebben gezamenlijk een investeringscapaciteit van €1,6 miljard. Voor DVI-II zijn de middelen afkomstig van het Rijk €100 miljoen en het EIF € 100 miljoen.

Het DVI werd nog niet eerder geëvalueerd.

## 2.4.2 Belangrijkste wijzigingen

Het Dutch Venture Initiative werd in 2013 opgericht. Hieronder worden de belangrijkste ontwikkelingen sindsdien toegelicht.



Figuur 10: Tijdlijn DVI.

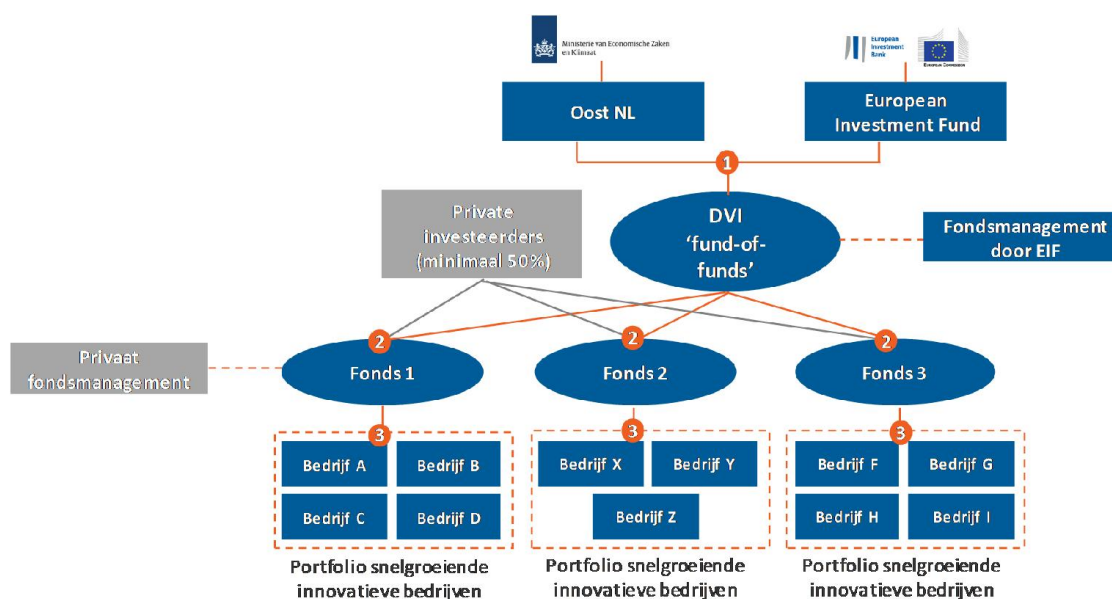
- De belangrijkste wijziging rondom het Dutch Venture Initiative betreft het oprichten van een tweede fonds in april 2016 naar aanleiding van het Aanvullend Actieplan MKB-financiering.
- In september 2015 werd het European Angels Fund (EAF) Netherlands opgericht, een initiatief van €45 miljoen (€30 miljoen van EZ en €15 miljoen van EIF) gefinancierd uit het DVI-I. Het EAF ondersteunt informele investeerders die vanuit een bescheiden fonds (minimaal een kwart miljoen euro) vroege investeringen doen in jonge bedrijven. 70% van de investeringen uit EAF dient ten goede te komen aan Nederlandse bedrijven. EAF 'matcht' iedere investering in een start-up met de helft van het totale investeringsbedrag totdat het fonds volledig is gevuld. Alleen investeerders die hun sporen al verdiend hebben maken kans op een bijdrage.
- In 2017 wordt aangekondigd dat het aandeelhouderschap van het ministerie van EZK in de twee fondsen van het DVI wordt overgebracht van Oost-NL naar Invest-NL.<sup>53</sup> Dit betreft beheer en uitoefening van aandeelhouderschappen namens het Rijk, de advisering over de inzet van DVI zit bij het EIF.

## 2.4.3 Werkwijze

DVI is bedoeld om innovatieve bedrijven die snel groeien (scale-ups) betere toegang tot risicokapitaal te geven. DVI bestaat uit twee zogenaamde dakfondsen (fonds van fondsen); de twee DVI-fondsen investeren in private venture capital fondsen die vervolgens in snelgroeiende innovatieve ondernemingen investeren. DVI investeert vaak als eerste in een fonds waarna private investeerders ook instappen.

<sup>52</sup> EIF Working Papers on The European venture capital landscape: an EIF perspective : Volume I "The impact of EIF on the Venture Capital ecosystem" (2016); Volume IV "The value of innovation for EIF-backed startups" (2017)

<sup>53</sup> Ministerie van EZK (2017). De oprichting van een Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling: Invest-NL.



Figuur 11: Structuur DVI.

### Governance DVI

DVI is een privaatrechtelijke entiteit die tot doel heeft om marktconform te investeren in risicokapitaalfondsen voor innovatieve ondernemingen. Oost NL is namens het ministerie van EZK verantwoordelijk voor het beheer en de uitoefening van het aandeelhouderschap. Het EIF investeert voor een derde mee in DVI. Bij DVI-II investeert EIF evenveel als de Nederlandse overheid, namelijk ieder €100 miljoen. EIF adviseert bij DVI-I en DVI-II over de selectie en beoordeling van de fondsen. EIF ontvangt als programmamanager van DVI een beheersvergoeding van 0,75% van de fondsomvang. De beheersvergoeding van EIF wordt naar rato gedragen door de investeerders in DVI.<sup>54</sup>

### Investeren in fondsen

DVI is een dakfonds en investeert in venture capitalfondsen. Zij investeren vervolgens in snelgroeiende innovatieve ondernemingen. DVI beoogt daarmee een vliegwieleffect op gang te brengen door als eerste in deze fondsen in te stappen en daarmee ook private investeerders aan te trekken: crowding-in van private financiering. Hiermee wordt een minimale fondsgrootte bereikt om te kunnen starten. Het streven is dat minimaal twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Het DVI participeert enkel in fondsen waarin private beleggers voor minimaal 50% meefinancieren (hefboom 2). DVI-I en DVI-II nemen daarmee altijd een minderheidsbelang in een investeringsfonds. Het tweede uitgangspunt is dat de bedrijven die gefinancierd worden door de later stage venture capitalfondsen met dit extra participatie-kapitaal ook in staat zijn nieuw vreemd vermogen aan te trekken waarmee een tweede vliegwielt wordt gecreëerd.

EIF adviseert DVI en DVI-II bij de selectie en beoordeling van de fondsen. Voor DVI-II geeft het EIF aan op zoek te zijn naar gekwalificeerde en geloofwaardige partners met ruime ervaring in durfkapitaal. Fondsen komen in aanmerking voor DVI-II's financiële middelen als het fonds voldoet aan onder andere de volgende criteria:

- Een beleggingsstrategie sterk gericht op Nederland. Fondsen dienen in het voorstel te schetsen en uit te leggen hoe het voorstel in het huidige concurrerende risicokapitaallandschap zou passen, op welke sector

<sup>54</sup> Beantwoording vragen over Dutch Venture Initiative (2017).

<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/10/25/beantwoording-kamervragen-over-dutch-venture-initiative>

en in welke fase het fonds zich richt en hoe de know-how van het team aansluit bij de beleggingsstrategie van het fonds;

- Een evenwichtig team, met teamleden die elkaar aanvullen op het gebied van vaardigheden en ervaring, met een bewezen vermogen om samen te werken. Ook net startende teams komen in sommige gevallen in aanmerking;
- Er moet voldoende ervaring worden aangetoond op het gebied van gerichte investeringen: eerdere investeringsuccessen en -faillissementen worden zorgvuldig geanalyseerd om inzicht te krijgen in de investeringscapaciteiten van het team;
- Het fonds dient in staat te zijn zijn private financiering aan te trekken van andere investeerders, bijvoorbeeld pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen of fondsen-van-fondsen, waardoor het vereiste investeringskapitaal ten minste wordt verdubbeld;
- De omvang van het fonds moet commercieel levensvatbaar zijn om de stabiliteit van het team en de investeringscapaciteit van het fonds te waarborgen;
- De juridische en fiscale structuur van het fonds moet duidelijk en transparant zijn met hoge standaarden en voorwaarden;
- Stakeholders in een fonds hebben hun belangen op elkaar afgestemd.

Indien het beleggingsvoorstel voldoet aan de hierboven vermelde criteria, moet het fonds een aantal aanvullende screenings doorstaan voordat een volledig due diligence proces wordt gestart. Uit bovenstaande blijkt dat de fondsen waarin DVI participeert niet alleen in Nederland hoeven te investeren. Wel moet er een focus op Nederland zijn en is het streven dat minimaal twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Fondsen met een focus op bedrijven in de technologie, zorginnovatie, duurzame energie en lifesciences, hebben een streepje voor bij de toekenning van gelden uit het DVI.

### **Beheer fondsen**

De door DVI-I en DVI-II geselecteerde fondsen (op advies van EIF) worden net als de Seedfondsen door private managers beheerd. De fondsen bepalen zelf in welke ondernemingen zij investeren. Wel mogen deze ondernemingen ook actief zijn in het buitenland. Er is wel afgesproken dat het streven is dat minimaal twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Dit heet het "Netherlands crowding in effect".

## **2.5 Korte blik op vergelijkbare instrumenten in het buitenland**

Om de situatie in Nederland in perspectief te kunnen plaatsen, wordt in deze paragraaf eerst kort ingegaan op internationale ontwikkelingen rondom de markt voor risicokapitaal en risicokapitaalinstrumenten. Vervolgens wordt per regeling kort geïnventariseerd welke vergelijkbare instrumenten er in het buitenland bestaan.

### **2.5.1 De markt voor risicokapitaal in Europa**

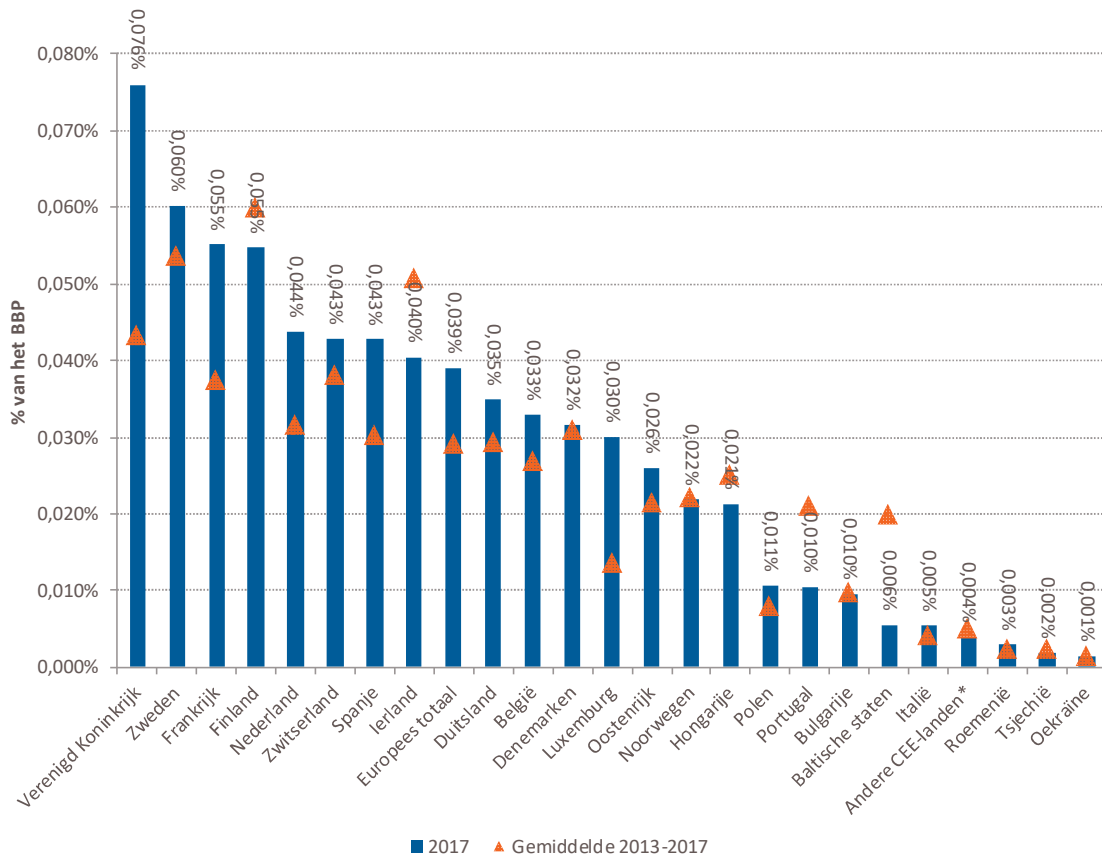
Het OESO-Eurostat Entrepreneurship Indicators Programme (EIP) registreert data over de risicokapitaal markt van OESO-landen. Het blijkt echter problematisch om de data die OESO gebruikt over Europa te vergelijken met landen buiten Europa in verband met methodologische beperkingen. De data over de risicokapitaalmarkt in de VS is namelijk afkomstig van Pitchbook, data over Europa is afkomstig van Invest Europa (in Nederland NVP). Zo blijkt dat Pitchbook investeringen telt die volgens Invest Europe niet kwalificeren als risicokapitaal (bijvoorbeeld corporate en andere co-investeringen en kapitaal opgehaald op de openbare kapitaalmarkt) of die niet als gerealiseerde investeringen worden geteld (bijv. investeringsrondes die zijn aangekondigd onder voorbehoud van het halen van bepaalde milestones, maar die nog niet gerealiseerd zijn). Daarnaast dekt Pitchbook de kleine investeringen minder goed. Ter illustratie, Pitchbook rapporteert €16,9 miljard aan VC investeringen in 2017 voor Europa in 3.306 bedrijven<sup>55</sup> en Invest Europe €6,4 miljard in 3.800 bedrijven<sup>56</sup>.

<sup>55</sup> Pitchbook (2017). Annual European venture report.

<sup>56</sup> Invest Europa (2017). European private Equity Activity 2017.

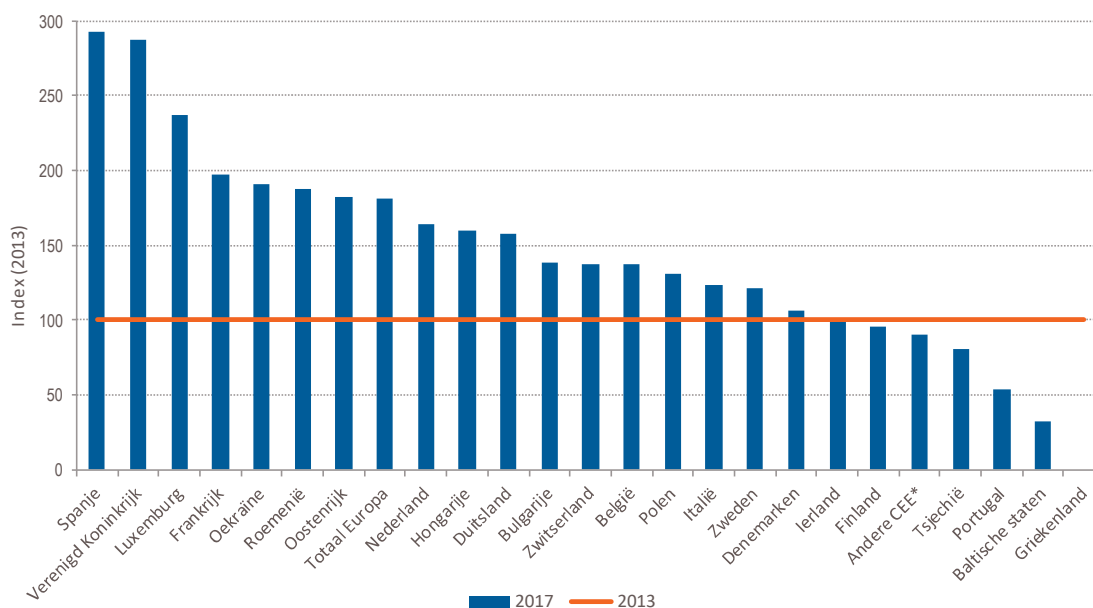
Landen binnen Europa worden meer in detail vergeleken met behulp van de dataset van Invest Europa. Daarnaast worden op hoofdlijnen de verschillen tussen de VS en Europa weergegeven met behulp van data van Pitchbook.

De European Data Cooperative (EDC) is een gezamenlijk initiatief van Invest Europe en haar nationale partners (in Nederland de NVP) om in heel Europa activiteiten te verzamelen op het gebied van risicokapitaal. Uit deze data blijkt dat in de meeste Europese landen durfkapitaal een zeer klein percentage van het BBP vormt, vaak minder dan 0,05% (zie onderstaand figuur).



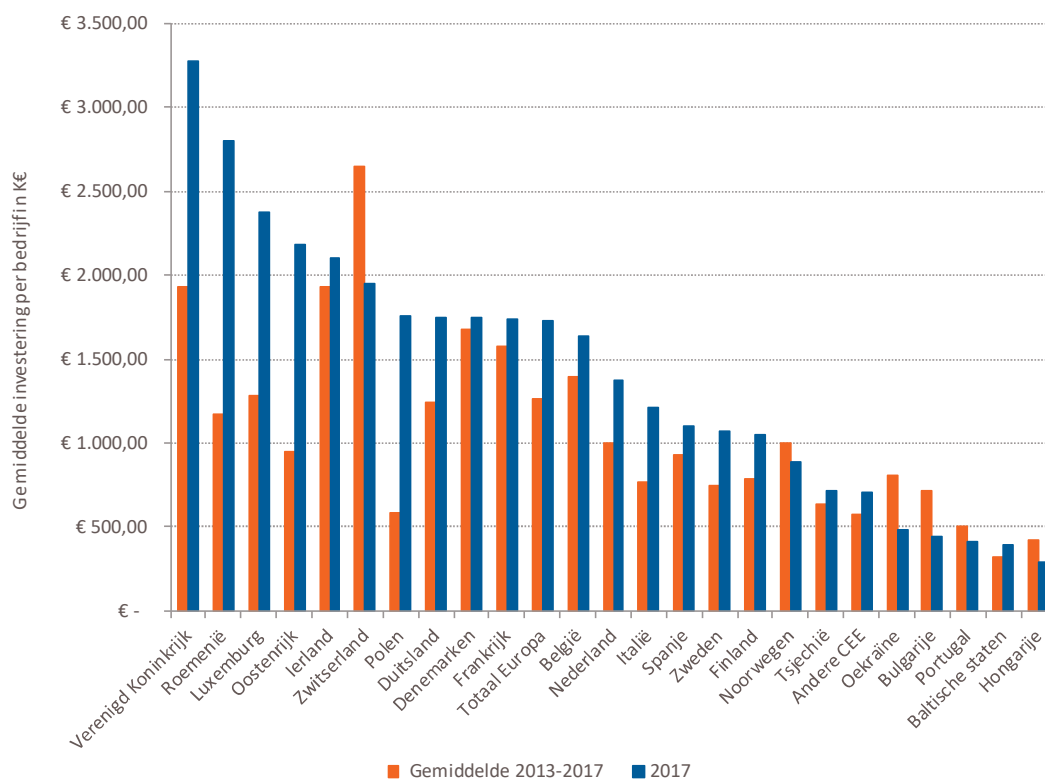
Figuur 12: Risicokapitaal investeringen als percentage van het BBP. Bron: European Data Cooperative. \*Andere CEE (Central Eastern Europe) betreffen Bosnië en Herzegovina, Kroatië, Macedonië, Moldavië, Montenegro, Servië, Slovenië en Slowakije.

Tussen 2013 en 2017 is de omvang van de durfkapitaalinvesteringen in de meeste landen flink gestegen (zie Figuur 13). In Nederland zijn de durfkapitaalinvesteringen in 2017 met 64% gestegen ten opzichte van 2013.



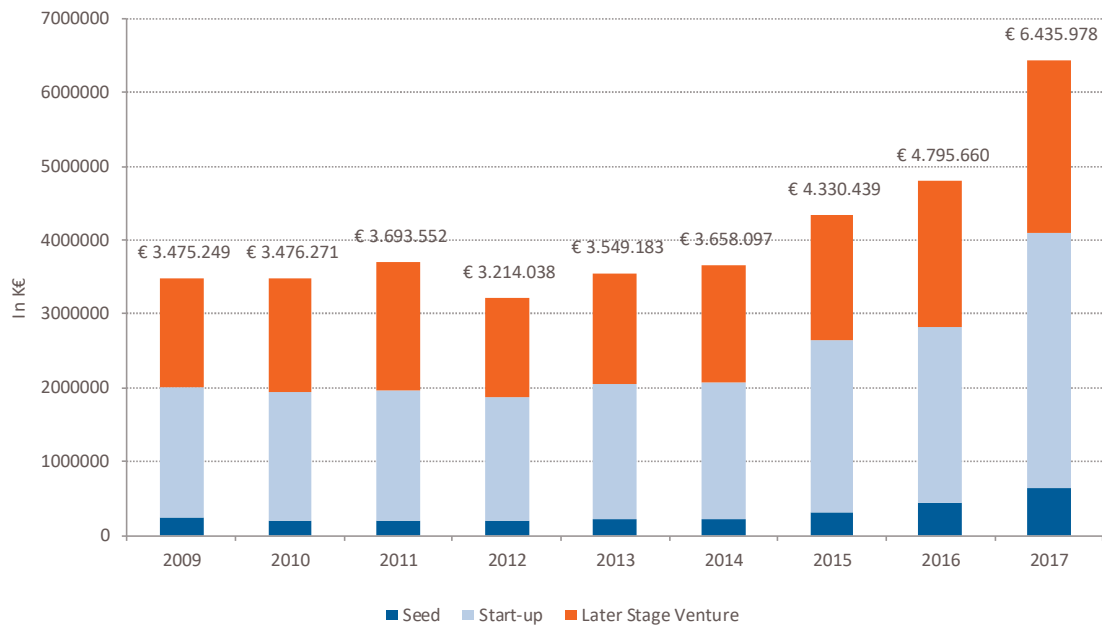
Figuur 13: Trends in risicokapitaal investeringen (geïndexeerd in 2013). Bron: European Data Cooperative. \*Andere CEE (Central Eastern Europe) betreffen Bosnië en Herzegovina, Kroatië, Macedonië, Moldavië, Montenegro, Servië, Slovenië en Slowakije.

In 2017 varieerde de gemiddelde investering per bedrijf in de vier belangrijkste economieën van de eurozone, Frankrijk, Duitsland, Italië en Spanje, van één tot twee miljoen euro (zie Figuur 14). In Nederland bedroeg de gemiddelde investering per bedrijf €1,4 miljoen.



Figuur 14: Gemiddelde risicokapitaal investering per bedrijf in €. Bron: European Data Cooperative. Gemiddelde risicokapitaal investering per bedrijf in €. Bron: European Data Cooperative.

Bedrijven in de start-up en vroege fase worden het vaakst met risicokapitaal ondersteund (zie de figuur hieronder).



Figuur 15: Verdeling met risicokapitaal ondersteunde bedrijven naar fase(2009-2017). Bron: European Data Cooperative.

In vergelijking met de VS worden in Europa veel minder grote investeringen gedaan. Zo bedroeg de dealwaarde van venture capital in 2017 in de VS volgens cijfers van Pitchbook €72 miljard met 8.815 gesloten deals<sup>57</sup>, in Europa was dit €19 miljard met 4.369 gesloten deals<sup>58</sup>. Gemeten naar geïnvesteerde bedragen zijn durfkapitalisten uit de Verenigde Staten de grootste investeerders in Nederland, met €248 miljoen representeren zij 25% van de totale investeringen in Nederland in 2013-2014.<sup>59</sup> Ondanks het potentieel van 510 miljoen klanten op de interne markt hebben Europese startende ondernemingen het moeilijk om even snel te groeien als hun Amerikaanse concurrenten. De beschikbaarheid van durfkapitaal (risicokapitaal) is een belangrijke katalysator. In dit opzicht loopt Europa echter achter: de Europese durfkapitaalsector is kleiner, minder aantrekkelijk voor investeerders en er bestaan nog steeds veel belemmeringen voor grensoverschrijdende investeringen. Een andere mogelijke verklaring is dat Amerikaanse durfinvesteerders meer gewend zijn om met grotere risico's om te gaan ('ze worden niet meteen zenuwachtig als een debiteur een keer te laat is met betalen, maar kijken naar de gehele portefeuille').<sup>60</sup>

Als reactie op de lage investeringsniveaus in Europa heeft de Europese Commissie in 2014 het investeringsplan voor Europa gelanceerd (**InvestEU-Programma**). De nadruk van dit plan ligt op het wegnemen van belemmeringen voor investeringen en het creëren van banen, groei en innovatie in Europa. Het InvestEU-programma brengt de vele EU-financieringsinstrumenten die momenteel beschikbaar zijn samen.

<sup>57</sup> [https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2Q\\_2018\\_PitchBook\\_NVCA\\_Venture\\_Monitor.pdf](https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2Q_2018_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf)

<sup>58</sup> PitchBook 3Q 2018 European Venture Report.

<sup>59</sup> CPB Notitie (2015). Financiering van start-ups en venture capitals.

<sup>60</sup> Financieel Dagblad (14 augustus 2018). Investeerder KKR helpt Nederlands mkb met kredietfonds van €1 miljard.

## 2.5.2 Schets buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met Seed, GF en DVI

### ***Buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met Seed Capital regeling***

Enkele vergelijkbare buitenlandse initiatieven op het terrein van investeringen in de Seed fase zijn:

- High-tech Gründerfonds (Duitsland) - Het High-Tech Gründerfonds (HTGF) is in 2005 opgezet met als doel het beschikbaar risicokapitaal voor hightech start-ups te vergroten. Het fonds richt zich op jonge hightech bedrijven die zich nog in de startfase bevinden (tot één jaar na oprichting) met een jaaromzet van maximaal €50 miljoen. Het financiert werkkapitaal, d.w.z. kapitaal voor de oprichting en exploitatie van een kleine en innovatieve onderneming, maar geen buy-out, herstructurering of secundaire transacties. De investering van Seed Capital van het HTGF vindt plaats in de vorm van een converteerbare lening van maximaal €0,6 miljoen. Voor vervolginvestering is minstens één bijkomende private investeerder nodig, met wie tot €1,4 miljoen kan worden geïnvesteerd. Het HTGF is opgericht als een publiek-privaat partnerschap met het Bondsministerie van Economische Zaken en Energie, KfW en 17 gevestigde particuliere ondernemingen als aandeelhouders, waaronder BWT, Altana, Braun, BASF, Bosch, Daimler, T-Mobile, Deutsche Post DHL, Evonik, Qiagen, RWE, Tengermann en Zeiss.
- Enterprise Capital Funds (Verenigd Koninkrijk): Het Enterprise Capital Funds (ECF's) programma, dat in 2006 is opgericht, is het belangrijkste programma van de British Business Bank. De British Business Bank heeft diverse programma's voor durfkapitaal die erop gericht zijn de markt voor risicokapitaal te stimuleren door investeringen van de particuliere sector in een eerder stadium aan te moedigen. Het ECF is een programma voor risicokapitaal in de beginfase en is bedoeld om de equity gap aan te pakken. Overheidsfinanciering wordt naast investeringen van de private sector gebruikt om fondsen op te richten die worden beheerd door fondsbeheerders uit de private sector. De overheid verstrekt maximaal tweederde van de financiering (tot £50 miljoen) voor elk ECF-fonds, waaraan ten minste een derde van de investeringen van de particuliere sector is gekoppeld. De fondsen zijn gericht op investeringen tot £5 miljoen in mkb'ers, eerder was dit £2 miljoen. Het ECF-programma is een voortschrijdend programma waarbij elk jaar een klein aantal nieuwe fondsen wordt vastgesteld. Er zijn nu 19 ECF's met een totale investeringscapaciteit van £666 miljoen.  
Naast ECF's is in 2011 het 'Business Angel Co-fund' opgericht om de werking van de markt te verbeteren. Het fonds is een co-investering van de British Business bank en tenminste drie of meer business angels. Het verstrekt financiering tussen £50.000 en £1 miljoen.
- Fonds national d'amorçage (Frankrijk): Het Fund of Funds van Bpifrance (publieke investeringsbank) is gericht op het bevorderen van risicokapitaalinvesteringen in de Seed fase. Tussen de lancering in 2011 en eind 2015 investeerde het fonds €0,4 miljard in 21 verschillende fondsen die samen investeerden in 230 bedrijven in strategische sectoren zoals LSH, IT of hernieuwbare energie. Het fonds heeft een omvang van €0,6 miljoen.

### ***Buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met de Groeifaciliteit***

Voor de evaluatie zijn ook enkele buitenlandse initiatieven op het terrein van investeringen in bedrijven in de groeifase bestudeerd alsook instrumenten die garantstellingen afgeven, bijvoorbeeld:

- InnovFin SME guarantee: De InnovFin SME GF wordt uitgevoerd door het EIF. De regeling dekt een deel van de verliezen van de financiële intermediairs op leningen, leases en garanties tussen de €25.000 en €7,5 miljoen die aan mkb'ers worden verstrekt. Op deze manier maken de EU en het EIF het mogelijk meer schuldfinanciering te verstrekken aan innovatieve mkb'ers (tot 499 werknemers).
- Cultural and Creative Sectors Guarantee Facility (CCS GF): De CCS GF is een Europees garantiefaciliteit in het leven geroepen door de Europese Commissie in samenwerking met het Europees Investeringsfonds. De CCS Guarantee Facility biedt risicobescherming door middel van het bieden van financiële garanties aan financiële intermediairs (banken of investeringsmaatschappijen) en het biedt expertise aan deze financiers over financiële specificaties in de culturele en creatieve sectoren, waar deze regeling specifiek gericht op is.



- COSME - Loan Guarantee Facility (Europees): De Loan Guarantee Facility (LGF) is onderdeel van het COSME-programma (Programme for the Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises). COSME is een initiatief van de Europese Commissie en wordt beheerd door het EIF. De LGF is de opvolger van de MKB-garantiefaciliteit (SMEG), die in de periode 2007-2013 met succes door het EIF is uitgevoerd in het kader van het kaderprogramma voor concurrentievermogen en innovatie (KCI). Het EIF biedt via LGF garanties en contragaranties aan geaccrediteerde financiële intermediairs (bijvoorbeeld garantie-instellingen, banken, leasemaatschappijen) om hen te helpen meer leningen aan het mkb te verstrekken.

#### ***Buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met DVI***

Het Europees Investeringsfonds (EIF) heeft in diverse anderen landen in Europa soortgelijke dakfondsconstructies opgetuigd.<sup>61</sup>

Daarnaast is er het overkoepelende Pan-European Venture Capital Fund(s)-of-Funds programme (VC FoF programme). Dit programma streeft ernaar het Europese equity gap en de fragmentatie van de risicokapitaalmarkt verder aan te pakken en aanvullende private financiering aan te trekken van institutionele beleggers. Het EIF draagt met €300 miljoen voor tenminste 7,5% tot 25% bij aan privaat beheerde pan-Europese fondsen. Elk pan-Europees fonds heeft tenminste een omvang van €500 miljoen. Om in aanmerking te komen moeten fondsen een evenwichtige investeringsstrategie volgen (tenminste 30% in early stage), in tenminste vier lidstaten actief zijn en tenminste 50% private financiering aan weten te trekken.

#### ***Conclusie***

Deze schets van initiatieven in andere landen is nadrukkelijk niet bedoeld om een oordeel te vellen over het stimuleringsbeleid van Nederland ten opzichte van andere Europese landen. Veel landen bieden namelijk naast garantieregelingen en co-investeringsregelingen fiscale faciliteiten aan beleggers, fondsmanagers, startups en andere mkb-bedrijven en hun werknemers. Om een totaaloordeel over het Nederlandse stimuleringsbeleid te vormen dient ook de fiscale stimulering in ogenschouw te worden genomen; dit is echter een hele studie an sich en valt buiten de scope van deze evaluatie.

---

<sup>61</sup> Voor een overzicht zie: [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/resources/index.htm)

## 3 Doelgroepenbereik van Seed, GF en DVI

Dit hoofdstuk behandelt het doelgroepenbereik van de drie regelingen. Doelgroepenbereik betreft voornamelijk beschrijvende statistiek van hoe fondsmanagers en participerende ondernemingen de regelingen door de jaren heen hebben ingezet. Aan de orde komen onder meer de hoeveelheid actieve fondsen, het aantal participaties en de kenmerken van de gesteunde ondernemingen. De drie regelingen worden separaat van elkaar behandeld. De belangrijkste bronnen voor de analyse van het doelgroepenbereik zijn de administratieve data van de uitvoerende organisaties. In het geval van de Seed Capital regeling en de Groeifaciliteit is dat de RVO en voor de DVI-regeling is het de EIF.

### 3.1 Seed Capital Regeling

Bij de bespreking van het doelgroepenbereik van de Seed Capital regeling starten we met een beschrijving van de fondsen. Daarna komen de participerende ondernemingen aan bod. De volgende onderwerpen komen aan de orde: het aantal Seed Capital fondsen, het budget van de fondsen, het aantal investeringen van de fondsen en de verschillende kenmerken van de fondsen. Vervolgens worden de participerende ondernemingen behandeld. Er wordt zowel naar het profiel, de leeftijd en de sectoren van de ondernemingen als naar de omvang van de investeringen gekeken. Ook worden de sectorspecifieke tenders besproken. Tot slot wordt de Seed Capital regeling vergeleken met de totale Seed en Startup markt in Nederland.

#### 3.1.1 Seed Capital fondsen

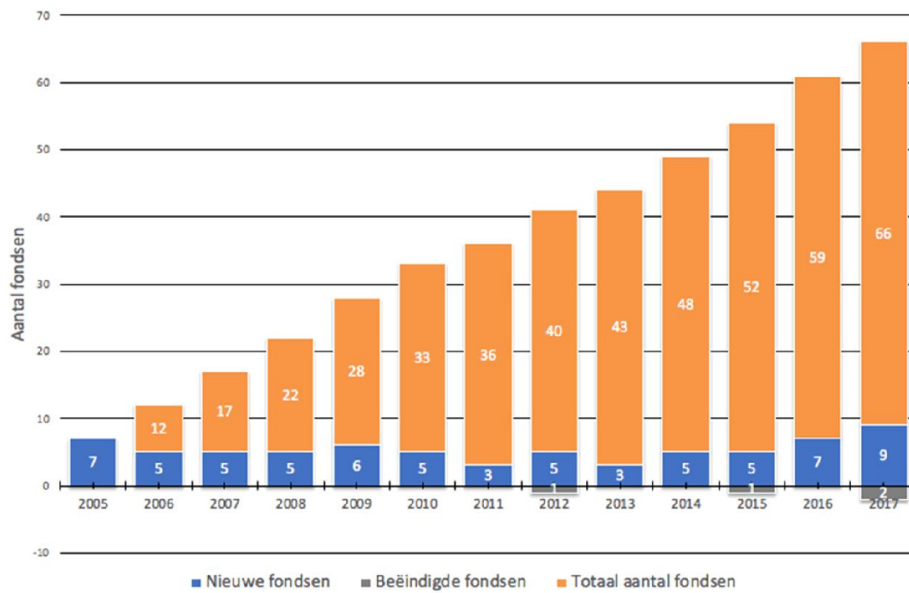
De Seed Capital regeling is een regeling waarbij de overheid private startersfondsen (Seed Capital fondsen) ondersteunt. Het beleidsdoel van de Seed Capital regeling is het verruimen van de beschikbare hoeveelheid risicodragend kapitaal voor technostarters en zo helpen hun ideeën om te zetten in toepasbare producten en/of diensten.

##### **Aantal fondsen**

De Seed Capital regeling is in 2005 van start gegaan. Vanaf de start van de regeling hebben 147 fondsen Seed financiering aangevraagd. Hiervan zijn er 77 (52%) in het proces afgehaakt of afgevallen. Eén van de redenen dat fondsen niet gehonoreerd zijn, komt doordat in de tenderprocedure een selectie wordt toegepast. Alle fondsen die een aanvraag indienen worden gerangschikt. De aanvragen die zijn afgewezen of die niet hoog genoeg in de ranking eindigen, ontvangen geen ondersteuning en worden geregistreerd als een afgevallen fonds. Uit enquêtes onder de fondsmanagers (N=36) komen de volgende redenen naar voren waarom de fondsen afhaken of geen gebruik maken van de Seed Capital regeling: de procedure en vereisten voor investeringen worden als te beperkend ervaren en de structuur van de her- en vervolffinanciering valt lastig te combineren met de regelgeving vanuit de Seed Capital regeling.

Ieder jaar zijn er gemiddeld vijf nieuwe fondsen bijgekomen. Eind 2017 zijn er 66 actieve fondsen en vier beëindigde fondsen. Van de 66 actieve fondsen hebben 63 fondsen tot en met eind 2017 investeringen gedaan.

Van de 66 actieve fondsen zijn 20 fondsen (31,7%) Seed vervolgfondsen die eind 2017 al een investering hebben gedaan. Dat betekent dat deze 20 fondsen onder het beheer vallen van een General Partner die al eerder een Seed Capital fonds heeft beheerd. Uit de enquête (N=36) is gebleken dat 38,9% van de fondsmanagers het Seed Capital fonds het eerste fonds is dat zij beheren. Bij 61,1% van de fondsmanagers is het Seed Capital fonds niet het eerste fonds dat zij beheren. Hierbij hoeft het eerdere fonds geen Seed Capital fonds te zijn.



Figuur 16: Overzicht van aantal en verdeling van de Seed Capital fondsen.

### Budget Seed Capital fondsen

Het totaal beschikbaar gesteld budget vanuit de overheid voor de Seed Capital regeling is tot en met 2017 €306,8 miljoen. Hiervan is al €263,7 miljoen (80,9%) aan diverse fondsen gecommiteerd. Het laagst gecommiteerde bedrag is €0,6 miljoen en het hoogste bedrag is €6 miljoen. Het gemiddelde bedrag is €3,8 miljoen per fonds. Het overgrote deel van de fondsen (59,7%) heeft een bedrag van €4 miljoen toegezegd gekregen.

De Seed Capital fondsen kunnen maximaal 50% van de investeringen financieren met de lening vanuit de Seed Capital regeling. De andere helft van het fondsvermogen dient het fonds uit private middelen te verkrijgen.

Ultimo 2017 is een bedrag van €263,7 miljoen, aan het door de Seed Capital regeling beschikbaar gesteld kapitaal, aan de fondsen gecommiteerd. Het totaal toegezegd fondsvermogen van de fondsen is op datzelfde moment €539,7 miljoen. Dit betekent dat 48,9% verkregen is via de Seed Capital regeling en 51,1% uit private middelen. Deze private middelen zijn afkomstig van diverse kapitaalverschaffers.

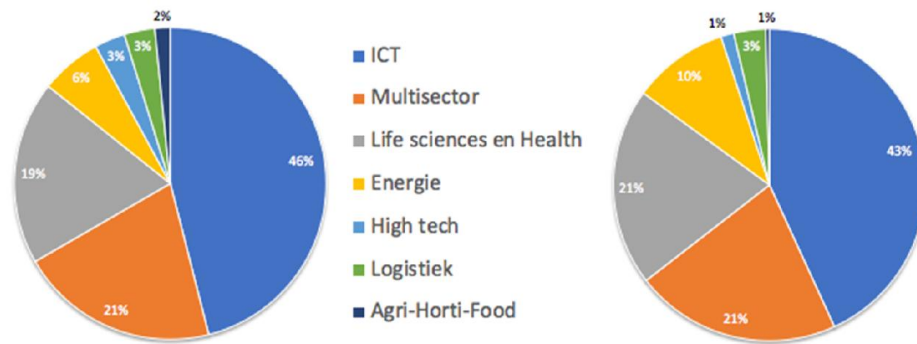
### Investeringen van fondsen

De Seed Capital fondsen hebben ultimo 2017 in totaal in 342 unieke bedrijven geïnvesteerd. Enkele bedrijven hebben meerdere investeringen van verschillende Seed Capital fondsen ontvangen wat resulteert in een totaal van 385 participaties. Het totaal geïnvesteerde bedrag bedraagt ultimo 2017 €279,9 miljoen.

Van het totale budget van de fondsen is eind 2017 nog €243,5 miljoen beschikbaar om te investeren. Wanneer het geïnvesteerde en nog te investeren bedrag van het totale budget af wordt gehaald, blijft er nog een bedrag van €16,4 miljoen over. Dit bedrag betreft kapitaal dat gecommiteerd was aan fondsen die zijn beëindigd zonder dat het gehele fonds op dat moment was geïnvesteerd. Dit bedrag kan uiteindelijk weer worden gecommiteerd aan andere fondsen.

### Kenmerken van fondsen

Ieder Seed Capital fonds heeft een eigen investeringsfocus, namelijk: ICT, Life sciences en Health, Energie, High Tech, Logistiek, Agri-Horti-Food of een combinatie van deze sectoren (multisector). In het volgende figuur staat de verdeling van sectoren waarin de fondsen actief zijn.



Figuur 17: Verdeling van Seedfondsen naar aantal investeringen (links) en omvang investeringsbedrag (rechts).

Uit de bovenstaande figuur blijkt dat de sector ICT het beste vertegenwoordigd is onder de fondsen, zowel qua aantal investeringen als qua investeringsbedrag. Ongeveer een vijfde van de fondsen richt zich niet op één sector, maar op meerdere sectoren.

### 3.1.2 Participerende ondernemingen

De Seed Capital regeling richt zich op Technostarters<sup>62</sup> die moeite hebben om aan risicokapitaal te komen. De primaire beleidsdoelstelling hierbij is het verruimen van de beschikbare hoeveelheid risicodragend kapitaal voor technostarters en zo helpen hun ideeën om te zetten in toepasbare producten of diensten. De Seed Capital fondsen hebben in totaal in 342 unieke ondernemingen geïnvesteerd.

#### Profiel van ondernemingen

Hieronder wordt het profiel van de ondernemingen geschetst op het moment dat ze de investering ontvangen (t=0). Deze tabel is gebaseerd op de CBS-microdata analyse.

Tabel 1: Profiel ondernemingen

	Leeftijd (in maanden)	Werkzame personen	Omzet €	R&D** €	Ontvangen investeringsbedrag €
Seed Capital	21,15* (208)	5,81 (187)	364.765 (214)	108.441 (133)	766.765 (238)
ROM	44,97 (307)	4,58 (273)	371.922 (307)	121.740 (120)	305.538 (307)
Geen ROM	51,28 (93)	9,19 (84)	575.077 (93)	326.548 (55)	1.684.744 (93)

Het getal tussen de haakjes geeft het aantal waarnemingen weer.

\*De gemiddelde leeftijd voor de Seed Capital uit de CBS-microdata (21,15 maanden) is anders dan de gemiddelde leeftijd uit de portfolio data (26 maanden). Dit verschil kan worden verklaard doordat er bij de CBS-microdata slechts 208 observaties zijn van de 342 ondernemingen.

\*\* Gerealiseerde loonkosten voor het verrichten van speur- en ontwikkelingswerk per jaar (WBSO).

De data vanuit de NVP is gebruikt om een vergelijkingsgroep te creëren met investeringen in vergelijkbare bedrijven (bedrijven in de vroege fase/startups), hieruit is een splitsing gemaakt van investeringen van de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM) en privaat (Geen ROM).

Opvallend is dat de Seed Capital fondsen relatief gezien in de jongste ondernemingen investeren. Op het gebied van werkzame personen, omzet en R&D komen de Seed Capital en ROM-bedrijven redelijk overeen. Het

<sup>62</sup> Een rechtspersoon die een onderneming drijft of de start ervan voorbereidt, op basis van een nieuwe technische vinding of een nieuwe toepassing van een bestaande technologie. Het gaat hier om het verkopen en leveren van producten, processen en/of diensten (geen adviezen). Bron: RVO.

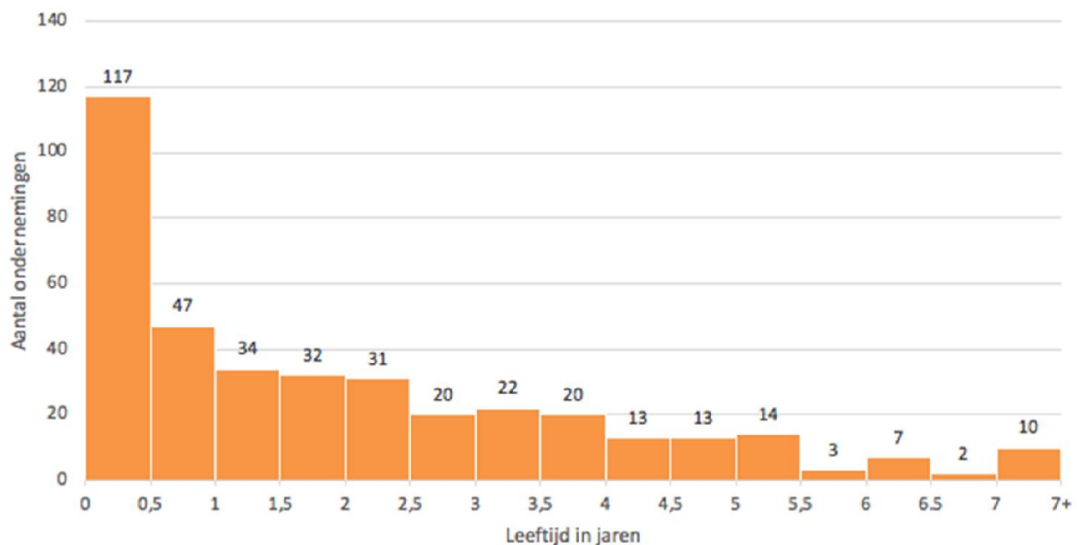
gemiddelde investeringsbedrag dat een onderneming van een Seed Capital fonds ontvangt verschilt wel van een ROM. Het gemiddelde van Seed ligt namelijk ruim twee keer hoger dan van ROM's. De private fondsen investeren in aanzienlijk grotere ondernemingen, het investeringsbedrag is hierbij ook ruim twee keer zo hoog vergeleken met investeringen ontvangen van een Seed Capital fonds.

### Leeftijd van ondernemingen

De doelgroep waar de Seed Capital fondsen in mogen participeren, zijn bedrijven die maximaal zeven jaar commercieel actief zijn. Bij aanvang van de regeling lag deze grens op vijf jaar. Op basis van de CBS-microdata analyse bestaat de potentiële doelgroep in 2016 uit bijna 4.500 bedrijven. Hierbij is de potentiële doelgroep samengesteld uit bedrijven die gebruik maken van de WBSO, die in 2011-2016 zijn opgericht en die niet meer dan 10 werkzame personen hebben. Op deze manier komt niet de hele doelgroep in beeld, aangezien er ook bedrijven zijn die wel in aanmerking komen voor de Seed Capital regeling, maar die geen gebruik maken van de WBSO. Daarentegen zijn er waarschijnlijk nu wel bedrijven meegenomen in de potentiële doelgroep, terwijl zij niet aan de classificatie van technostarter voldoen.

Op basis van de data vanuit het RVO zijn tien bedrijven ouder dan zeven jaar, gebaseerd op de inschrijfdatum van de Kamer van Koophandel. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat de bedrijven pas later commercieel actief zijn geworden.

In onderstaand figuur is de verdeling van de leeftijd van de ondernemingen op het moment dat ze een investering van een Seed Capital fonds ontvangen weergegeven. De gemiddelde leeftijd van een onderneming op het moment dat ze de investering van een Seed Capital fonds ontvangen is 2 jaar en 3 maanden en de mediaan is 1 jaar en 4 maanden (dat wil zeggen: 50% van de gesteunde ondernemingen is jonger dan 1 jaar en 4 maanden; 50% van de ondernemingen is ouder dan 1 jaar en 4 maanden). De leeftijd is in lijn met de doelgroep van de Seed Capital regeling: technostarters.



Figuur 18: Verdeling leeftijd van de portefeuille ondernemingen.

Opvallend is dat 80 bedrijven (20,8%) op het moment van de Seed Capital investering één maand of jonger dan één maand zijn. Hiervan hebben 20 bedrijven (5,2%) eerder een Seed Capital investering ontvangen dan dat ze zich hebben ingeschreven bij de Kamer van Koophandel (de inschrijving bij de KvK vindt normaal gesproken gelijktijdig of kort na de investering plaats). Uit de CBS-microdata analyse is gebleken dat in 37 gevallen er sprake is van eerdere economische activiteit. Hierbij valt te denken aan bijvoorbeeld een dochteronderneming die is opgericht en de Seed Capital investering ontvangt. Door de bedrijven waarbij eerdere economische activiteit is waargenomen, kan het figuur hierboven een iets vertekend beeld weergeven. Er blijft echter nog steeds een grote groep ondernemingen die minder dan een half jaar oud was op het moment van het ontvangen van de Seed Capital investering.

### Sectoren waaronder ondernemingen vallen

De ondernemingen die gebruik hebben gemaakt van de Seed Capital regeling zijn actief in diverse sectoren. De indeling van de sectoren is gebaseerd op de SBI-codes<sup>63</sup> die zijn gekoppeld aan geregistreerde bedrijfsactiviteiten zoals geregistreerd staat bij de Kamer van Koophandel. In onderstaand figuur wordt de verdeling van participaties in de sectoren weergegeven.



Figuur 19: Verdeling sector naar aantal investeringen (links) en omvang investeringsbedrag (rechts).

\* Onder de sector financiële instellingen vallen uitsluitend financiële holdings. De ondernemingen die onder deze holdings vallen behoren tot diverse sectoren, waaronder 50% in informatie en communicatie.

\*\* Onder de categorie overig vallen: winning en distributie van water; afval- en afvalwaterbeheer en sanering, bouwnijverheid, vervoer en opslag, verhuur van roerende goederen en overige zakelijke dienstverlening<sup>64</sup>, onderwijs en gezondheids- en welzijnzorg.

Uit bovenstaand figuur valt te concluderen dat de meeste investeringen plaatsvinden in bedrijven uit de sector informatie en communicatie. Bijna alle investeringen in deze sector gaan naar de subsectoren dienstverlenende activiteiten op het gebied van informatietechnologie en dienstverlenende activiteiten op het gebied van informatie. De hierop volgende categorie qua grootte is industrie. Hierbij valt bijna de helft in de subcategorieën vervaardiging van computer en elektronische en optische apparatuur en vervaardiging van medische instrumenten en hulpmiddelen. Daarna volgt advisering, onderzoek en overige specialistische zakelijke dienstverlening. Hieronder valt voornamelijk spur- en ontwikkelingswerk.

39% van het aantal investeringen is gedaan in de categorie informatie en communicatie, terwijl 32% van het totale investeringsbedrag is geïnvesteerd in deze sector. Dit verschil kan verklaard worden doordat het investeringsbedrag in deze sector lager ligt dan gemiddeld. Voor onder andere de categorieën advisering en financiële instellingen is het omgekeerd: daar is juist het gemiddelde investeringsbedrag hoger dan gemiddeld. Maar over het algemeen zijn geen extreme verschillen waar te nemen.

Uit de CBS-microdata analyse blijkt dat de bedrijven met een investering vanuit de ROM's met name actief zijn in de sector advisering, onderzoek en overige zakelijke dienstverlening (25,6%), informatie en communicatie (23%) en industrie (16,8%). Deze drie sectoren zijn ook de grootste sectoren bij Seed Capital, maar wel in een andere volgorde. Daarentegen hebben de ROM's 15,2% van de totale investeringen geïnvesteerd in bedrijven die zich focussen op groot- en detailhandel, terwijl bij Seed 2,9% van de totale investeringen in deze sector heeft geïnvesteerd.

In de private sector gaat 59,1% van alle investeringen naar de sector advisering, onderzoek en overige zakelijke dienstverlening, 10,4% naar Informatie en communicatie en 9,8% naar Industrie. Deze top 3 komt overeen met

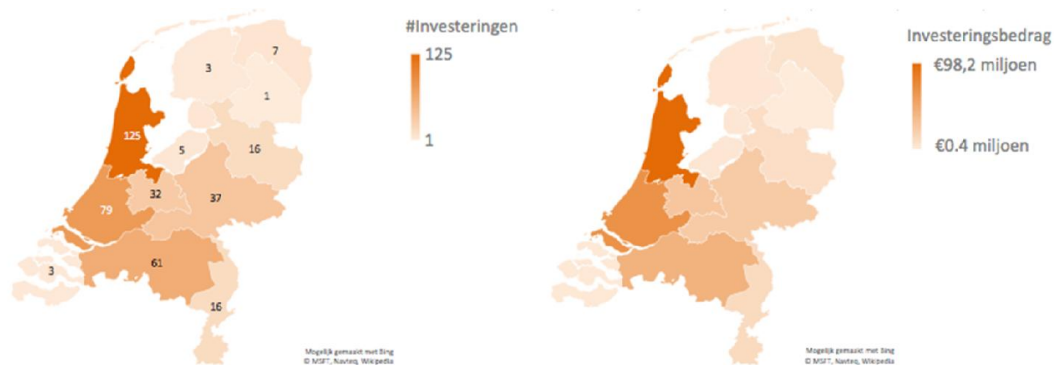
<sup>63</sup> De Standaard Bedrijfsindeling (SBI) is een hiërarchische indeling van economische activiteiten die het CBS onder meer gebruikt om bedrijfseenheden in te delen naar hun hoofdactiviteit. Bron: CBS.

<sup>64</sup> Lease van niet-financiële immateriële activa, beveiliging en opsporing of verhuur en lease van overige machines en werktuigen en van overige goederen (geen automaten).

bovengenoemde. Wat wel opvalt, is dat de sector advisering, onderzoek en overige zakelijke dienstverlening aanzienlijk groter is dan de andere sectoren.

### Vestigingsplaats ondernemingen

Alle ondernemingen die een investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen, zijn gevestigd in Nederland. In onderstaand figuur is de verdeling naar het aantal investeringen en naar investeringsbedrag weergegeven.

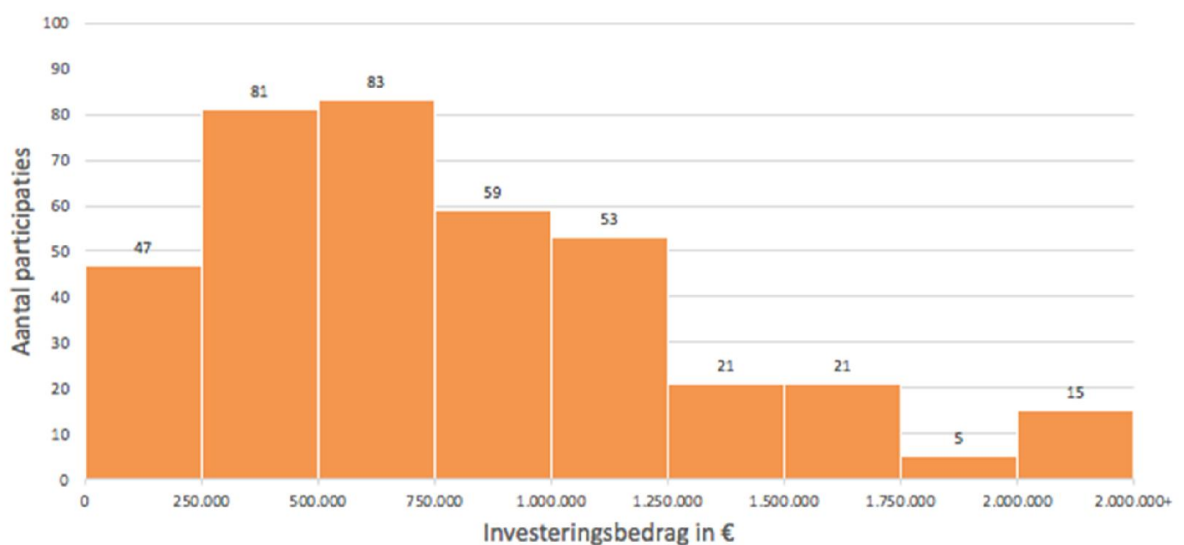


Figuur 20: Verdeling naar aantal investeringen (links) en omvang investeringsbedrag (rechts).

De provincie die de meeste investeringen ontvangt van Seed Capital is Noord-Holland met 32,5% van alle investeringen en 32,6% van het totale investeringsbedrag. Daarna volgen Zuid-Holland en Noord-Brabant met respectievelijk 20,5% en 15,8% van het totale aantal investeringen. Er zijn geen grote verschillen waargenomen tussen de verdeling van het aantal investeringen en de verdeling van het investeringsbedrag. Wanneer deze verdeling wordt vergeleken met de investeringen van private investeerders dan wordt eenzelfde verdeling waargenomen. Wanneer de investeringen worden vergeleken met de controlegroep van de ROM valt het op dat een aantal provincies waarin door private en Seed Capital fondsen weinig wordt geïnvesteerd een actieve ROM hebben, namelijk: Gelderland (35%), Limburg (17%) en Flevoland (9%). Dit heeft te maken met het feit dat ROMs andere doelstellingen hebben dan de Seed Capital regeling en private fondsen.

### Omvang investeringen

In onderstaand figuur is de verdeling van de omvang van de investeringen die de Seed Capital fondsen hebben gedaan weergegeven.



Figuur 21: Verdeling omvang van de investeringen van Seed Capital fondsen.

Het gemiddelde investeringsbedrag per participatie bedraagt €0,78 miljoen en de mediaan is €0,7 miljoen. Het kleinste participatiebedrag is €0,1 miljoen en het grootste participatiebedrag is €3 miljoen. De gemiddelde investeringsbedragen verschillen ook per sector. Zo is het gemiddelde investeringsbedrag voor de sector Advisering, onderzoek en overige zakelijke dienstverlening €0,96 miljoen, voor Industrie €0,75 miljoen en voor Informatie en communicatie €0,7 miljoen.

Een andere eis van de regeling is dat het gemiddelde participatiebedrag van de fondsen niet hoger mag liggen dan €1,2 miljoen (dit geldt door fondsen gestart vanaf 2014. Voor oudere fondsen bedraagt het maximale gemiddelde investeringsbedrag €0,8 miljoen). Dit is niet bij alle fondsen het geval. Zeven van de fondsen overschrijden het gemiddelde van €1,2 miljoen. Bij deze overschrijdingen is het grootste gemiddelde participatiebedrag €2 miljoen (een overschrijding van 66,7%). Hierbij gaat het echter wel om een fonds dat nog maar 1 investering heeft gedaan. De andere overschrijdingen bevinden zich tussen 7,2% en 48,1%, maar ook hier zijn nog relatief weinig investeringen gedaan, namelijk tussen de 1 en 6 investeringen. Deze getallen kunnen echter nog veranderen, aangezien de RVO het gemiddelde investeringsbedrag pas aan het einde van de investeringsperiode berekent.

### **Exits en faillissementen**

In de eerste 4 jaar van de regeling (2005-2008) zijn er geen exits geweest. Uit de onderstaande tabel blijkt dat over de loop van de regeling het aantal exits toeneemt, vooral in de laatste jaren. Dat volgt logischerwijs uit het gestegen aantal participaties uit het vroege uur. Ondanks het groeiende aantal participaties blijft het aantal faillissementen op jaarbasis relatief laag, alleen in 2012 was er een piek waar te nemen.

Tabel 2: Overzicht van faillissementen en exits.

Jaar	Beëindigde participaties	Failliete participaties	Verkochte participaties
2009	7 (7)	3 (3)	4 (4)
2010	2 (1)	2 (1)	0 (0)
2011	3 (3)	3 (3)	0 (0)
2012	24 (19)	13 (11)	11 (8)
2013	5 (5)	2 (2)	3 (3)
2014	20 (19)	7 (6)	13 (13)
2015	23 (21)	10 (9)	13 (12)
2016	19 (14)	6 (4)	13 (10)
2017	25 (25)	7 (7)	18 (18)
Totaal	128 (114)	53 (46)	75 (68)

Het getal tussen de haakjes geeft het aantal unieke bedrijven aan horende bij het aantal participaties.

### **Sectorspecifieke tenders**

Sectorspecifieke tenders bieden mogelijkheid om vanuit de overheid in samenwerking met private investeerders bepaalde sectoren meer en beter te steunen. Fondsmanagers (N=6) geven aan dat deze sectorspecifieke tenders voort moeten komen vanuit een behoefte in de markt (zoals nieuwe onderwerpen als kunstmatige intelligentie) en niet vanuit de gedachte om andere departementen aan te laten haken bij het EZK-beleid.



Om een extra boost te geven aan impactvolle startups in de topsectoren Life Sciences & Health en Agri & Food heeft RVO in 2016 en 2017 twee sectorspecifieke tenders uitgezet. Hiervoor kunnen fondsen een aanvraag indienen en maken zij kans op een bijdrage vanuit de Seed Capital regeling.

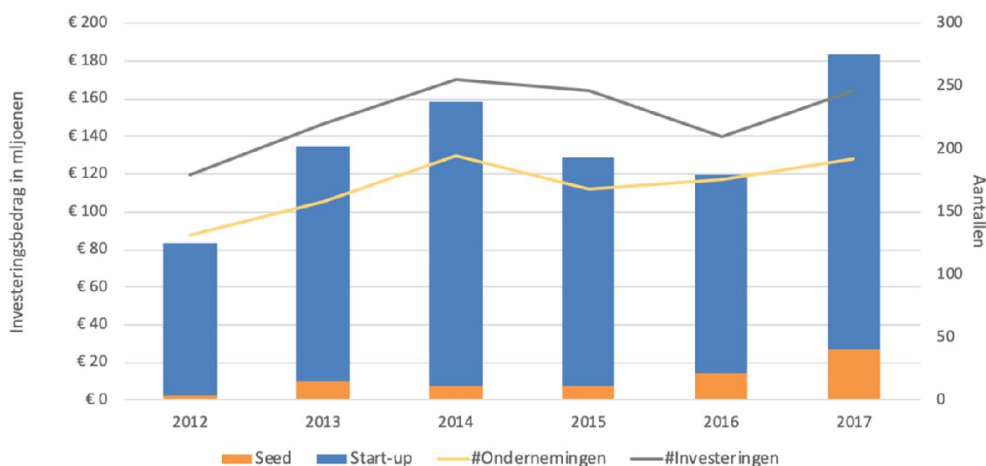
Eén van deze tenders was gericht op de agri-horti-food-tech sector met een subsidieplafond van €6 miljoen. Deze tender was bedoeld voor ondernemingen die producten, processen of diensten verkopen en leveren die zijn gebaseerd op een nieuwe technische of creatieve vinding of toepassing van bestaande technologie onderscheidenlijk van een bestaande creatieve vinding voornamelijk op het gebied van hightech, inclusief ICT, met betrekking tot agrifood, tuinbouw of uitgangsmateriaal<sup>65</sup>. Drie fondsen hebben een aanvraag gedaan voor deze tender, waarvan vanuit de Seed Capital regeling aan twee fondsen €6 miljoen is gecommitteerd. Toen volgens de adviescommissie bleek dat twee aanvragers een dusdanig goed voorstel hadden gedaan, is op advies van de commissie door de minister besloten om het plafond voor de openstelling van de module agri-horti-food-tech met terugwerkende kracht te verhogen naar €12 miljoen.

De andere tender was de eHealth tender, deze is bedoeld voor het gebruik van (nieuwe) ICT, met name internettechnologie, om gezondheid en gezondheidszorg te ondersteunen of te verbeteren<sup>66</sup>. Er zijn twee rondes geweest voor deze tender, waarbij in totaal 6 fondsen een aanvraag hebben ingediend. Voor de eerste ronde was er een budget van €6 miljoen, hiervan is slechts €0,77 miljoen gecommitteerd. Tijdens de eerste tender werd duidelijk dat de definitie van eHealth te smal was om een heel investeringsfonds op te richten. Daarom is er bij de nieuwe tender voor gekozen om deze open te stellen voor startersfondsen die minimaal 50% van het investeringsbudget gebruiken voor het verkrijgen van participaties in eHealth technostarters. Hiermee ligt de focus nog wel op eHealth technostarters, maar kunnen de fondsen zelf kiezen in welke technostarters zij de overige 50% van het investeringsbudget investeren om zo tot een optimale investeringsportefeuille te komen. Voor de tweede ronde was er een budget van €12 miljoen, het gehele bedrag is gecommitteerd aan drie verschillende fondsen met een uitbreiding van €3,15 miljoen die beschikbaar is gesteld vanuit het generieke budget.

Dankzij deze tenders is een extra bedrag van €24,8 miljoen vanuit de Seed Capital regeling beschikbaar gesteld. Dit bedrag is verdubbeld met private investeringen tot €49,6 miljoen. Dit betekent dat er een investeringskapitaal van €49,6 miljoen beschikbaar is gekomen binnen fondsen in de topsectoren Life Sciences & Health en Agri & Food.

### 3.1.3 Totale Seed en Startup markt in Nederland

Om een beeld te krijgen van wat het aandeel van Seed Capital fondsen in de Nederlandse markt is, is in onderstaand figuur de totale Seed en Startup markt in Nederland voor de jaren 2012-2017 in beeld gebracht. Latere fase venture capital investeringen zijn dus buiten beschouwing gebleven. Dit figuur is gebaseerd op NVP-data<sup>67</sup>.



<sup>65</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2016-43207.html>

<sup>66</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2017-49441.html>

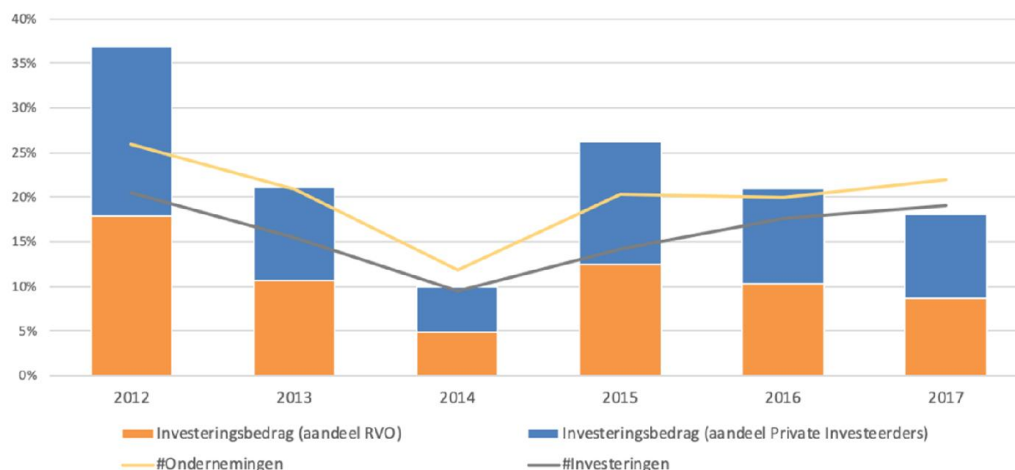
<sup>67</sup> Geographic split of investments by individual country- VC by stage and Growth

Figuur 22: Totale Seed en Startup markt in Nederland.

De NVP houdt de volgende definities aan<sup>68</sup>:

- Seedfinanciering/-kapitaal: financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat de startup-fase wordt bereikt.
- Startfinanciering/-kapitaal: financiering voor productontwikkeling en initiële marketingactiviteiten van beginnende ondernemingen.

In onderstaand figuur zijn de Seed Capital fondsen vergeleken met de totale Nederlandse markt van Seed en Startup. Hier is afgebeeld wat het percentage van Seed Capital is ten opzichte van de totale markt met betrekking tot investeringsbedrag, aantal investeringen en aantal ondernemingen.



Figuur 23: Seed Capital fondsen in de totale Seed en Startup markt in Nederland.

Het valt op dat Seed Capital fondsen een relatief hoog percentage van het investeringsbedrag beslaan. Er is een daling te zien in 2014, zowel qua investeringsbedrag als qua aantal ondernemingen en investeringen. Vanaf 2015 neemt het aandeel van Seed Capital investeringen weer toe.

## 3.2 Groeifaciliteit

In deze paragraaf wordt het doelgroepenbereik van de Groeifaciliteit beschreven, te starten met de geaccrediteerde geldverstrekkers: de financiers. Eerst wordt besproken waarom financiers wel of geen gebruik maken van de Groeifaciliteit en hoe vaak financiers gebruik maken van de regeling. Daarna worden de garantie aanvragen van de financiers behandeld. Tot slot worden de ondernemingen die onder de garantstelling van de Groeifaciliteit vallen besproken.

### 3.2.1 Financiers

Uit 2017 zijn er 67 geldverstrekkers met een accreditatie van de Groeifaciliteit. Er zijn twee types geldverstrekkers met accreditaties, namelijk: kredietinstellingen en participatiemaatschappijen, waaronder regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's). ROM's zijn participatiemaatschappijen die in samenwerking met de (provinciale) overheid zijn opgezet. Tot kredietinstellingen behoren spaar- en hypotheekbanken met een DNB-vergunning of met een vergelijkbare vergunning uit een ander EU-lidstaat. Onder participatiemaatschappijen vallen vennootschappen die zijn ingericht naar Nederlands recht of naar het recht van een andere EU-lidstaat. Informal investors kunnen ook als een participatiemaatschappij worden beschouwd, mits zij op structurele wijze risicokapitaal verstrekken en hiertoe een vennootschap met een afgescheiden vermogen hebben opgericht. Op basis van diverse gesprekken en het aantal accreditatieaanvragen voor de Groeifaciliteit kan gesteld worden dat

<sup>68</sup> Bron: <http://www.nvp.nl/pagina/woordenlijst>

de regeling voldoende bekend is bij banken en participatiemaatschappijen. Al komt wel bij het interview met leden van de Adviescommissie Regeling Groeifaciliteit en de Adviescommissie Toekenning Groeifaciliteit het beeld naar voren dat kredietinstellingen en participatiemaatschappijen geen hoge prioriteit geven aan de regeling.

Naast de 67 financiers met een accreditatie zijn er negen financiers waarvan de accreditatie al is beëindigd. Er zijn geen beëindigingen geweest op initiatief van RVO. De reden van beëindiging is dat ze of zijn overgenomen door een bank of dat ze zijn opgehouden met bestaan. Van alle geaccrediteerde geldverstrekkers hebben er slechts 35 minstens één keer gebruik gemaakt van de Groeifaciliteit. Dit betekent dat 32 financiers die een accreditatie hebben van de Groeifaciliteit hier geen gebruik van maken.

Van de vier ROM's die een accreditatie hebben, maken drie (75%) daadwerkelijk gebruik van de Groeifaciliteit en van de vijf banken met een accreditatie maken er vier (80%) gebruik van de Groeifaciliteit. Van de 58 geaccrediteerde participatiemaatschappijen maken er 28 (48,3%) gebruik van de Groeifaciliteit.

Van de 35 financiers is de top drie die het meest gebruik maakt van de Groeifaciliteit verantwoordelijk voor 36% van alle verstrekte garanties. De top vijf is verantwoordelijk voor iets meer dan de helft van alle verstrekte garanties. En 75% van alle garanties worden door de 11 financiers die het meest gebruik maken van de regeling verstrekt. Dit betekent dus dat het overgrote deel van alle garanties wordt verstrekt door een relatief kleine groep financiers.

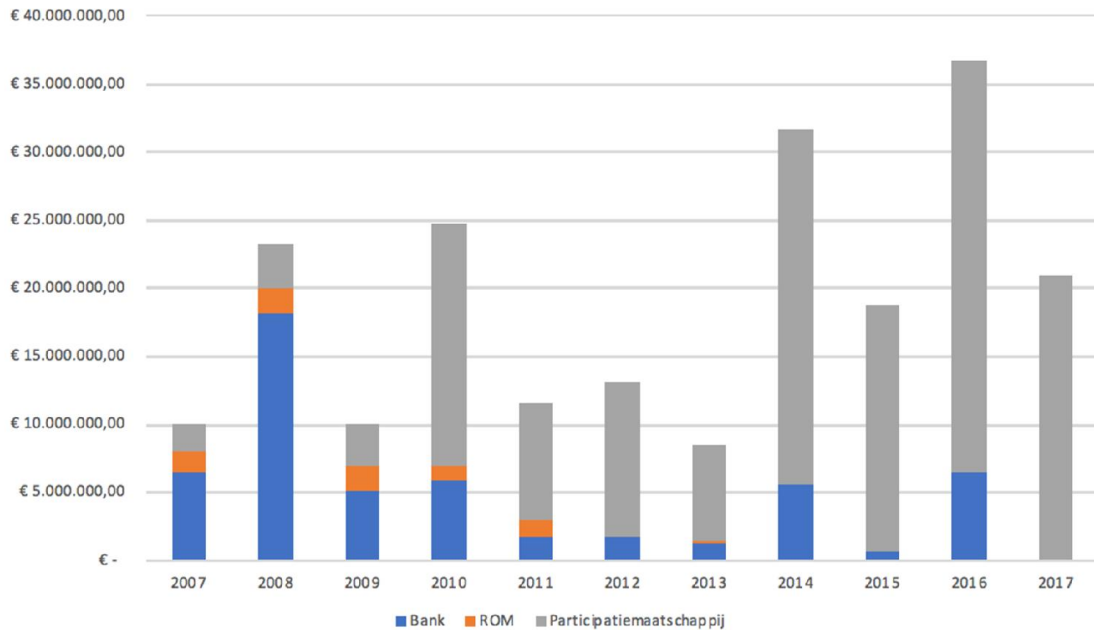
### **Garanties**

Ultimo 2017 zijn er 391 aanvragen voor een garantie geweest, waarvan er 262 (67%) zijn gefiatteerd en 129 (33%) niet. Als een aanvraag is gefiatteerd, betekent dit dat de aanvraag is gehonoreerd/goedgekeurd. Van de 262 gefiatteerde garanties zijn er uiteindelijk 67 garanties (25,6%) geannuleerd met een waarde van €82,8 miljoen. In veel van de gevallen is de garantieaanvraag ingetrokken door de financier, na geïnformeerd te hebben bij RVO of de aanvraag binnen de regels van de Groeifaciliteit zou gaan passen. RVO geeft aan dat andere redenen voor annulering het niet doorgaan van de deal zijn of het terugtrekken van de financier in de financiering. In het totaalbedrag van €82,8 miljoen van de annuleringen gaat het om fatteringen die in het geheel niet tot een contractering hebben geleid én fatteringen die maar ten dele tot een garantie hebben geleid.

De 35 actieve geldverstrekkers hebben in totaal 216 garanties verstrekt aan 170 unieke bedrijven. Van de 216 contracteringen hebben er 21 (9,7%) een verhoogd risicoprofiel. Indien er sprake is van een verhoogd risicoprofiel kan de RVO een hogere provisie vaststellen die vast staat gedurende de looptijd.

De overheid heeft ultimo 2017 een bedrag van €209,2 miljoen aan garanties verstrekt. Een deel van de garanties is beëindigd, de garantstellingsperiode is bijvoorbeeld afgelopen of er is een verliesdeclaratie uitgekeerd, waardoor de uitstaande garantiestand eind 2017 €100,4 miljoen is. De te verstrekken garantie is altijd 50% van het financieringsbedrag dat onder garantie wordt gebracht. Het kan wel voorkomen dat er meer financiering wordt verstrekt voor de desbetreffende ondernemingen, maar dat daar geen garantie voor wordt aangevraagd.

De omvang van deze garanties ziet er als volgt uit:



Figuur 24: Verdeling borgstelling bedrag van gecontracteerde garanties.

Deze verdeling is gebaseerd op het jaar van contractering. Uit bovenstaand figuur valt op te maken dat vooral banken en ROM's in het begin gebruik maakten van de Groeifaciliteit. Vanaf 2010 zorgen de participatiemaatschappijen voor meer dan de helft van het totale borgstelling bedrag per jaar. Eén van de redenen waarom banken de Groeifaciliteit minder zijn gaan gebruiken, is dat in 2010 voor hen de GO-regeling is opengesteld waarbij zij minder risicovolle financieringen (en grotere) financieringen onder garantie konden brengen. Het gemiddelde borgstelling bedrag per garantie voor banken is €0,91 miljoen. Voor participatiemaatschappijen is dit €1,2 miljoen en voor de ROM's is het €0,21 miljoen. Het is goed te verklaren dat de participatiemaatschappijen het hoogst gemiddelde borgstelling bedrag hebben; aangezien participatiemaatschappijen een garantie tot een maximum van €12,5 miljoen mogen aanvragen, terwijl het maximum van de garantie voor banken €2,5 miljoen is.

Vanaf 2010 hebben 11 (5,1%) garanties betrekking gehad op niet-MKB ondernemingen. Voor 2010 waren garanties aan grote ondernemingen niet toegestaan. Deze 11 garanties hebben een gezamenlijke waarde van €63,8 miljoen (30,5%). Dit houdt in dat het gemiddelde investeringsbedrag per niet-MKB onderneming vele malen hoger ligt dan het gemiddelde investeringsbedrag voor MKB ondernemingen. Dit volgt logischerwijs uit het feit dat de niet-MKB bedrijven groter zijn dan MKB-bedrijven qua omzet en aantal werknemers en/of qua jaarlijks balanstotaal.

### 3.2.2 Participerende ondernemingen

Naast de financiers richt de Groeifaciliteit zich op de participerende ondernemingen. De doelgroep van de Groeifaciliteit zijn ondernemingen met voldoende continuïteits- en rentabiliteitsperspectief. De onderneming moet op zichzelf economisch gezond zijn en ook de verwachting moet gerechtvaardigd zijn dat deze in de toekomst gezond blijft. RVO meet dit door te kijken naar de integrale garantieaanvraag/het business plan. Ter indicatie kijkt RVO of de betreffende onderneming in de prognose op korte termijn (circa een jaar) na het moment van investeren zicht heeft op een positieve cashflow. Verliesfinanciering en startup financiering komen niet in aanmerking voor de Groeifaciliteit. Daarnaast zijn een aantal sectoren uitgesloten, namelijk: primaire agrarische sector, onroerend goed beleggers, gezondheidszorg en de financiële sector.

Ondernemingen kennen de regeling vaak niet, maar dit is ook minder relevant, aangezien zij niet de directe gebruiker van de regeling zijn. In de regeling staat dat de financier kenbaar moet maken aan de onderneming dat de Groeifaciliteit is ingezet. De onderneming moet namelijk meewerken op het moment dat RVO om informatie vraagt. Daarom is aannemelijk dat bedrijven die een financiering met Groeifaciliteit hebben aangetrokken de regeling kennen. Al zal de onderneming gedurende de looptijd van de garantie weinig met de Groeifaciliteit in

aanraking komen. Wanneer een onderneming is gefinancierd waarbij een garantie van de Groeifaciliteit is ingezet, kan het beeld ontstaan dat de ondernemer niet op eigen benen kan staan. Dit zorgt voor belemmeringen bij communicatiedoelinden.

### Sectoren ondernemingen

De ondernemingen die gebruik maken van de Groeifaciliteit zijn actief in diverse sectoren. De indeling van deze sectoren is gebaseerd op de SBI-code die is gekoppeld aan bedrijfsactiviteiten zoals geregistreerd bij de Kamer van Koophandel. Het overzicht van de verschillende sectoren waar de ondernemingen actief zijn staat in onderstaand figuur.



Figuur 25: Verdeling naar aantal investeringen (links) en investeringsbedrag (rechts).

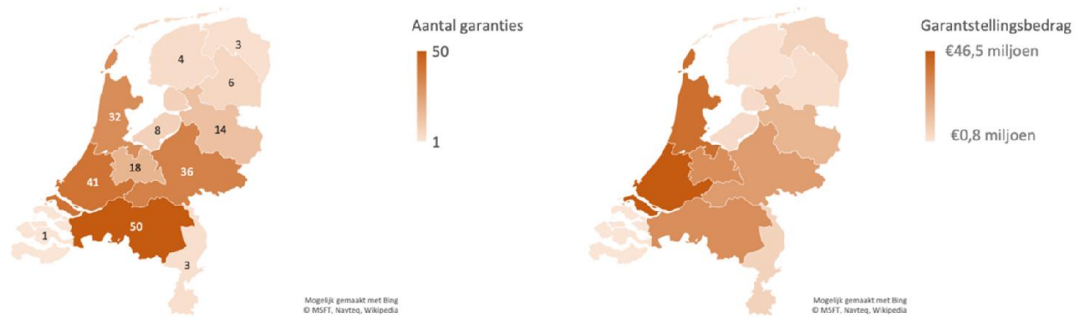
\*Onder de categorie overig vallen: Productie en distributie van en handel in elektriciteit, aardgas, stoom en gekoelde lucht, bouwnijverheid, verhuur van en handel in onroerend goed, onderwijs, gezondheids- en welzijnszorg, cultuur, sport en recreatie en overige dienstverlening.

De drie grootste sectoren zijn industrie, groot- en detailhandel en advisering, onderzoek en overige zakelijke dienstverlening, zowel qua aantal investeringen als investeringsbedrag. Wat opvalt is dat 2% van het aantal investeringen naar de sector logies, maaltijd- en drankverstreking gaat, hoewel 9% van het totale investeringsbedrag naar deze sector gaat. Het investeringsbedrag voor deze sector ligt dus ver boven het gemiddelde investeringsbedrag. Dit komt mede door 1 garantie die een waarde had van ruim €12 miljoen. Het omgekeerde geldt voor de sector vervoer en opslag. Hier is het percentage van het investeringsbedrag (15%) een stuk lager dan het percentage van het aantal investeringen (23%).

De financiële sector is uitgesloten van de Groeifaciliteit. Er gaat wel 8% van het aantal investeringen naar deze sector. Dit is deels te verklaren door het feit dat de meeste ondernemingen die in de financiële sector vallen holdings zijn. Er zijn drie ondernemingen die volgens de SBI-code classificatie een beleggingsinstelling zijn. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat deze drie ondernemingen een dochter of een bestuurder van een onderneming zijn die geen financiële instelling is.

### Vestigingsplaats ondernemingen

Alle ondernemingen die gefinancierd worden door een financier die gebruik maakt van de garantstelling van de Groeifaciliteit zijn gevestigd in Nederland. In onderstaand figuur is een verdeling aangegeven van het aantal garanties en het totale garantbedrag per provincie.



Figuur 26: Geografische verdeling naar aantal investeringen (links) en investeringsbedrag (rechts).

De vijf grootste provincies met betrekking tot aantal garanties, in volgorde van meeste garanties, zijn Noord-Brabant, Zuid-Holland, Gelderland, Noord-Holland en Utrecht. Als dit wordt vergeleken met het garantstelling bedrag per provincie, is te zien dat de vijf grootste naar aantallen ook de vijf grootste naar garantstelling bedrag zijn, hoewel in een andere volgorde. De top 5 naar garantstelling bedrag, in volgorde van grootste bedrag, is namelijk Zuid-Holland (€46,5 miljoen), Noord-Holland (€39,5 miljoen), Noord-Brabant (€29,4 miljoen), Utrecht (€29,1 miljoen) en Gelderland (€24,7 miljoen).

### 3.3 DVI

Het Dutch Venture Initiative (DVI) werd in 2013 opgericht in samenwerking met het ministerie van EZK, PPM Oost en EIF. DVI is een Fund of Funds dat investeert in venture capital fondsen die weer in snelgroeiende innovatieve ondernemingen investeren. Er zijn op dit moment twee DVI fondsen, DVI-I en DVI-II. Het tweede fonds is opgericht in 2016.

Bij de bespreking van het doelgroepenbereik van het DVI I & II komen de volgende onderwerpen aan de orde: het kapitaal van de fondsen, waaronder de verdeling 'drawn amount' en 'undrawn amount', de geografische verdeling van de investeringen van de diverse fondsen. Daarnaast wordt de hefboom vermeld, waarbij duidelijk wordt hoe vaak het aandeel vanuit DVI terugkomt in Nederland. Tenslotte worden de kenmerken van ondernemingen in de portefeuille van DVI fondsen besproken zoals de leeftijd van de ondernemingen op het moment van investering en de sector waarin ze actief zijn.

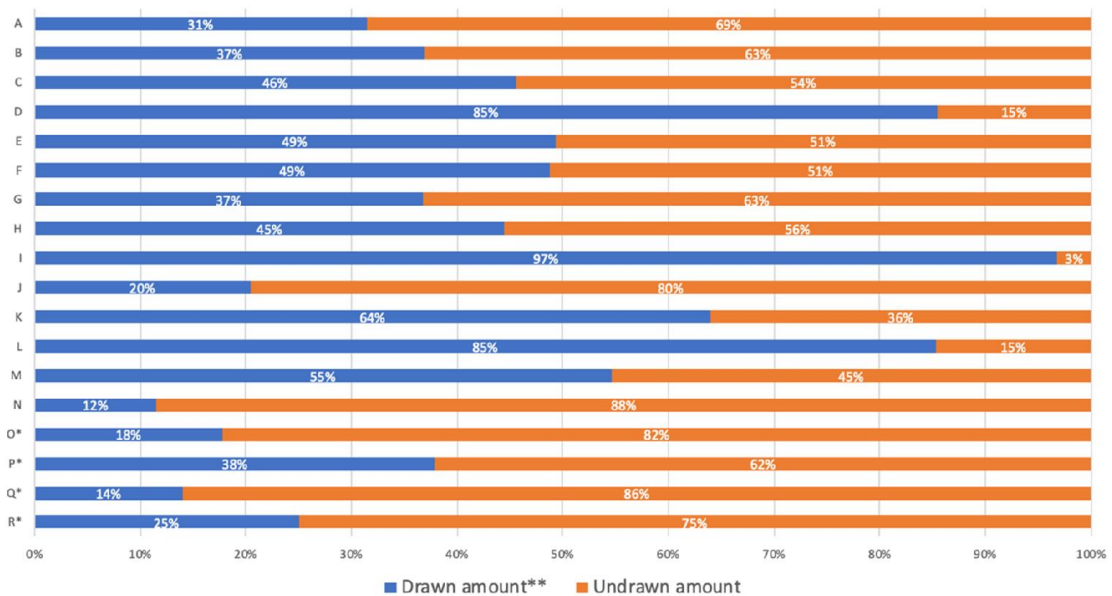
#### 3.3.1 DVI-fondsen

##### **Kapitaal DVI-fondsen**

De totale omvang van het DVI-I fonds bedraagt €202,5 miljoen. Hiervan is eind 2017 een bedrag van €193 miljoen (95,5%) gecommitteerd aan 14 verschillende fondsen. Van deze 14 fondsen zijn er ultimo 2017 al drie buiten hun investeringsperiode. Het budget van DVI-II is €200 miljoen. Hiervan is eind 2017 een bedrag van €60,5 miljoen (30,3%) gecommitteerd aan vier verschillende fondsen. Aangezien DVI-II pas in 2016 is gestart is er nog geen fonds buiten de investeringsperiode. Het totaal gecommitteerde bedrag vanuit DVI-I en DVI-II komt dus uit op een totaal van €253,5 miljoen.

De gecommitteerde bedragen aan fondsen liggen voor DVI-I tussen de €5 miljoen en €20 miljoen, met uitzondering van EAF Netherlands, het dochterfonds van EIF. EAF heeft namelijk €45 miljoen gecommitteerd gekregen. EAF Netherlands faciliteert Business Angels en andere niet-institutionele beleggers om in innovatieve bedrijven te financieren in de vorm van co-investeringen. Voor DVI-II liggen de gecommitteerde bedragen tussen €12,5 miljoen en €20 miljoen.

Hieronder is de procentuele verdeling weergegeven van het gecommitteerde bedrag vanuit DVI per investeringsfonds naar 'drawn amount' en 'undrawn amount' ultimo 2017.



Figuur 27: Verdeling van het gecommiteerde bedrag vanuit DVI naar 'drawn amount' en 'undrawn amount'.

\*De fondsen O,P,Q en R zijn fondsen uit DVI-II.

\*\* Onder 'drawn amount' vallen ook kosten die gemaakt zijn om het fonds te beheren.

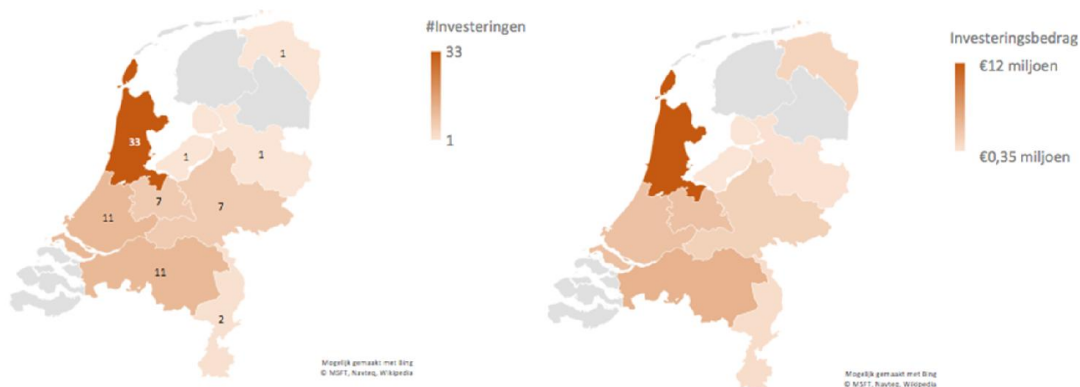
Ultimo 2017 is er van het totaal gecommiteerde bedrag van DVI-I en DVI-II reeds een bedrag van €72,6 miljoen (28,6%) geïnvesteerd. Hiervan komt €62,3 miljoen (85,8%) van fondsen die gebruik maken van DVI-I en €10,3 miljoen (14,2%) van DVI-II.

Het merendeel van de fondsen heeft minder dan de helft van het gecommiteerde bedrag vanuit DVI-I en II geïnvesteerd. Wat ook opvalt is dat hoewel drie fondsen al buiten hun investeringsperiode zitten, er geen drie fondsen zijn die voor 100% het kapitaal hebben geïnvesteerd. Het kapitaal van deze fondsen dat nog niet geïnvesteerd is, kan nog geïnvesteerd worden in fondsen die al in hun portefeuille zitten. De fondsen onder DVI-II hebben procentueel weinig geïnvesteerd. Dat is te verklaren met het feit dat de faciliteit nog relatief jong is. Er zijn twee fondsen die een vervolg fonds hebben die zowel actief zijn in DVI-I als in DVI-II. Eén van die twee fondsen, heeft twee investeringsrondes in DVI-I. Het andere fonds heeft één fonds in DVI-I en één in DVI-II.

### Heatmaps DVI-fondsen

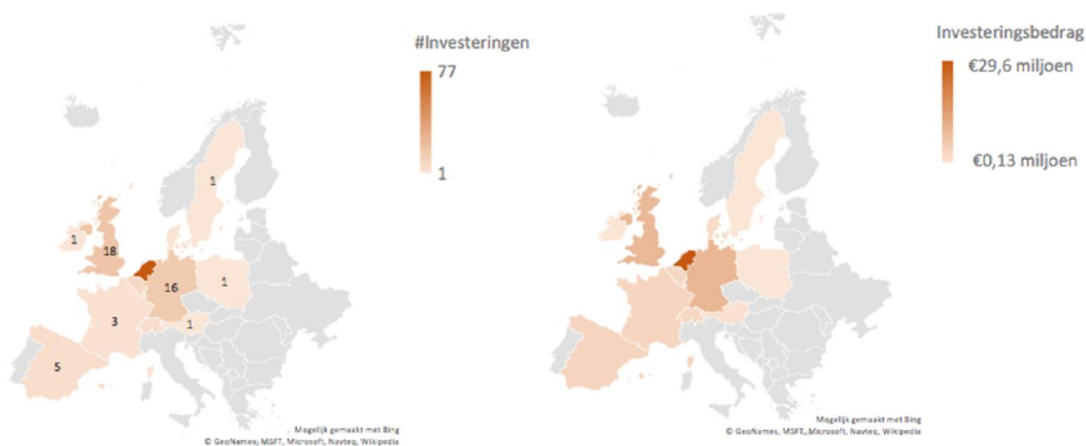
EIF adviseert DVI-I en DVI-II bij de selectie van fondsen. Fondsen komen in aanmerking voor DVI's financiële middelen als het onder andere voldoet aan een beleggingsstrategie die sterk gericht is op Nederland.

Van het totaal aantal investeringen wordt 48,4% in Nederlandse ondernemingen geïnvesteerd, van het totaal aantal investeringen in Nederland gaat het grootste deel (39,2%) naar de regio Amsterdam. Qua investeringsbedrag gaat 40,8% van het totale investeringsbedrag naar Nederland. Van het totale investeringsbedrag wat in Nederland wordt geïnvesteerd, gaat 34,5% naar de regio Amsterdam. Het gemiddelde investeringsbedrag ligt bij bedrijven in Nederland dus lager dan bij bedrijven buiten Nederland.



Figuur 28: Verdeling in Nederland naar aantal investeringen (links) en naar investeringsbedrag (rechts)

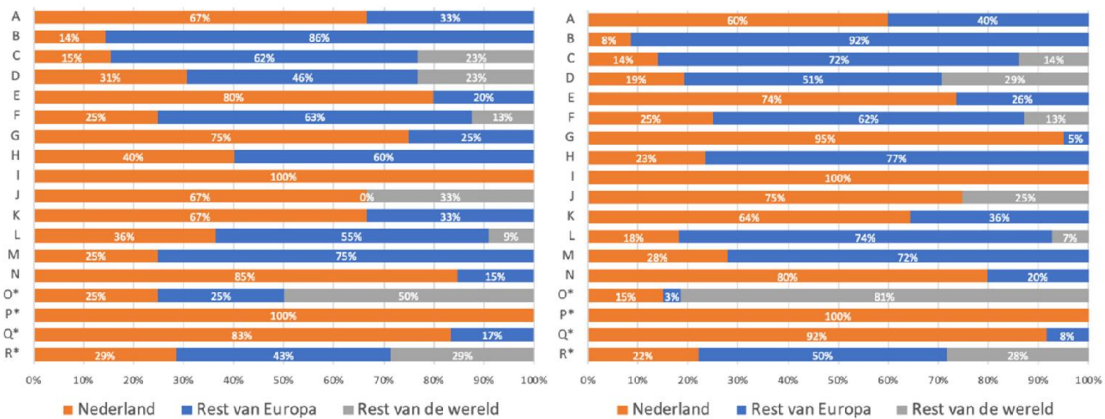
De meeste fondsen met inbreng van DVI investeren niet alleen in Nederland, maar ook in het buitenland. Een fonds kijkt namelijk niet (enkel) naar de locatie, maar vooral naar andere kwalitatieve beoordelingscriteria. Na Nederland wordt het meeste kapitaal vanuit DVI fondsen geïnvesteerd in Duitsland (13,7%), het Verenigd Koninkrijk (13,1%) en de Verenigde Staten (5,8%). In onderstaand figuur worden het aantal investeringen en de hoogte van het totale investeringsbedrag weergegeven per land binnen Europa. Hiernaast hebben er ook een aantal investeringen plaatsgevonden in bedrijven buiten Europa, namelijk 1 investering in Australië, 1 in Israël, 1 in Singapore, 1 in Indonesië, 2 in Canada en 8 in de Verenigde Staten. Deze investeringen hebben een gezamenlijke waarde van €6,5 miljoen (8,9%).



Figuur 29: : Verdeling in Europa naar aantal investeringen (links) en naar investeringsbedrag (rechts)

De verdelingen van de investeringen per land lopen erg uiteen per fonds. Zo zijn er fondsen die enkel in Nederlandse bedrijven investeren en zo zijn er fondsen die met name in bedrijven buiten Nederland investeren. De verdeling per fonds ziet er als volgt uit:





Figuur 30: Verdeling naar aantal investeringen (links) en investeringsbedrag (rechts)

\*De fondsen O,P,Q en R vallen onder DVI-II.

Zoals te zien is in het figuur schommelt het percentage van aantal investeringen wat fondsen in Nederland investeren tussen de 14% en 100%. Het gemiddelde aantal investeringen in Nederland is 54% van de totale investeringen, met betrekking tot het investeringsbedrag is het gemiddelde 51%. Het laagste percentage van de fondsen wat in Nederland heeft geïnvesteerd, is 8% van de totale investeringen. Hierbij is het belangrijk dat deze percentages nog kunnen veranderen, aangezien niet alle fondsen al buiten hun investeringsperiode zijn. Vanwege het feit dat EIF adviseert over te selecteren fondsen die een beleggingsstrategie hebben die sterk gericht is op Nederland is het opmerkelijk te noemen dat er fondsen zijn die minder dan 25% in Nederland investeren. De 3 fondsen die buiten hun investeringsperiode zijn, hebben allemaal meer dan 25% van alle investeringen geïnvesteerd in Nederland. Als we naar het percentage van het investeringsbedrag kijken dan heeft 1 fonds minder dan 25% en twee fondsen meer dan 25% van het totale investeringsbedrag geïnvesteerd in Nederland.

### Hefboom

De hefboom is een getal dat aangeeft hoeveel van het geïnvesteerde bedrag uiteindelijk weer terug komt in Nederland. Het streven van DVI is dat minimaal twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Dit wil zeggen dat de hefboom minimaal op 2 uit moet komen.

De hefboom wordt als volgt berekend:

$$\text{Nederlandse "crowding-in" effect: } \frac{\text{Totale investeringsbedrag in Nederland door DVI fonds}}{\text{Aandeel EZK in DVI fonds}^{69} * \text{'Drawdowns' door DVI fonds}}$$

Het totale investeringsbedrag in Nederlandse bedrijven door fondsen die gebruik hebben gemaakt van DVI is €246,9 miljoen (€209,2 miljoen van fondsen die vallen onder DVI-I en €37,7 miljoen van DVI-II). De totale drawdowns zijn €96,4 miljoen (€82,3 miljoen van fondsen die vallen onder DVI-I en €14,2 miljoen van DVI-II).

Dit resulteert in een hefboom bij DVI-I van 3,8, bij DVI-II een hefboom van 5,3 en een gezamenlijke hefboom van 4. De doelstelling van DVI is een minimale hefboom van 2. Deze doelstelling wordt dus behaald. Als gekeken wordt naar de individuele hefboom van de fondsen die al buiten hun investeringsperiode zitten dan halen alle drie de fondsen ook de doelstelling van minimaal 2.

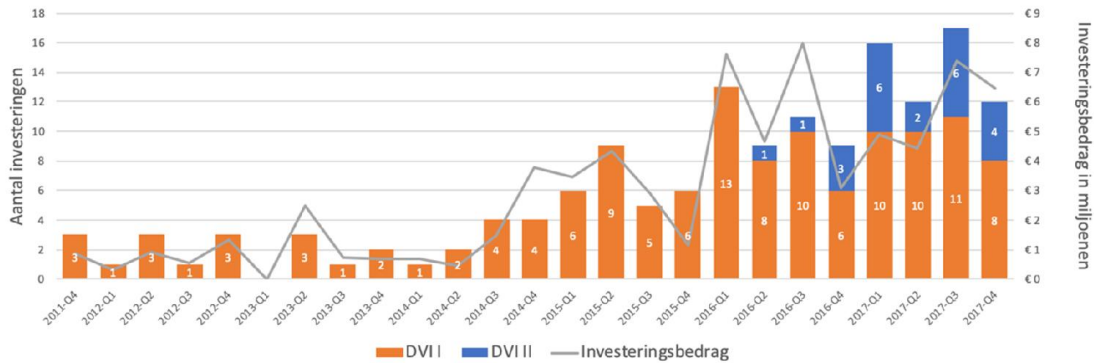
Ter illustratie, als de hefboom op deze manier wordt berekend, en er is een fonds dat een grootte heeft van €50 miljoen, waarvan €5 miljoen (10%) door DVI-I is geïmmiteerd, dan moet het fonds 6,7 miljoen investeren in Nederland om aan de hefboom van 2 te voldoen.

<sup>69</sup> Het aandeel van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) in DVI-I is 1/3 en het aandeel van EZK in DVI-II is 1/2.

### 3.3.2 Participerende ondernemingen

#### Investerings

Vanaf de start van de DVI-regeling in 2013 tot eind 2017 is er in 153 participaties geïnvesteerd, waarbij in 151 unieke bedrijven. Hierbij zijn 130 participaties gefinancierd door de fondsen van DVI-I en 23 door de fondsen van DVI-II.



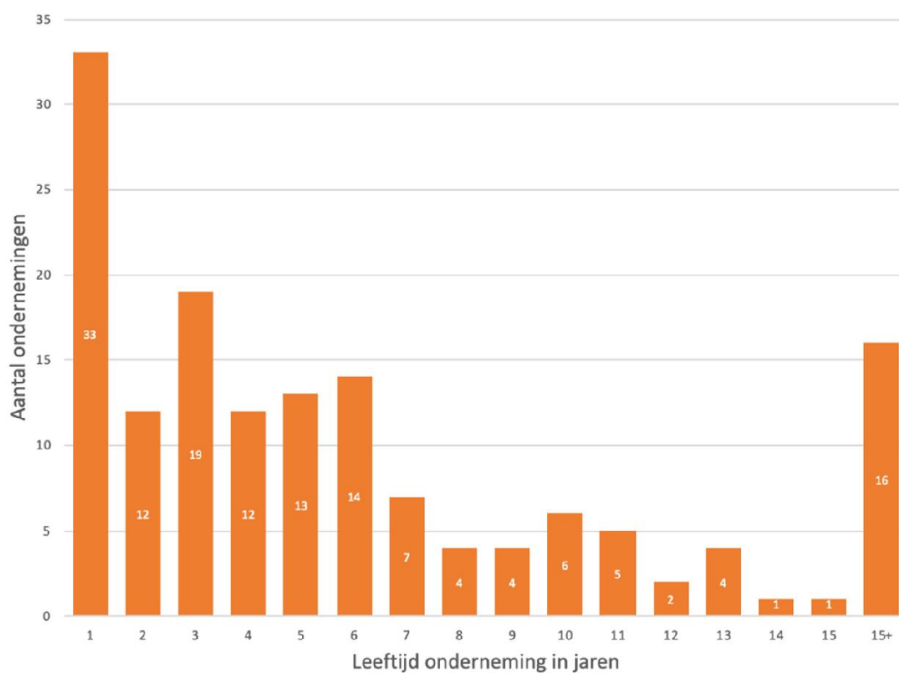
Figuur 31: Verdeling aantal participaties en investeringsbedrag per kwartaal

In het figuur is een duidelijke groei waar te nemen. De fondsen investeren over de tijd in steeds meer participaties en hebben grotere investeringsbedragen. De gemiddelde investeringbedragen per participatie lopen elk kwartaal erg uiteen.

In totaal hebben DVI-I fondsen eind 2017 een bedrag van €640 miljoen geïnvesteerd. Hiervan is het aandeel van DVI: €62,3 miljoen (9,7%). De DVI-II fondsen hebben in totaal een bedrag van €71,2 miljoen geïnvesteerd. Hiervan is het aandeel van DVI: €10,3 miljoen (14,4%).

#### Kenmerken ondernemingen

Het DVI is opgericht om de toegang tot risicokapitaal voor het snelgroeiende innovatieve MKB te vergroten. De fondsen die gebruik maken van DVI investeren in ondernemingen van verschillende leeftijden zoals in onderstaand figuur is weergegeven. De verdeling van de leeftijd van de ondernemingen waarin de DVI-fondsen investeren is als volgt:



Figuur 32: Leeftijd van de onderneming op het moment van investering

De gemiddelde leeftijd van de ondernemingen is 6 jaar en 1 maand en de mediaan is 4 jaar en 1 maand. Wat opvalt aan dit figuur is dat er relatief veel jonge bedrijven zijn, maar er is ook een vrij grote groep bedrijven ouder dan 15 jaar.

### Sectoren ondernemingen

De ondernemingen die gebruik maken van DVI-fondsen zijn actief in diverse sectoren. De indeling van deze sectoren is gebaseerd op de SBI-code die is gekoppeld aan geregistreerde bedrijfsactiviteiten zoals geregistreerd staat bij de Kamer van Koophandel. Het overzicht van de verschillende sectoren waarin de ondernemingen actief zijn is hieronder te zien.



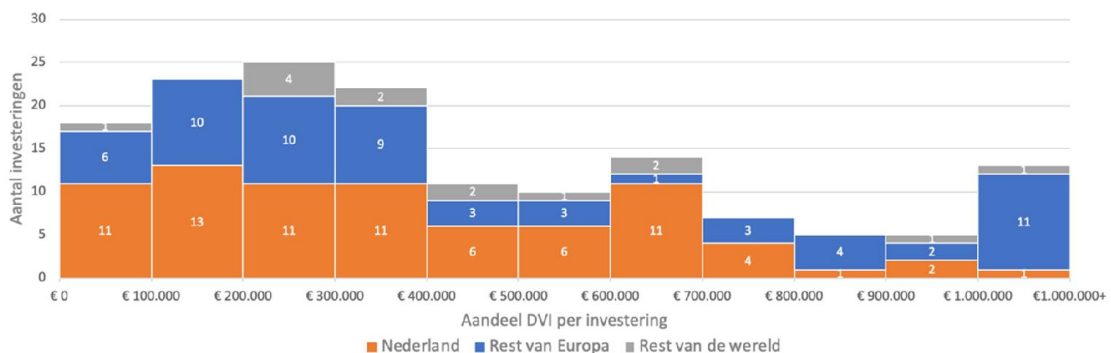
Figuur 33: Verdeling ondernemingen naar aantal investeringen (links) en naar investeringsbedrag (rechts)

\*Onder de categorie overig vallen: Vervoer en opslag, verhuur van roerende goederen en overige zakelijke dienstverlening en gezondheids- en welzijnszorg.

Als beide cirkeldiagrammen met elkaar worden vergeleken valt op dat de sector groot- en detailhandel 7% van het totaal aantal investeringen heeft, maar wel 12% van het totale investeringsbedrag. Dit houdt in dat het gemiddelde investeringsbedrag in deze sector hoger ligt dan gemiddeld. Uit de data blijkt ook dat de grootste sector qua aantal investeringen advisering, onderzoek en andere specialistische zakelijke dienstverlening is, terwijl qua investeringsbedrag de sector informatie en communicatie de grootste is.

### Hoogte aandeel DVI I&II in investering

Het gemiddelde investeringsbedrag van DVI-fondsen is €4,6 miljoen. Hierbij is het gemiddelde aandeel van DVI €0,47 miljoen (10,2%) per investering. Het aandeel van DVI in de verschillende investeringen is als volgt verdeeld:

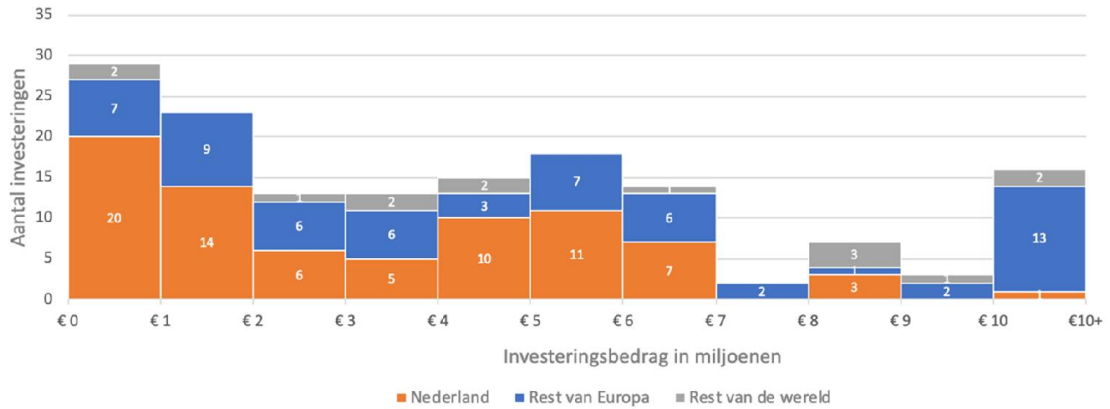


Figuur 34: Aandeel DVI per investering.

In bovenstaand figuur is te zien dat het aandeel van DVI in de verschillende investeringen over het algemeen gelijk is verdeeld binnen de verschillende landen. Wat opvalt is dat het aandeel van DVI per investering dat hoger is dan

€1 miljoen met name naar ondernemingen in Europese landen gaat exclusief Nederland. Het gemiddelde investeringsbedrag van Nederland, rest van Europa en rest van de wereld zijn respectievelijk: €0,39 miljoen, €0,59 miljoen en €0,46 miljoen. De mediaan van alle investeringen is €0,35 miljoen.

In onderstaand figuur is een verdeling gemaakt van het aantal investeringen gekoppeld aan het totale investeringsbedrag per investering. Het valt op dat bedragen boven de €7 miljoen vooral naar ondernemingen in het buitenland gaan en dat de relatief kleinere investeringen naar Nederlandse ondernemingen gaan.

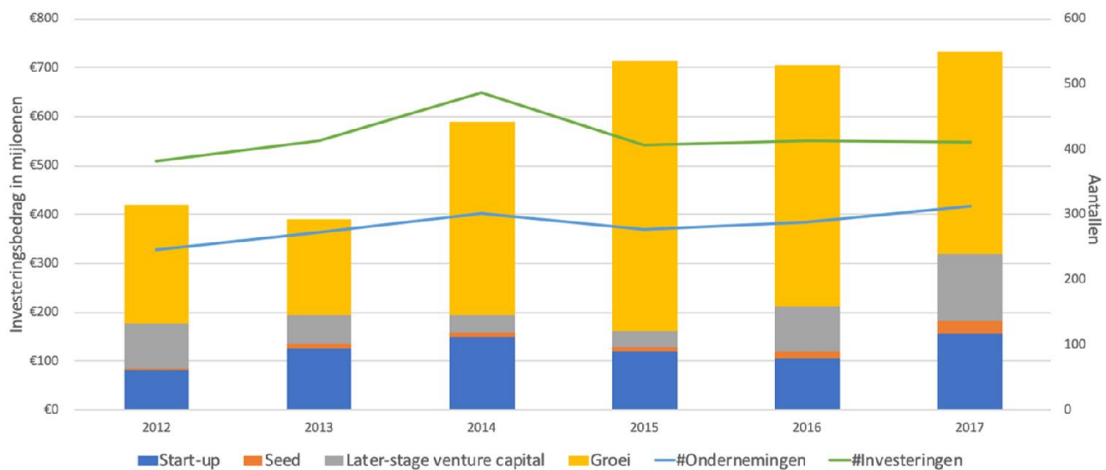


Figuur 35: Aantal investeringen gekoppeld aan het investeringsbedrag.

Het gemiddelde investeringsbedrag van Nederland, rest van Europa en de rest van de wereld zijn respectievelijk: €3,2 miljoen, €6,1 miljoen en €6,2 miljoen. De mediaan van alle investeringen is €3,9 miljoen.

### 3.3.3 Totale venture capital en groei markt

Om inzicht te krijgen in welk aandeel DVI fondsen hebben in de totale venture capital en groei markt in Nederland is in onderstaande figuur de totale venture capital en groei markt in Nederland voor de jaren 2012-2017 in beeld gebracht. Deze data is gebaseerd op data van NVP.<sup>70</sup>



Figuur 36: Totale venture capital (bestaande uit start-up, seed en later-stage venture capital) en groei markt in Nederland.

Total venture bestaat uit bedrijven uit de volgende fasen: seed, start-up en later stage venture capital. De NVP houdt de volgende definities aan<sup>71</sup>:

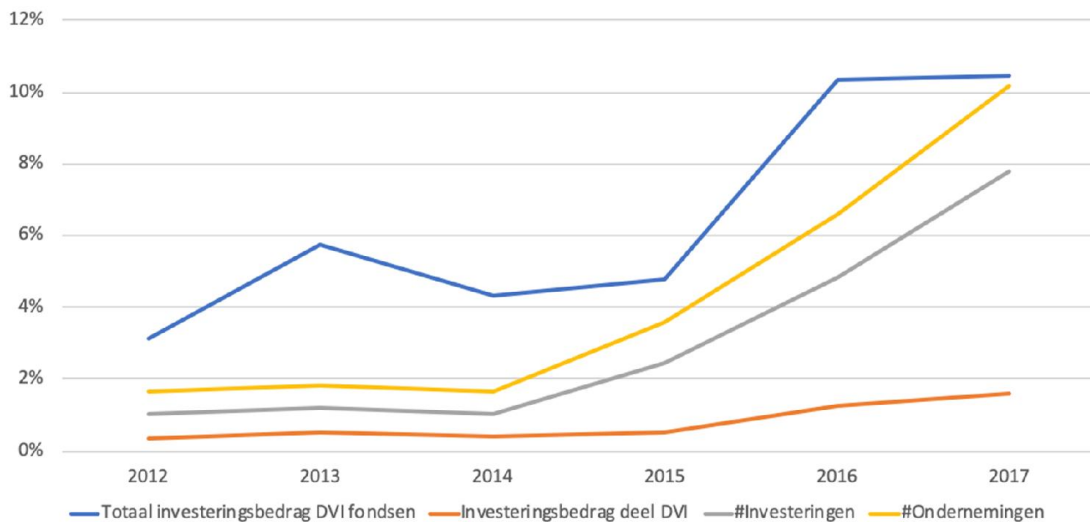
<sup>70</sup> Bron: <http://www.nvp.nl/pagina/verantwoording%20en%archief/>.

<sup>71</sup> Bron: <http://www.nvp.nl/pagina/woordenlijst>

- Seedfinanciering/-kapitaal: financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat de start-upfase wordt bereikt.
- Startfinanciering/-kapitaal: financiering voor productontwikkeling en initiële marketingactiviteiten van beginnende ondernemingen.
- Later-stage venture capital: Verzamelnaam van financiering voor jonge ondernemingen die nog aanvullende financieringsrondes nodig hebben voor hun investeringen om break-even te draaien (vaak hebben al VC-investeringen plaatsgevonden).
- Groeifinanciering/kapitaal: financiering voor relatief volwassen bedrijven die op zoek zijn naar kapitaal om hun activiteiten uit te breiden of te herstructureren.

Het aantal investeringen in unieke ondernemingen blijft redelijk stabiel over de jaren 2012-2017, namelijk rond de 300 unieke ondernemingen per jaar. Hetzelfde geldt voor het aantal investeringen. Hier is alleen een kleine piek waar te nemen in 2014. De totale venture capital markt is gegroeid van €176 miljoen in 2012 naar €320 miljoen in 2017. De groei markt was in 2015 het grootst met €554 miljoen en is eind 2017 gekrompen tot €411 miljoen.

In onderstaand figuur is DVI vergeleken met de totale venture capital en groei markt in Nederland. Hier is afgebeeld wat het percentage van DVI is ten opzichte van de totale venture capital en groei markt in Nederland met betrekking tot investeringsbedrag, aantal investeringen en aantal ondernemingen. Voor deze vergelijking worden alleen investeringen in Nederlandse bedrijven meegenomen, dit omdat de totale venture capital markt ook alleen data van Nederlandse investeringen bevat.



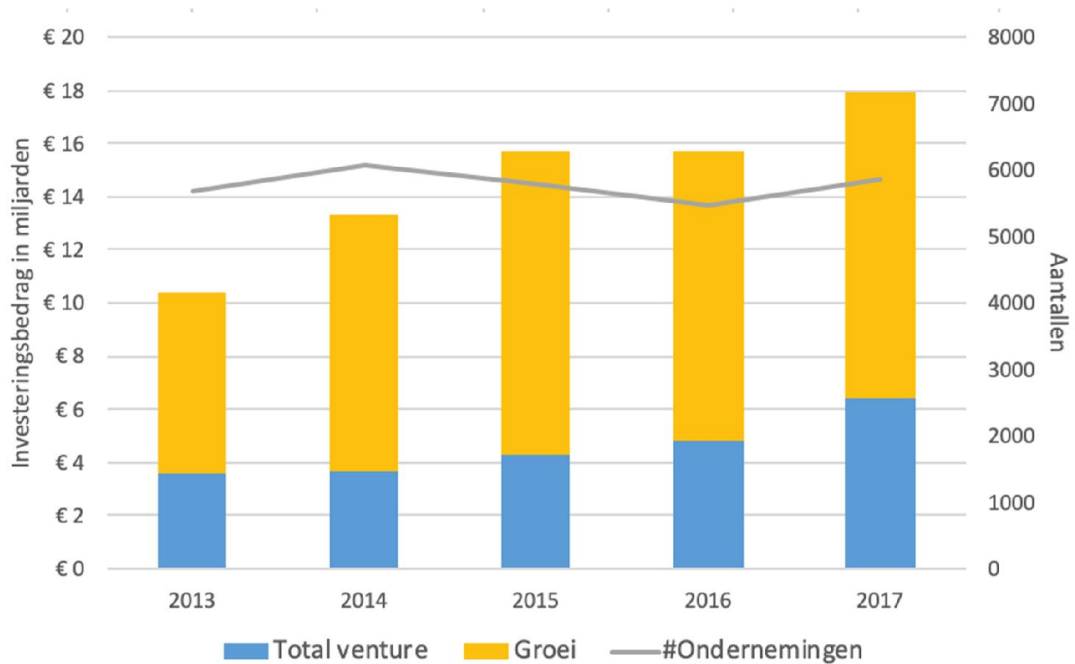
Figuur 37: DVI in de totale Nederlandse venture capital en groei markt.

DVI fondsen bestaan uit privaat geld en geld vanuit DVI. Om het aandeel van DVI te berekenen wordt gekeken naar de commitment van DVI ten opzichte van de totale fondsgrootte. Dit percentage wordt dan vermenigvuldigd met het investeringsbedrag om zo het 'Investeringsbedrag deel DVI' te komen.

Het valt op dat het investeringsbedrag relatief hoog is vergeleken met het aantal investeringen en ondernemingen, al wordt dit verschil in de loop der jaren kleiner. Dit betekent dat het gemiddelde investeringsbedrag per investering bij DVI-fondsen in het begin van de regeling aanzienlijk hoger is dan bij fondsen die geen gebruik van DVI maken. In figuur 36 is te zien dat alle lijnen een stijgende lijn laten zien, dit is te verklaren door het feit dat in het begin van DVI er minder participaties werden gefinancierd. Bovendien bestond DVI-II toen nog niet.

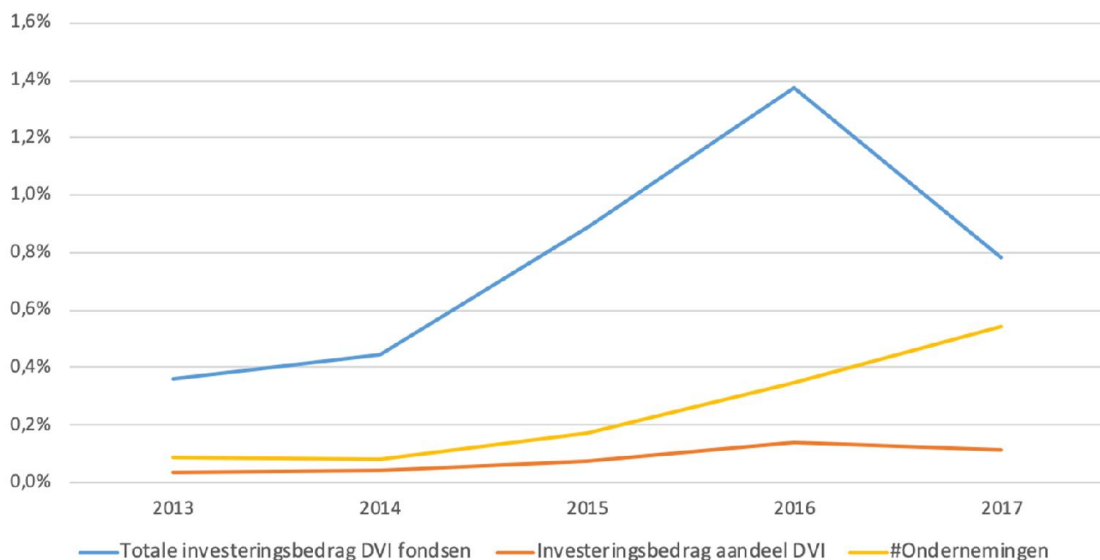
Om een breder beeld te schetsen is de totale venture en groei markt ook weergegeven voor Europa, zie onderstaand figuur. Dit figuur is gebaseerd op data van Invest Europe.<sup>72</sup>

<sup>72</sup> Invest Europe's 2017 European Private Equity Activity report



Figuur 38: Totale venture capital en groeï markt in Europa.

Te zien in het figuur is dat het aantal ondernemingen schommelt over tijd. Zo was er een kleine piek in 2014 en na een daling stijgt het weer in 2017. Het investeringsbedrag van total venture en groeï is over de periode 2013-2017 van €10,4 miljard naar €17,9 miljard gestegen. Uit dit figuur is ook op te maken dat het gemiddelde investeringsbedrag stijgt over tijd. Zo is in 2013 het gemiddelde investeringsbedrag voor total venture en groeï €1,8 miljoen en in 2017 €3,1 miljoen.



Figuur 39: DVI in de totale Europese venture capital en groeï markt.

DVI fondsen bestaan uit privaat geld en geld vanuit DVI. Om het aandeel van DVI te berekenen wordt gekeken naar de commitment van DVI ten opzichte van de totale fondsgrootte. Dit percentage wordt dan vermenigvuldigd met het investeringsbedrag om zo het 'Investeringsbedrag aandeel DVI' te komen. Om figuur 38 te maken zijn alleen de investeringen door DVI fondsen meegenomen die zijn gedaan in Europese bedrijven. Het totale investeringsbedrag van DVI fondsen heeft een veel groter percentage dan het aantal ondernemingen, dit houdt in dat DVI fondsen gemiddeld hogere bedragen per onderneming investeren. Het grote verschil tussen de percentages van het totale

investeringsbedrag en aantal ondernemingen neemt af in 2017. Dit houdt in dat het gemiddelde investeringsbedrag van DVI fondsen in 2017 dichterbij het gemiddelde investeringsbedrag in Europa ligt.

## 4 Doeltreffendheid van SEED, GF en DVI

Dit hoofdstuk bespreekt de doeltreffendheid van de drie regelingen. Doeltreffendheid betreft de mate waarin de regelingen bijdragen aan het bereiken van de beleidsdoelstellingen omtrent het vergroten van de beschikbaarheid van en toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen. De bronnen die in dit hoofdstuk zijn gebruikt, betreffen CBS microdata, NVP en WBSO data, interviews en enquêtes.

### 4.1 Seed Capital

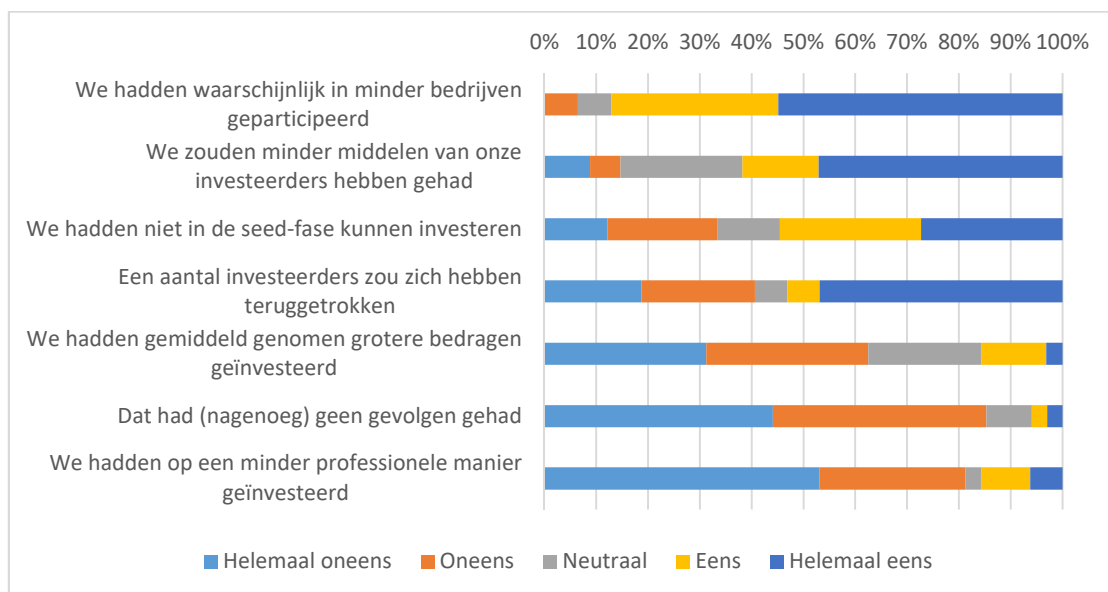
Deze paragraaf bespreekt de doeltreffendheid van de Seed Capital regeling. Hierbij komen de volgende onderwerpen aan bod:

- Het effect van de Seed Capital regeling op de markt voor risicokapitaal in Nederland.
- Het effect van de Seed Capital regeling op de toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen.
- De effecten op ondernemingen die een investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen.

#### 4.1.1 Het effect van de Seed Capital regeling op de Nederlandse risicokapitaalmarkt

De Seed Capital regeling beoogt de Nederlandse risicokapitaal markt te versterken. De overgrote meerderheid van de 36 geënquêteerde fondsmanagers is van mening dat de Seed Capital regeling in dit kader op zijn minst enig effect heeft gesorteerd. Zonder de Seed Capital regeling zou een meerderheid van de fondsmanagers in minder bedrijven hebben geparticipeerd, minder middelen van onze investeerders hebben gehad en zelfs niet in staat zijn geweest om in de Seed fase te kunnen investeren mede omdat een aantal investeerders zich zonder de Seed Capital regeling zou hebben teruggetrokken. De Seed Capital regeling is volgens de meeste fondsmanagers echter niet van grote invloed geweest op hun professionaliteit.

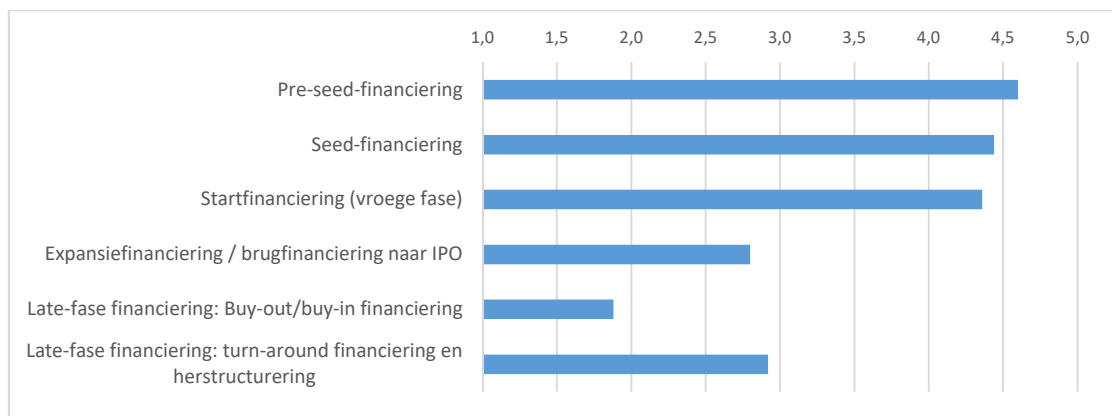
Uit interviews blijkt dat fondsmanagers vinden dat de Seed Capital regeling heeft geholpen om financieringskelpunten, vooral in de ICT sector, te verkleinen. De Seed Capital regeling levert tevens een belangrijke bijdrage aan de financiële infrastructuur in Nederland aldus fondsmanagers en RVO. Zo was er bij de start van de regeling in 2005 een beperkt aantal goede fondsmanagers en betroffen aanvragers veelal fondsmanagers die hun eerste fonds gingen beheren. Na opgedane ervaring is een aantal fondsmanagers in staat geweest om in totaal 55 vervolfondsen op te starten. Hiervan maken 23 vervolfondsen opnieuw gebruik van de Seed Capital regeling en vier vervolfondsen maken gebruik van investering door DVI.



Figuur 40: Stel dat u geen gebruik had kunnen maken van de Seed Capital-regeling. Wat had dit voor uw investeringsmaatschappij betekend? (N=36 fondsmanagers).



Daarentegen merken veel (~70%) van de 36 geënquêteerde fondsmanagers op dat er in Nederland nog steeds financieringsknelpunten bestaan. Vooral in de pre-seed, seed en startfinanciering zien fondsmanagers onvervulde kapitaalbehoefte. Knelpunten bevinden zich volgens zes geënquêteerde fondsmanagers in de pre-seed fase bij de financiering van kapitaalintensieve ondernemingen die in deze vroege fase op zoek zijn naar bedragen tussen €0,1 en €0,5 miljoen. Eén van de geënquêteerde fondsmanagers stelt dat meer pre-seed financiering vanuit universiteiten of via een pre-seed fonds nodig is. Seed Capital fondsen kunnen op basis van de regeling weliswaar investeren vanaf de oprichting van een bedrijf tot zeven jaar na eerste commerciële omzet maar volgens deze fondsmanager blijven Seed Capital fondsen doorgaans weg van investeringen in de risicovolle pre-seed fase. Eén geïnterviewde fondsmanager ziet dat, soms onder druk van aandeelhouders in het fonds, er zelfs een verschuiving gaande is richting investeringen in ondernemingen in latere levensfasen waar risico's minder hoog zijn. Doordat (steeds grotere) Seed Capital fondsen in ondernemingen tot een leeftijd van zeven jaar na eerste commerciële omzet kunnen investeren ontstaat het risico dat er een gat ontstaat bij het financieren van ondernemingen in de vroegere levensfasen. Hierdoor moeten ondernemingen zichzelf gedurende een langere periode financieren zonder hulp van een investeringsfonds, om zo in een latere levensfase in aanmerking te kunnen komen voor een investering door een Seed Capital fonds. Onder de Seed Capital regeling mogen Seed Capital fondsen immers alleen participeren in bedrijven waarin nog niet eerder door een ander investeringsfonds is geïnvesteerd is (behoudens uitzonderingssituaties). De meerderheid van de geënquêteerde Seed Capital fondsmanagers is ontevreden over dit onderdeel van de regeling; zie ook later in paragraaf 5.1.



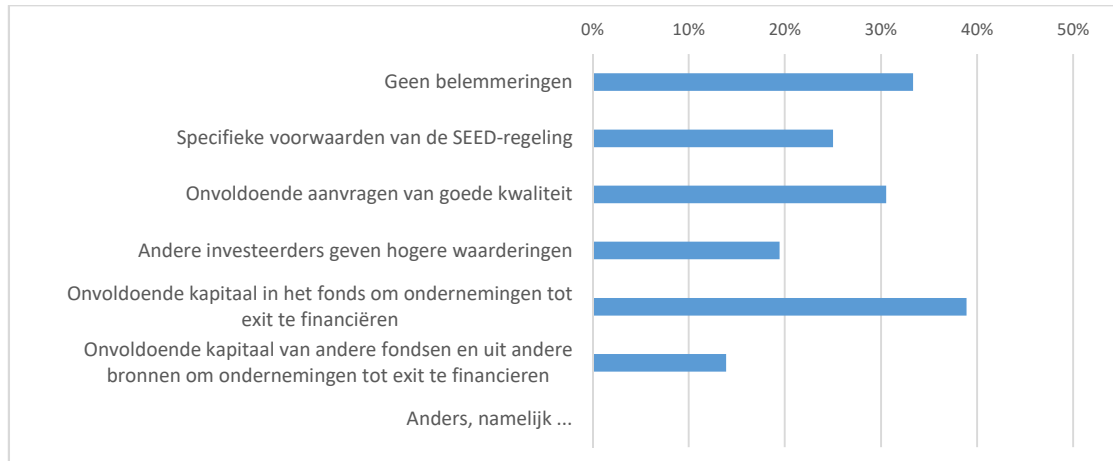
Figuur 41: In welke mate is de kapitaalbehoefte (on)vervuld? Rangorde-vraag, waarbij 1 = minst onvervuld. (N=36 fondsmanagers)

Bedrag	Pre-seed-financiering	Seed-financiering	Startfinanciering (vroeg fase)	Expansiefinanciering / brugfinanciering naar IPO	Late-fase financiering: Buy-out/buy-in financiering	Late-fase financiering: turn-around financiering en herstructurering
€0 – €50.000	1					
€50.000 – €100.000	2		1			
€100.000 – €500.000	6	1	2			
€500.000 – €1 mln	1	2				
€1 mln – €2 mln		1				
€2 mln – €5 mln	1		4	3		1
€5 mln – €10 mln			1	2		
>€10 mln				1		

Figuur 42: Hoe groot acht u de omvang (per investering) van de kapitaalbehoefte die u het meest onvervuld acht? De cellen tonen respons van fondsmanagers, op basis van hun antwoord op de hierboven getoonde rangorde-vraag. (N=36 fondsmanagers)

Een ander financieringsknelpunt betreft ondernemingen die in de startfase op zoek zijn naar bedragen tussen €2 miljoen en €5 miljoen aldus vier geënquêteerde fondsmanagers. Gelet op de bepalingen uit de Seed Capital regeling (er mag maximaal €3,5 miljoen in een enkel bedrijf worden geïnvesteerd en het gemiddelde geïnvesteerde bedrag

mag hoogstens €1,2 miljoen zijn) kunnen Seed Capital fondsen dit deel van de markt niet alleen bedienen. Dit onderdeel van de regeling wordt door Seed Capital fondsmanagers als beperkend ervaren (zie ook later in het hoofdstuk over doelmatigheid). Fondsmanagers van Seed Capital fondsen zien onvoldoende kapitaal in het fonds om ondernemingen tot exit te financieren dan ook als de belangrijkste belemmering bij het investeren van het fondsvermogen (39% van de 36 respondenten) gevolgd door onvoldoende aanvragen van goede kwaliteit (31% van de 36 respondenten) en de eerder genoemde specifieke voorwaarden van de Seed Capital regeling (25% van de 36 respondenten).



Figuur 43: Wat zijn de belangrijkste belemmeringen (geweest) bij het investeren van uw fondsvermogen? (N=36 fondsmanagers)

Er is volgens een aantal geïnterviewde en geënkquêteerde fondsmanagers meer segmentering en maatwerk nodig inzake maximale en gemiddelde hoogte van de investering. De benodigde investeringsbedragen kunnen per bedrijfstak sterk verschillen. De stap van een Proof of Concept (PoC) naar de markt en echte opstartfase blijkt bijzonder lastig te financieren. Voor het opschalen van ondernemingen en versnellen van groei is ook betere toegang tot (vervolg) expansie financiering gewenst. Hierbij denken fondsmanagers aan een scale-up faciliteit naast de Seed Capital regeling of aan het beter laten aansluiten van DVI op de Seed Capital regeling.

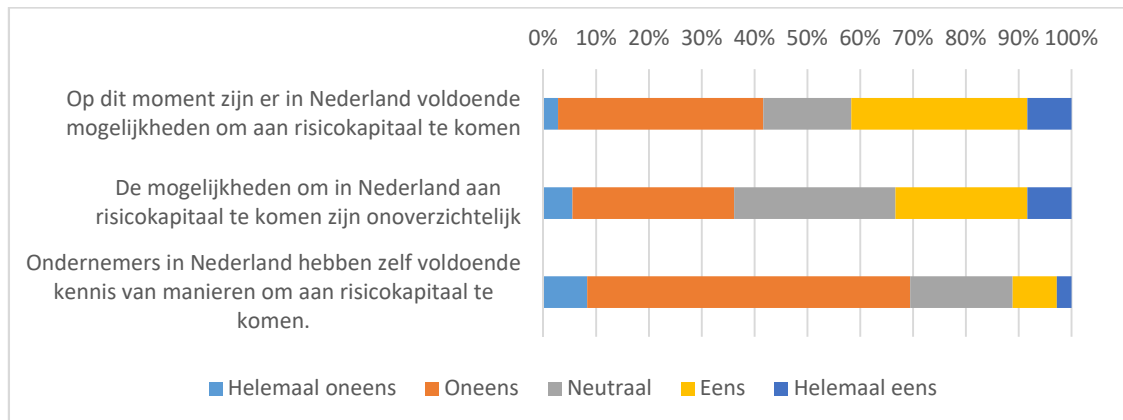
Hoewel de Seed Capital regeling op brede steun kan rekenen van fondsmanagers is het voor beleidsmakers nodig waakzaam te blijven voor marktverstoring en waar mogelijk regelingen terug te schalen. Door te veel publiek geld in bepaalde delen van de risicokapitaalmarkt te injecteren kunnen prijzen voor de aandelen in ondernemingen worden opgedreven wat de ontwikkeling van een zelfstandige private markt in de weg kan staan. Bovendien kunnen in andere delen van de risicokapitaalmarkt daarmee waterbed effecten ontstaan. Hoewel in Nederland venture capital fondsen actief zijn (al dan niet fondsen waarin DVI deelneemt) die bedragen tussen €2 miljoen en €5 miljoen in Nederlandse ondernemingen investeren ervaren sommige ondernemingen die door Seed Capital fondsen zijn gefinancierd problemen met het aantrekken van vervolffinanciering in dit segment. Het is daarmee belangrijk een integrale visie op de risicokapitaalmarkt te ontwikkelen. De hele financieringsketen moet hierbij worden beschouwd aldus geïnterviewde fondsmanagers.

Samenvattend: de doelstelling om private investeerders in startende ondernemingen te mobiliseren is grotendeels bereikt. Het ecosysteem voor vroege fase financiering in Nederland is versterkt. Er is volgens fondsmanagers en RVO geen noodzaak de regeling op dit moment te herzien. Er kan echter worden gedacht aan het laten meebewegen van de Seed Capital regeling met marktomstandigheden of meer maatwerk zoals sectorspecifieke financieringsvoorwaarden bij de sectorspecifieke tenders. Ook is een integrale visie op de risicokapitaalmarkt nodig waarbij ook aandacht is voor de pre-seed fase en het segment tussen €2 miljoen en €5 miljoen.

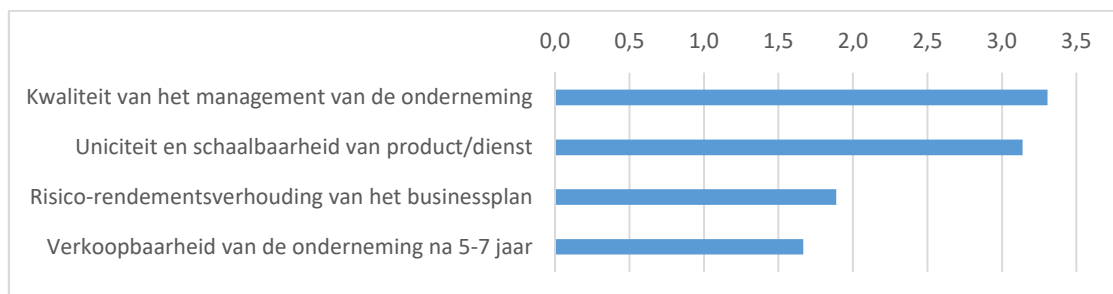
#### 4.1.2 Effect van de Seed Capital regeling op toegang tot risicokapitaal voor ondernemingen

Een belangrijke doelstelling van de Seed Capital regeling is om innovatieve technostarters verbeterde toegang te verschaffen tot de Nederlandse risicokapitaalmarkt. Seed Capital fondsmanagers hebben uiteenlopende meningen over de stelling dat er voldoende en overzichtelijke mogelijkheden zijn voor bedrijven om aan risicokapitaal te

komen (het percentage van de 36 geënquêteerde fondsmanagers dat het eens en oneens is met deze stelling is ongeveer even groot). Het grootste probleem ligt volgens de meerderheid (~69%) van de 36 fondsmanagers echter bij ondernemers zelf. Ondernemers hebben vaak onvoldoende kennis om aan risicokapitaal te komen en zijn onvoldoende op de hoogte van de mogelijkheden. In dat geval is er mogelijk een latente vraag naar risicokapitaal. Ondernemers zouden zich meer moeten verdiepen in de verschillende financieringsmogelijkheden en waar nodig een specialist moeten inschakelen die hen helpt met het vinden van passende financiering. Op haar beurt zou RVO meer duidelijkheid kunnen bieden welke criteria Seed Capital fondsen hanteren bij hun investeringen, zodat ondernemingen en adviseurs beter kunnen inschatten of de onderneming tot de doelgroep behoort en hoe nuttig de geboden mogelijkheden zijn. Het kan hierbij helpen om meer duidelijkheid te verschaffen over de gehanteerde selectiecriteria. Uit de enquête blijkt dat Seed Capital fondsmanagers allereerst naar de kwaliteit van het management kijken gevolgd door de uniciteit en schaalbaarheid van het product en/of de dienst. Fondsmanagers van acht geënquêteerde niet-Seed Capital fondsen (niet getoond) rangschikken deze criteria overigens in dezelfde volgorde als Seed Capital fondsmanagers.



Figuur 44: In hoeverre bent u het eens met de volgende stellingen over kapitaal in Nederland? (N=36 fondsmanagers)



Figuur 45: Hoe belangrijk zijn de volgende selectiecriteria bij het doen van investeringen? Rangorde-vraag, 1 = minst belangrijk. (N=36 fondsmanagers)

Er is tevens een vragenlijst uitgezet onder ondernemingen die financiering vanuit een Seed Capital fonds hebben ontvangen. Een belangrijke kanttekening is dat echter slechts 23 ondernemingen de vragenlijst hebben ingevuld en de steekproef daarmee waarschijnlijk niet representatief is. In totaal zijn er 380 bedrijven die vanuit een Seed Capital fonds gefinancierd zijn, maar omdat de survey via die fondsen is doorgestuurd is niet bekend hoeveel van hen werkelijk een uitnodiging hebben gehad. Zeker is dat die 23 maar 6% van die 380 bedrijven vertegenwoordigen. Er zijn daarom geen figuren in dit rapport opgenomen. Deze paragraaf bespreekt, met inachtneming van de genoemde beperking, echter wel een aantal van de resultaten.

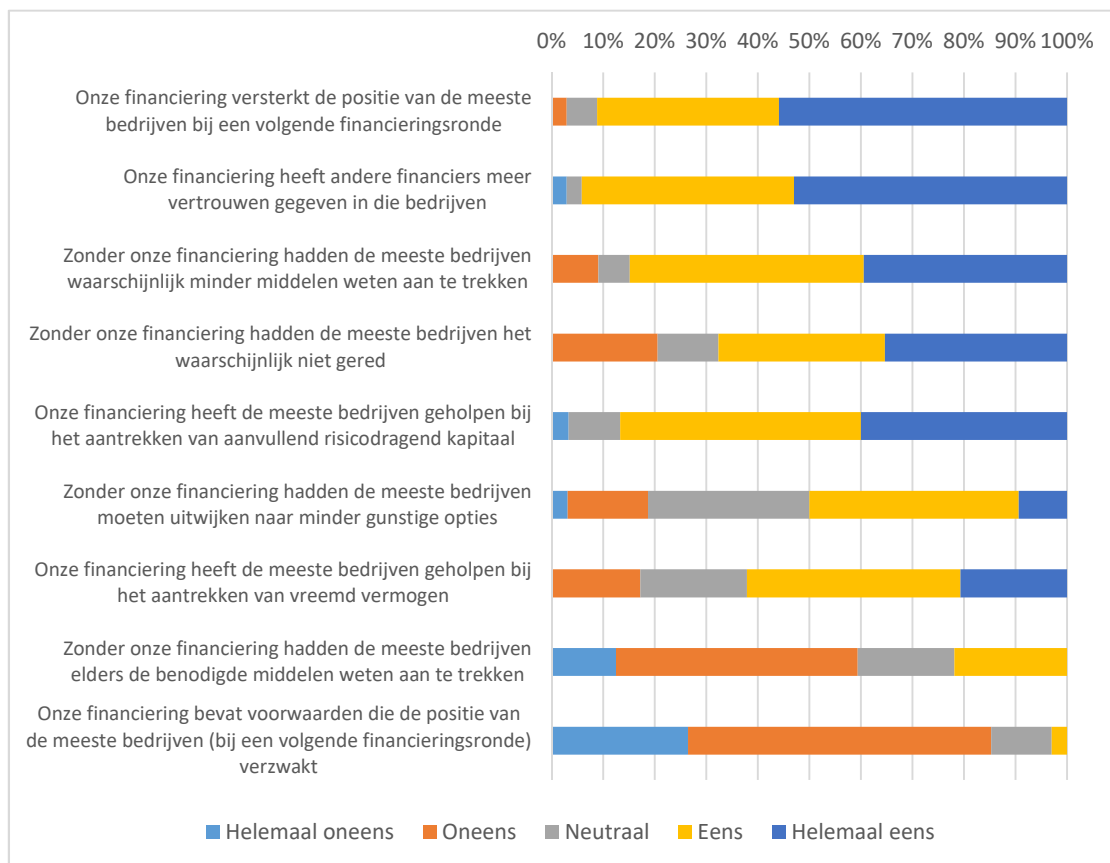
Nagenoeg de helft (~48%) van de 23 respondenten die financiering vanuit een Seed Capital fonds hebben ontvangen hebben voorafgaand geprobeerd om zonder succes elders financiering aan te trekken. Hierbij is voornamelijk geprobeerd financiering aan te trekken bij banken, zittende aandeelhouders, business angels en participatiemaatschappijen. In de toelichting geven twee ondernemingen aan dat veel andere financiers de

financieringsrisico's te hoog inschatten en om die reden afhaken of niet bereid zijn om voldoende financiering te verstrekken. Zouden ondernemingen er niet in geslaagd zijn om financiering vanuit een Seed Capital fonds aan te trekken zou dit voor 90% van de respondenten een rem zijn geweest op de ontwikkeling van de onderneming. Bijna de helft (~48%) zou zonder financiering van een Seed Capital fonds nog een poging wagen en elders op zoek te gaan naar financiering. Een iets kleiner deel (~38%) geeft aan dat verder zoeken kansloos is en dat het bedrijfsbeëindiging zou betekenen. Dit is consistent met de doelstelling van de Seed Capital regeling: de toegang tot risicokapitaalmarkt voor deze ondernemingen te verbeteren. Opvallend is dat in navolging van de fondsmanagers ook een groot deel van de 23 ondernemers zegt dat bedrijven over het algemeen onvoldoende kennis hebben van de manieren waarop zij risicokapitaal kunnen aantrekken. Bijna de helft van de respondenten (~48%) stelt dat het vinden van financiering te veel werk is. Betere educatie en ondersteuning voor ondernemers op het gebied van financieringsmogelijkheden is gewenst.

De meerderheid (~68%) van de geënquêteerde fondsmanagers van Seed Capital fondsen beschouwen de door hen verstrekte financiering als belangrijk voor het voortbestaan van de ontvangende onderneming. Fondsmanagers stellen dat de betrokkenheid van een Seed Capital fonds bedrijven helpt meer middelen aan te trekken (~85%), andere financiers meer vertrouwen geeft in de onderneming (~94%) en helpt bij het verkrijgen van aanvullend eigen vermogen (~93%) en vreemd vermogen bij andere financiers (~62%). Dit beeld wordt grotendeels bevestigd in de enquête onder de 23 bedrijven die financiering vanuit een Seed Capital fonds hebben ontvangen. De respondenten zijn het in hoge mate eens met de stelling dat Seed Capital-financiering hun positie bij een volgende financieringsronde versterkt (~67%), toegang tot meer risicodragend kapitaal (~94%) en vreemd vermogen (~57%) oplevert, en andere financiers meer vertrouwen geeft (~67%). De meerderheid van de 36 geënquêteerde fondsmanagers (~60%) is het oneens met de stelling dat de onderneming ook zonder het bestaan van de Seed Capital regeling de benodigde middelen elders had weten aan te trekken. Iets minder dan de helft van de 23 geënquêteerde bedrijven (~48%) deelt deze mening.

Bovenstaande sluit aan bij de hoofddoelstelling van het beleid. Het verbeteren van de toegang tot risicokapitaal komt niet alleen van Seed Capital-fondsen zelf, maar ook van latere investeerders. De resultaten van de microdata analyse ondersteunen dit. Er zijn 78 van de 238 bedrijven (~33%) die erin slagen risicodragende vervolffinanciering aan te trekken van het Seed Capital fonds (30), een regionale ontwikkelingsmaatschappij (15) of een privaat investeringsfonds (35). Het gaat om een investering van gemiddeld 554 duizend euro, gemiddeld 15 maanden na de eerste investering door een Seed Capital fonds. Een aantal bedrijven slaagt er zelfs in om meerdere malen vervolffinanciering aan te trekken (26 bedrijven twee maal, 11 bedrijven drie maal en 4 bedrijven vier maal (niet in tabel getoond omdat CBS geen rapportage over minder dan 10 waarnemingen toestaat)). In vergelijking met ondernemingen die de eerste financiering hebben aangetrokken van regionale ontwikkelingsmaatschappijen trekken ondernemingen die de eerste financiering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen vaker vervolffinanciering aan. Het percentage vervolffinanciering bij 307 ondernemingen die de eerste financieringsronde van regionale ontwikkelingsmaatschappijen hebben gekregen bedraagt 11,4%, significant lager dan de 33% voor bedrijven die de eerste financieringsronde van een Seed Capital fonds hebben ontvangen (dit verschil is statistisch significant op 1 procent niveau). Een causaal verband is echter lastig aan te tonen in verband met selectiemechanismen die een rol spelen bij deze verschillende type investeerders. Voor 93 ondernemingen die de eerste financiering hebben gekregen van een privaat investeringsfonds is het percentage van ondernemingen met vervolffinanciering (~26%) vergelijkbaar met het percentage voor ondernemingen die de eerste financiering krijgen van een Seed Capital fonds (~33%).

Kort samengevat, de Seed Capital regeling heeft de toegang tot financiering voor innovatieve ondernemingen in Nederland verbeterd. Door zowel fondsmanagers als ondernemers is echter een betere educatie van ondernemers inzake financieringsmogelijkheden gewenst.



Figuur 46: Stellingen over het effect van de Seed Capital regeling. (N=36 fondsmanagers)

Tabel 3: Vervolgfinanciering na de eerste investering door een Seed Capital fonds

Vervolgfinancieringsronde	1	2	3
Maanden na eerste investering (gemiddelde)	15,1	17,3	37,7
Investeringsbedrag (gemiddelde)	€554.440	€772.740	€833.375
Aantal waarnemingen	78	26	11

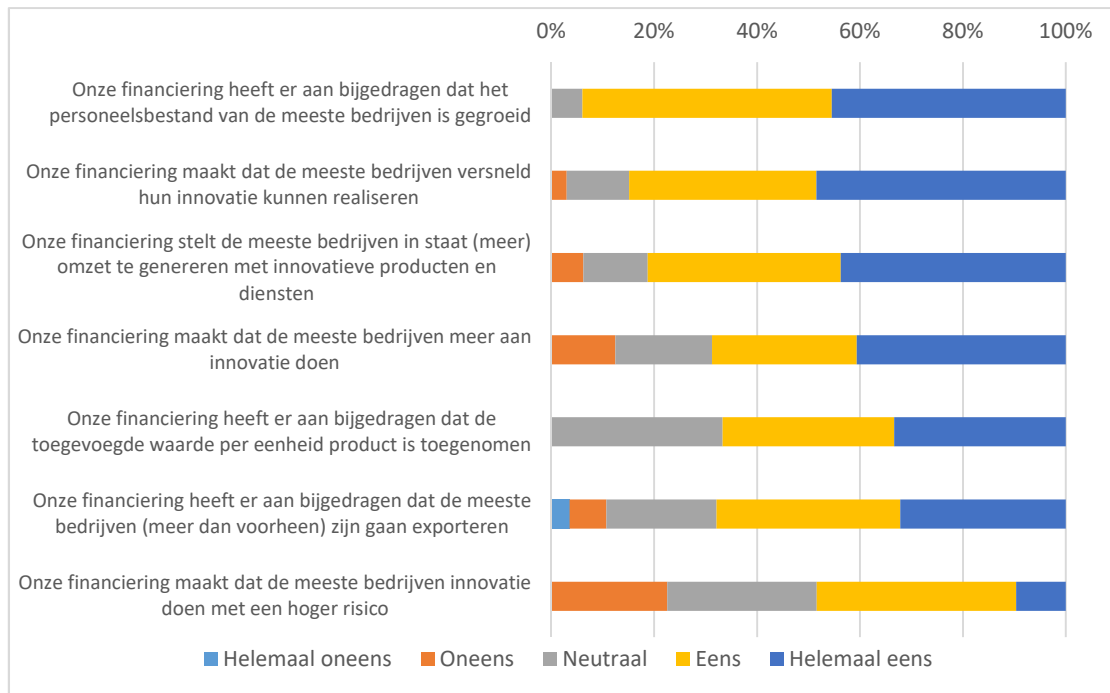
#### 4.1.3 Het effect van de Seed Capital regeling op investering ontvangende ondernemingen

In deze paragraaf behandelen we de effecten van de Seed Capital regeling op investering ontvangende ondernemingen. Het merendeel van de 36 geënquêteerde fondsmanagers (~53%) is tevreden tot zeer tevreden over ontwikkeling van de ondernemingen waarin is geïnvesteerd tegenover een minderheid (~21%) die ontevreden tot zeer ontevreden is. Volgens de gegevens van RVO zijn tot en met 2017 68 ondernemingen verkocht en 46 ondernemingen failliet verklaard.

Nagenoeg alle 23 geënquêteerde ondernemingen (~90%) hebben de begeleiding van het fondsmanagement van het Seed Capital fonds als waardevol tot zeer waardevol ervaren. De bedrijven worden met name begeleid bij strategievorming (~86%), klankborden met het management (~76%), het verbeteren van financieel management en rapportage (~62%), en het aantrekken van vervolffinanciering (~57%). Naast het aantrekken van financiering speelt begeleiding een belangrijke rol. Seed Capital fondsen bieden daarmee naast geld ook kennis en kunde, zogeheten 'smart money'.

Zowel fondsmanagers als ontvangende ondernemingen zijn bevraagd over de gevolgen van de financiering. Volgens het merendeel van de 36 geënquêteerde fondsmanagers levert Seed Capital financiering een bijdrage aan de snelheid en capaciteit (inclusief een groter personeelsbestand) waarmee bedrijven kunnen innoveren. Het lijkt er niet op dat bedrijven meer risico's zijn gaan nemen met hun innovatie: dat de doelgroep al veel risico neemt en

aan innovatie doet is immers het startpunt. Ook is er een positieve bijdrage doordat de toegevoegde waarde per eenheid product is gestegen en het bedrijf meer dan voorheen is gaan exporteren. De enquête onder bedrijven die Seed Capital financiering hebben ontvangen bevestigen dit beeld (wegens beperkte response van 23 bedrijven worden resultaten niet getoond).



Figuur 47: Stellingen over het effect van financiering door een Seed fonds op de ondernemingen. (N=36 fondsmanagers)

In de enquête onder bedrijven die financiering vanuit een Seed Capital fonds hebben ontvangen blijkt dat het merendeel van de bedrijven zich bezighoudt met innovaties die nieuw zijn voor de hele bedrijfstak, ook in internationaal opzicht (~86%). Deze innovaties bevinden zich volgens bedrijven in de voorhoede van een bredere ontwikkeling waarin diverse innovaties elkaar versterken (~76%). Voorbeelden van deze bredere maatschappelijke ontwikkelingen zijn gezondheid, demografische veranderingen en welzijn (~52%), een inclusieve en innovatieve samenleving (~38%) en een zekere, veilige, schone en efficiënte energievoorziening (~33%). In de interviews wordt een concreet voorbeeld genoemd van een startend bedrijf dat een innovatieve heupschroef voor heupbreuken heeft ontwikkeld. Door nieuwe heupschroeven zijn er minder herstellende heupoperaties nodig. Het heeft impact op kwaliteit van de zorg, de kosten van de zorg (minder operaties) en op de patiënt.

Het merendeel van de 23 geënquêteerdebedrijven (~71%) ontwikkelt zelf in grote mate nieuwe producten en diensten welke voortbouwen op de innovatie. In sommige gevallen (~33%) bouwen ook andere partijen in grote mate voort op de innovatie en zijn er spillover effecten. Vooral zakelijke klanten (~90%), kennisinstellingen (~43%) en bedrijven uit toeleverende bedrijfstakken (~38%) hebben direct of indirect baat bij deze innovaties. De innovatieactiviteiten zijn voor deze andere partijen in redelijke tot grote mate van belang om nieuwe afzetmarkten te betreden (~90%), kennisuitwisseling te versterken (~71%), publieke acceptatie te vergroten (~61%) alsook verder relevant onderzoek aan te jagen (~57%). Concluderend bevestigen bedrijven die Seed Capital financiering hebben ontvangen in de enquête enkel dat ze met innovatie en maatschappelijke onderwerpen bezig zijn. Er is verder, gelet op de kleine steekproef, weinig te kwantificeren.

Om de effecten van de Seed Capital regeling op ontvangende ondernemingen nader te analyseren wordt gebruik gemaakt van microdata afkomstig van de Bedrijfsdemografisch Kader (BDK), BTW en Wet Bevordering Speur-en

Ontwikkelingswerk (WBSO) bestanden beschikbaar via het CBS<sup>73</sup>. De data heeft betrekking op de periode 2007-2016. Het aantal werkzame personen, omzetontwikkeling en innovatievermogen (gemeten aan de hand van de loonkosten van personeel dat zich bezig houdt met speur- en ontwikkelingswerk en daarvoor een belastingkorting ontvangt via de WBSO regeling) van ondernemingen gefinancierd door Seed Capital fondsen wordt hierbij door de tijd heen gevolgd waarbij het jaar van de eerste investering door het Seed Capital fonds is aangemerkt als jaar 0. Andere jaren zijn genummerd relatief tot jaar 0: jaar -1 is het jaar voorafgaand aan de investering, jaar 1 het jaar na de investering, etc. Voor meer informatie over de gehanteerde methode wordt verwezen naar de bijlage over methodische verantwoording.

Tabel 4 toont de resultaten voor de periode startend twee jaar voorafgaand tot twee jaar na de eerste investering door een Seed Capital fonds. Ondernemingen met gegevens in jaar -2 worden tot twee jaar na investering gevolgd of indien eerder tot het jaar van opheffing. Omdat er slechts weinig ondernemingen zijn met gegevens voor jaar -2 in de BDK, BTW en WBSO bestanden is het aantal waarnemingen beperkt tot 28 voor het aantal werkzame personen, 25 voor de omzet en slechts 10 voor de loonkosten voor personeel dat zich bezig houdt met speur- en ontwikkelingswerk. Door opheffingen van ondernemingen daalt het aantal waarnemingen verder naarmate de jaren vorderen. Deze onderzoeksopzet betekent dat de eerste investering door het Seed Capital fonds (jaar 0) in de periode 2009-2014 moet hebben plaatsgevonden om deel te kunnen uitmaken van de steekproef. De resultaten tonen dat, in lijn met de doelstelling van de regeling, Seed Capital fondsen investeren in ondernemingen die voorafgaand aan de investering al innovatief en snelgroeiend zijn. Na de investering wordt dit groeipad en innovatieactiviteit verder uitgebouwd. Het aantal gemiddeld werkzame personen in jaar 2 is in vergelijking tot jaar -2 verdubbeld, terwijl de gemiddelde omzet en het gemiddeld innovatievermogen in dezelfde periode meer dan verdubbeld is.

Tabel 4: Prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen.

Jaar	-2	-1	0	1	2
Aantal werkzame personen	5,81	8,25	9,92	10,84	11,69
Aantal waarnemingen	28	28	28	27	27
Omzet	€704.058	€996.510	€1.038.403	€1.389.488	€1.792.649
Aantal waarnemingen	25	25	25	24	24
Loonkosten voor S&O personeel	€102.579	€139.592	€177.839	€233.766	€275.467
Aantal waarnemingen	10	10	10	10	10

Tabel 5 toont de resultaten voor de periode van het jaar van de eerste investering door een Seed Capital fonds (jaar 0) tot vijf jaar nadien. Net zoals in de vorige tabel moeten ondernemingen voor jaar 0 tot en met jaar 5, of indien eerder, tot het moment van opheffing, gegevens beschikbaar hebben in de desbetreffende BDK, BTW en WBSO bestanden. Deze onderzoeksopzet betekent dat de eerste investering door het Seed Capital fonds (jaar 0) in de periode 2007-2011 moet hebben plaatsgevonden. Er zijn in jaar 0 68 ondernemingen waarvoor het aantal werkzame personen beschikbaar is, 56 ondernemingen met beschikbare omzetgegevens en 29 ondernemingen met beschikbare gegevens inzake de loonkosten voor personeel dat zich bezighoudt met speur- en ontwikkelingswerk<sup>74</sup>. Door opheffingen daalt het aantal waarnemingen verder door de tijd heen. In de periode na de investering maken ondernemingen een significante groei door. Het aantal werkzame personen stijgt van gemiddeld 5,4 in het jaar van investering tot gemiddeld 17 vijf jaar nadien. De gemiddelde omzet is bijna vervijfvoudigd en het innovatievermogen is bijna verdubbeld in diezelfde periode. In de bijlagen worden ook de resultaten voor tijdvakken van drie jaar getoond. In alle gevallen blijkt dat de ondernemingen waarin Seed Capital

<sup>73</sup> Er zijn 52 ondernemingen met financiering door een Seed Capital fonds die ook gebruik hebben gemaakt van een Innovatiekrediet. Het is in de CBS omgeving niet mogelijk om te gaan welke ondernemingen met financiering door een Seed Capital fonds ook gebruik hebben gemaakt van de Vroegefasefinanciering (VFF).

<sup>74</sup> Er zijn 22 ondernemingen die onderdeel uitmaken van de steekproef in Tabel 4 die ook onderdeel uitmaken van de steekproef in Tabel 5.

fondsen investeren voorafgaand al innovatief en snelgroeiend zijn en dat in de periode na investering de groei wordt voortgezet. Een kanttekening is hier wel dat de gemiddeldes hier gedeeltelijk stijgen doordat slecht presterende bedrijven door de tijd heen uit de groep worden verwijderd nadat ze zijn opgeheven. Wanneer een onder het gemiddelde scorende observatie wordt verwijderd na een opheffing veroorzaakt dit een stijging in het gemiddelde voor het volgende jaar. Gelet op het beperkte aantal opheffingen is het echter niet aannemelijk dat dit effect groot genoeg is om de voorgaande conclusies teniet te doen.

Tabel 5: Prestaties van ondernemingen die in jaar O een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen.

Jaar	0	1	2	3	4	5
Aantal werkzame personen	5,39	8,4	9,79	11,72	12,9	16,99
Aantal waarnemingen	68	65	64	57	54	50
Omzet	€527.061	€885.318	€1.027.894	€1.092.150	€1.669.776	€2.482.210
Aantal waarnemingen	56	53	51	47	41	39
Loonkosten voor S&O personeel	€143.369	€193.799	€254.898	€270.206	€285.355	€276.111
Aantal waarnemingen	29	29	27	26	26	24

In Tabel 6 worden ondernemingen die hun eerste financiering bij een Seed Capital fonds hebben opgehaald vergeleken met soortgelijke ondernemingen die een eerste financiering hebben opgehaald bij een regionale ontwikkelingsmaatschappij (ROM). Deze ondernemingen zijn afkomstig uit een bestand aangeleverd door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) waarin nagenoeg alle risicokapitaal investeringen in Nederlandse ondernemingen door zowel NVP als niet-NVP leden gedurende de periode 2007-2016 zijn opgenomen. Voor elke onderneming met Seed Capital financiering wordt in dit bestand gezocht naar één onderneming die in hetzelfde jaar een eerste investering heeft ontvangen van een ROM. De gematchte onderneming bevindt zich in dezelfde fase van ontwikkeling, is actief in dezelfde bedrijfstak (tweecijferige SBI code), en bevindt zich in dezelfde grootteklasse (het aantal werkzame personen wijkt maximaal vijf personen af) als de onderneming die financiering via een Seed Capital fonds heeft aangetrokken. Uiteindelijk zijn er minder dan 50 ondernemingen met een eerste financiering door een Seed Capital fonds te koppelen aan een vergelijkbare onderneming met een eerste financiering door een ROM uit het NVP bestand<sup>75</sup>.

<sup>75</sup> Er is ook geprobeerd te matchen met investeringen door een privaat investeringsfonds uit het NVP bestand. Er zijn slechts 11 ondernemingen met een eerste financiering door een Seed Capital fonds te koppelen aan ondernemingen met een eerste financiering door een volledig privaat investeringsfonds. Het geringe aantal matches bevestigt dat Seed Capital fondsen zich richten op andersoortige ondernemingen die niet ruim worden bediend door deze andere verschaffers van risicokapitaal (zie ook het hoofdstuk inzake doelgroepenbereik). Het is niet raadzaam om, gelet op het beperkte aantal waarnemingen, conclusies te trekken op basis van de vergelijking tussen ondernemingen met financiering door een Seed Capital fonds en ondernemingen met een eerste investering door een volledig privaat investeringsfonds. Resultaten worden om die reden niet getoond.



Tabel 6: Prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben versus een regionale ontwikkelingsmaatschappij (ROM) hebben ontvangen.

Aantal werkzame personen					
	Jaar	0	1	2	3
Seed Capital	gemiddelde	3,47	6,94	8,87	11,33
	obs	47	47	47	47
ROM	gemiddelde	2,99	4,47	4,9	4,95
	obs	47	47	47	47
Omzet					
Seed Capital	gemiddelde	€207.707	€459.017	€579.056	€741.863
	obs	46	46	46	46
ROM	gemiddelde	€251.391	€337.452	€454.922	€583.106
	obs	46	46	46	46
Loonkosten S&O personeel					
Seed Capital	gemiddelde	€120.421	€203.843	€267.678	€282.554
	obs	24	24	24	24
ROM	gemiddelde	€66.540	€66.375	€64.357	€64.402
	obs	24	24	24	24

Vervolgens worden gegevens verzameld voor de periode startend in het jaar van eerste investering (jaar 0) tot en met drie jaar later. In dit geval moeten alle ondernemingen gegevens beschikbaar hebben voor alle jaren (om er zo voor te zorgen dat er geen verschillen in de vergelijking door de tijd ontstaan doordat in er in de ene groep een onderneming is opgeheven terwijl de tegenhanger in de andere groep opgenomen blijft). Deze onderzoeksopzet betekent dat de eerste investering (jaar 0) in de periode 2007-2013 moet hebben plaatsgevonden. Bedrijven die geld aantrekken van een Seed Capital fonds groeien gemiddeld sneller dan vergelijkbare ondernemingen die geld aantrekken van ROMs. In het derde jaar is het gemiddeld aantal werkzame personen en de gemiddelde omzet van ondernemingen met een eerste financiering door een Seed Capital fonds meer dan verdrievoudigd. Dit houdt nauw verband met het feit dat de 47 ondernemingen met een eerste financiering door een Seed Capital fonds er vaker in slagen vervolfinanciering aan te trekken (~47%) dan de 47 ondernemingen die hun eerste financiering van een ROM hebben ontvangen (~11%). Deze vervolfinanciering stelt ondernemingen in staat om hun groeipad te versnellen. Ook de loonkosten van personeel dat zich bezighoudt met speur- en ontwikkelingswerk en daarvoor een belastingkorting ontvangt via de WBSO-regeling groeit bij ondernemingen met financiering door een Seed Capital fonds sneller dan bij vergelijkbare ondernemingen die een eerste financiering via een ROM hebben verkregen.

#### Seed Capital – fonds – Mainport Innovation Fund

Het Mainport Innovation Fund is opgericht in 2009 door KLM, Schiphol Group, Rabobank en TU Delft. Het fonds richt zich op innovaties in de logistieke sector. Na MIF is er een tweede fonds (MIF II) opgezet waarbij ook NS en Havenbedrijf Amsterdam zijn ingestapt. Beide fondsen worden ondersteund vanuit de Seed Capital-regeling. Zonder Seed Capital hadden de huidige aandeelhouders niet geparticipeerd in de fondsen; ze zien het als een cruciale schakel om in de vroege fase te investeren. De fondsen worden beheerd door NBI Investors. Naast deze fondsen beheert NBI nog twee andere fondsen (Seedfonds Shift Invest en Dutch Greentech Fund). Deze fondsbeheerder wordt bijgestaan door een fondscommissie die bestaat uit de partijen die investeerden in MIF en MIF II.

MIF is opgezet in 2009 met een grootte van €8 miljoen. 50% van dit budget komt vanuit de Seed Capital-regeling. In 2011 is MIF begonnen met investeren, waarbij er in totaal tien participaties zijn gedaan met 95% van het beschikbare kapitaal. Deze bedrijven ontwikkelen bijvoorbeeld technologie om sneeuw te ruimen op luchthavens, monitoring systemen op luchthavens voor vogels, revolutionaire technologie voor het opwekken van windenergie of software voor logistieke planning. Drie van deze bedrijven zijn inmiddels failliet. De huidige fair market value van het fonds is €16,9 miljoen euro. Op basis van de verkochte bedrijven kent het fonds momenteel een hefboom van 1,4 op de publieke investering; de verwachting is dat deze stijgt tot het einde van de desinvesteringperiode (in 2021).

Door de toetreding van Havenbedrijf Amsterdam en NS heeft MIF II haar focus verbreed. Dit fonds is in 2015 opgericht. De totale fondsgrootte is €18,3 miljoen. €6 miljoen vanuit het moederfonds is gematched met €6 miljoen vanuit Seed Capital. Daarnaast is er nog €6,3 miljoen beschikbaar gekomen vanuit het moederfonds. Dit moederfonds maakt participaties mogelijk die niet aan de Seed Capital-regeling voldoen, zoals later-stage investeringen. Vanuit dit tweede fonds is er inmiddels geïnvesteerd in 4 bedrijven, onder meer in Mobility-as-a-Service (MaaS) oplossingen.

Samenvattend: Seed Capital fondsen investeren in snelgroeiende en innovatieve ondernemingen. Deze fondsen verschaffen behalve geld ook kunde en kennis aan de ondernemingen waarin ze investeren. Uit de enquêtes en microdata analyse blijkt dat ondernemingen sneller groeien (mede omdat de betrokkenheid van een Seed Capital fonds ook gepaard gaat met verbeterde vervolfinanciering, zie paragraaf 4.1.2). De groei van deze ondernemingen ligt hoger dan de groei bij vergelijkbare ondernemingen die hun eerste financiering via een ROM verkrijgen. Deels is dit omdat de gemiddelde eerste investering door Seed fondsen twee keer zo hoog ligt als de eerste investering door een ROM (zie ook hoofdstuk doelgroepenbereik). Hierdoor hebben bedrijven die via een Seed Capital fonds geld aantrekken meer mogelijkheden om hun groei te financieren. Andere mogelijke oorzaken voor de verschillen in groei, zoals een verschil in doelstellingen/selectiecriteria van de investeerders, zijn niet onderzocht. Er kan worden geconcludeerd dat Seed Capital fondsen investeren in innovatieve en snelgroeiende ondernemingen en ook na investering betrokken blijven (met strategisch advies en hulp bij het zoeken naar vervolfinanciering) en daarmee bijdragen aan de verdere ontwikkeling van deze ondernemingen. Dit alles is conform de doelstelling van de Seed Capital regeling.

## 4.2 Groeifaciliteit

De Groeifaciliteit heeft als primaire doelstelling om het MKB te helpen aan risicodragende financiering. Grofweg zijn er drie typen fases te onderscheiden waarvoor de Groeifaciliteit wordt ingezet:

- Ondernemingen in een **groeifase** (financiering voor de start van een onderneming, van innovatie, voor groei of voor internationalisering).
- Ondernemingen in de fase van een **bedrijfsovername**.
- Ondernemingen die behoefte hebben aan versterking van hun **buffervermogen**.

Uit interviews met de RVO blijkt dat de beoogde doelstelling is dat er meer risicokapitaal beschikbaar komt voor het MKB. De toegevoegde waarde kan op verschillende niveaus zitten; individuele transacties, financieringsniveau (aantal fondsen gebruiken Groeifaciliteit als leverage) en het inzetten van Groeifaciliteit bij fundraising door fondsen. De inzet van Groeifaciliteit moet leiden tot een interessante investeringspropositie middels het realiseren van een betere risico/rendementsverhouding voor het fonds en dus ook de investeerders in het fonds.

Uit de enquêtes met financiers (N=13) die gebruik maken van de Groeifaciliteit blijkt dat de inzet van de Groeifaciliteit-garanties als volgt verdeeld is over de drie bovengenoemde fases: in 49,5% van de gevallen wordt de Groeifaciliteit ingezet voor financiering bij ondernemingen in de groeifase, in 36,7% van de gevallen voor bedrijfsovername en in de overige 13,8% voor buffervermogen.

De onderliggende doelen waar de Groeifaciliteit voor wordt ingezet die uit de enquête (N=17) zijn gebleken zijn met name voor innovatie (53%) en voor het uitbreiden van de activiteiten in Nederland (59%).

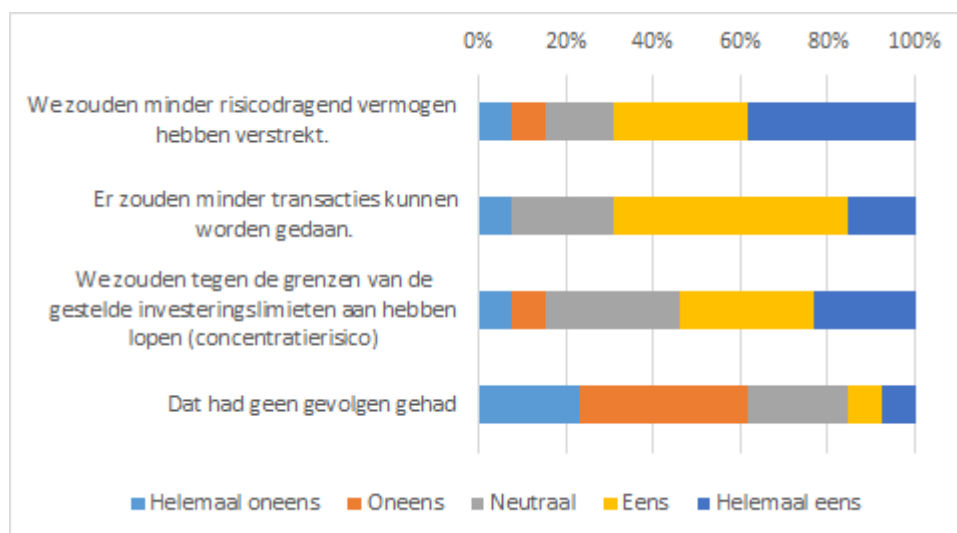
Echter, RVO documenteert een andere indeling van de soorten investeringen. Dit is opvallend omdat zij zelf duidelijk de drie bovenstaande typen onderscheiden: groeifase, bedrijfsovername en buffervermogen. De categorieën waar de financier uit kan kiezen op het meldingsformulier van de garantie zijn als volgt: is er sprake van een starter, MBO/MBI, groei/spronginvestering of bedrijfsovername. Hierbij is de term starter enigszins misleidend, aangezien de Groeifaciliteit in het algemeen niet bedoeld is voor vroege fase ondernemingen. De Groeifaciliteit is als volgt ingezet: starter (3,7%), MBO/MBI (11,6%), groei/spronginvestering (55,1%) en bedrijfsovername (6,5%). Let wel, sommige financiers hebben bij meerdere opties een 'ja' aangevinkt en ruim 30% van alle financiers heeft bij alle optie een 'nee' aangevinkt. Volgens deze indeling maakt veruit het grootste deel gebruik van de Groeifaciliteit om groei of een 'sprong' te financieren. Het ontbreekt aan gegevens om het gebruik

van de Groeifaciliteit naar één van de drie fasen te relateren aan de stand van de conjunctuur. Het zou bijvoorbeeld mogelijk kunnen zijn dat de Groeifaciliteit tijdens economische laagconjunctuur vaker ingezet wordt om het buffervermogen te versterken.

#### 4.2.1 Additionaliteit van de regeling

Uit interviews met enkele financiers blijkt dat zij een aantal investeringen in bedrijven hebben gedaan die ze zonder de Groeifaciliteit waarschijnlijk niet zouden hebben gedaan. Hierbij geven zij wel aan dat het moeilijk te voorspellen is wat de markt dan gedaan had. De financiers proberen op het scherpst van de snede in te zetten, waar de markt dreigt af te haken. Daarentegen geven grotere financiers aan dat financieringen die niet onder garantie van de Groeifaciliteit konden worden gebracht wel gewoon zijn verstrekt.

Uit de enquêtes (N=13) met financiers die gebruik maken van de Groeifaciliteit regeling blijkt dat het wel of niet gebruik maken van de Groeifaciliteit in de meeste gevallen wel degelijk invloed heeft op de financieringsaanvragen. Uit onderstaand figuur blijkt dat het overgrote deel (69%) minder risicodragend vermogen zou hebben verstrekt en er zouden minder transacties zijn gedaan wanneer er geen gebruik gemaakt kon worden van de Groeifaciliteit. Daarnaast geeft 54% aan dat ze tegen de grenzen van de gestelde investeringslimieten aan zouden lopen (concentratierisico). Slechts 15% geeft aan dat het geen gevolgen zou hebben op hoe ze om gaan met financieringsaanvragen.



Figuur 48: Impact van de Groeifaciliteit. (N=13 financiers)

Op dit moment is volgens uiteenlopende betrokkenen de noodzaak van de Groeifaciliteit een stuk kleiner vanwege gunstige economische omstandigheden (lage rente en veel beschikbaar kapitaal). In de toekomst, wanneer het weer slechter gaat op de financiële markt, kan het, met name voor kleinere maatschappijen, lastig zijn om financieringen te verstrekken. Een alternatief voor de Groeifaciliteit is om een andere financieringspartner te zoeken. Dit gebeurt maar hierdoor is men minder flexibel.

Uit interviews is naar voren gekomen dat de financiers het gevoel hebben dat de Groeifaciliteit in de crisisjaren een vlucht heeft genomen. Financiers hadden het zwaarder en dus moest er een groter deel met equity gefinancierd worden. Dat risico werd door de Groeifaciliteit afgedekt. Vanwege de huidige gunstige conjunctuur zou er minder behoefte aan de Groeifaciliteit zijn.

Toch is de hoop van de financiers dat de regeling niet wordt afgeschaft. Want als er een nieuwe crisisperiode aanbreekt zal er mogelijk weer een soortgelijke regeling moeten worden opgezet, maar dan is alle kennis verloren en kost het tijd om een nieuwe regeling op te starten. Met name de partijen die wat meer risico-avers zijn zullen in tijden van crisis zonder de Groeifaciliteit geen risico-investeringen meer doen. De Groeifaciliteit heeft dus zijn functie in een crisis, waardoor gewenst is dat de regeling in stand blijft.

Wat hierboven wordt gezegd, namelijk dat de Groeifaciliteit vooral belangrijk is in crisisjaren, komt niet overeen met de aangeleverde data van RVO. Als er wordt gekeken naar Figuur 24 dan blijkt dat er in 2014 en 2016 samen voor bijna net zo veel garant is gestaan als voor de jaren 2007-2010. In 2016 is zelfs het grootste bedrag onder garantstelling gebracht. Dit komt niet overeen met de gedachte dat de Groeifaciliteit vooral wordt gebruikt in de crisisjaren. De nuance zit er in dat de regeling op de top en de bodem van een cyclus niet veel gebruikt wordt, maar wel bij de neergang en zeker ook bij een herstellende economie. Bij de neergang om een bedrijf overeind te houden, bij aantrekkende economie na de crisis hadden veel bedrijven het risicodragende vermogen meer nodig om de groei te kunnen financieren.

#### 4.2.2 Gebruik van de regeling

Van de 67 geaccrediteerde financiers hebben 32 financiers geen gebruik gemaakt van de garantstelling. Van de vier ROM's die een accreditatie hebben, maken drie daadwerkelijk gebruik van de Groeifaciliteit en van de vijf banken met een accreditatie maken er vier gebruik van de Groeifaciliteit. Het overgrote deel, 30 financiers, die geen gebruik maken van de Groeifaciliteit maar wel een accreditatie hebben, zijn participatiemaatschappijen.

De accreditatie wordt in sommige gevallen als kwaliteitsstempel gebruikt zonder actief gebruik te maken van de regeling. Dit was met name in het begin het geval maar inmiddels neemt dit aantal af. De voornaamste reden waarom de financiers geen gebruik maken van de accreditatie, maar er wel één hebben is dat ze het 'op de plank willen hebben liggen' voor het geval dat ze de faciliteit nodig hebben.

De redenen waarom geen gebruik wordt gemaakt van de accreditatie zijn onder andere dat veel financiers een winstdeling structuur kennen waardoor ze niet graag een premie afdragen aan de overheid. De financiers worden immers beloofd wanneer er winst wordt behaald maar door de premie moet de financier een deel van de winst inleveren. Anderzijds zijn financiers enorm gegroeid, wanneer een financier gelimiteerd is in omvang kan deze dankzij de Groeifaciliteit grotere deals doen, maar de grotere financiers hebben dit niet nodig en zetten het daarom minder snel in.

##### **Verliesdeclaraties**

Uit 2017 is er bij 65 garanties een verliesdeclaratie ingediend, de cumulatieve actuele garantiestand van deze garanties bedroeg €30,1 miljoen. Daarvan is €27,9 miljoen geclaimd en hiervan is €25,3 (90,6%) miljoen goedgekeurd. Het goedgekeurde bedrag aan verliesdeclaraties bedraagt 12,1% van het totale garantstelling bedrag vanuit de Groeifaciliteit. Dat de hoogte van de ingediende claims lager is dan het uitstaande garantie kapitaal heeft te maken met dat een financier slechts een partieel verlies heeft geleden of doordat de financier al wist, door een vooroverleg met RVO, dat een deel van de garantie niet tot een uitkering zou leiden. Dat de hoogte van de uitkering alsnog lager uitkomt dan het geclaimde bedrag heeft te maken met het feit dat de financier zich niet heeft gehouden aan de voorwaarden van de regeling of dat blijkt dat er een anti-misbruikbepaling van kracht is. Van misbruik kan sprake zijn indien financiers verliezen declareren bij de overheid, terwijl zij via een omweg, buiten de regeling om, zelf geheel of gedeeltelijk hun aandeel in het verlies hebben weten te compenseren, bijvoorbeeld via hoge managementvergoedingen.

Daarnaast bestaat er de mogelijkheid dat er een correctie op het garantiebedrag wordt doorgevoerd. Redenen van correcties kunnen zijn dat de hoogte van de garantie niet overeenkomt met de daadwerkelijke financiering, extra aflossingen zijn niet gemeld of dat de financier wijzigingen heeft doorgevoerd waar geen vereiste goedkeuring van RVO voor is gevraagd. Daarnaast kunnen redenen zijn dat de financier slechts een partieel verlies heeft waardoor niet het hele garantiebedrag geclaimd wordt. Of de financier heeft naast het gegarandeerde bedrag risicokapitaal verstrekt dat niet onder de garantie valt. Daarvoor wordt een pro rata correctie op de uitbetaling doorgevoerd, als een anti-misbruikregeling. Het totaalbedrag van deze correcties is €4,6 miljoen.

#### 4.2.3 Effect op het financieringsecosysteem

Uit interviews met enkele financiers blijkt dat zij ervaren dat de toegang tot financiering is verbeterd voor ondernemingen met een wat hoger risico. Dankzij de Groeifaciliteit maken zij toch kans op een financiering doordat de garantie het risico verlaagt voor de financier. Hierbij hebben zij het wel specifiek over wat jongere ondernemingen die net aan hun eerste omzet toe zijn. Dit is niet de doelgroep van de Groeifaciliteit.

Financiers geven aan dat zij de Groeifaciliteit ervaren als een toevoeging in het financieringsecosysteem. Zij zouden deze faciliteit graag willen behouden ook al is de noodzaak en het gebruik van de Groeifaciliteit in de huidige gunstige economische tijd minder groot. Vorig jaar is als gevolg van de introductie van Invest-NL besloten om de Groeifaciliteit uit te faseren met de belofte om een alternatief in de markt te zetten onder Invest-NL. De financiers weten nog niet wat dit gaat betekenen voor de faciliteit en welk alternatief er eventueel voor in de plaats komt.

## 4.3 DVI

DVI heeft als primaire doelstelling om risicokapitaal beschikbaar te stellen aan bedrijven die in de seed- of groeifase zitten. De realisatie van dit doel verloopt via het op marktconforme wijze financieren van fondsmanagers die actief zijn op de Nederlandse venture capital markt. De aanname die bij het formuleren van het beleid gedaan is, is dat het stimuleren van (een deel van) die markt ten goede komt aan de beschikbaarheid en inzet van risicokapitaal.

Deze paragraaf beschrijft in hoeverre er sprake is van een doeltreffende regeling. Hierbij komt eerst aan bod wat de relevantie is van cijfers over de *Nederlandse in- en uitstroom van risicokapitaal* via DVI. Vervolgens volgt een analyse van verschillende mechanismen waarmee DVI zou kunnen bijdragen aan een positieve ontwikkeling van de beschikbaarheid van risicokapitaal in Nederland. Het betreft hier *'crowding-in' in afzonderlijke fondsen, de doorgroei van fondsteams, en het uitbouwen van een venture capital sector.*

### 4.3.1 Nederlandse in- en uitstroom van risicokapitaal

Een wellicht intuïtieve maar incorrecte manier om doeltreffendheid te analyseren is door simpelweg te inspecteren waar de DVI-bijdrage aan het EIF belandt. Als DVI-fondsen méér dan alleen de omvang van het DVI-budget in Nederland investeren zou dit kunnen wijzen op een effectieve manier om de nationale beschikbaarheid van risicokapitaal te vergroten (zeker ten opzichte van niets doen, maar ook ten opzichte van DVI-budget rechtstreeks als subsidie ter beschikking stellen aan fondsmanagers of innovatieve bedrijven).

Zoals besproken in paragraaf 3.3 blijkt in de praktijk dat DVI-fondsen vier keer zoveel in Nederland investeren als dat ze van EIF aan DVI-middelen ontvangen. De verhouding tussen DVI-budget en Nederlandse investeringen geeft op het oog een positief beeld van de doeltreffendheid. Het is echter belangrijk om te realiseren dat dit *resultaat* niet per se een *effect* is. Onderdeel van de EIF-procedures is namelijk dat er met aanvragende fondsmanagers wordt afgestemd hoeveel DVI zij in hun EIF-financiering willen opnemen. Naarmate ze meer in Nederland verwachten te investeren zullen ze met een hoger DVI-aandeel kunnen werken. Als gevolg ligt het voor de hand dat de 'kapitaalbalans' gunstig uitslaat voor Nederland; dit is direct gekoppeld aan het feit dat fondsen met een sterkere oriëntatie op het buitenland ook minder op DVI zullen leunen bij hun aanvraag bij het EIF. Dat fondsen met een DVI-bijdrage vanuit EIF überhaupt een deel van hun middelen in het buitenland investeren is overigens ook geen indicatie voor de aan- of afwezigheid van een beleidseffect. Tegenover het vermeende 'wegvloeien' van die middelen staat immers dat internationaal opererende fondsen meer expertise bezitten om hun investeringen te gelde te maken, en daardoor ook weer extra middelen van andere investeerders kunnen aantrekken (o.a. om grotere investeringsrondes mogelijk te maken). De vraag is dus welke signalen wél zicht geven op de mate waarin DVI de beschikbaarheid van risicokapitaal in Nederland vergroot.

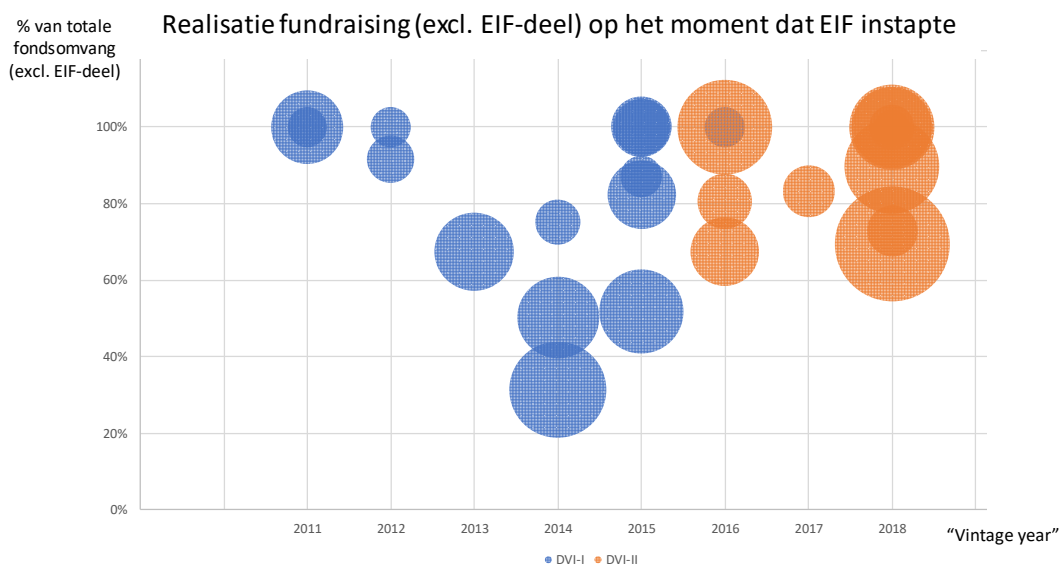
### 4.3.2 Crowding-in in afzonderlijke fondsen

Op de eerste plaats is er een relatie tussen DVI en het volume aan aanvullend investeringskapitaal dat fondsteams bijeen kunnen krijgen voor hun fondsen. Niet alleen ten tijde van de economische crisis was het lastig voor fondsteams om private financiering aan te trekken; ook nu nog geldt dat durfkapitaal typisch een lastige markt is vanwege de risico's en de energie die het kost om van investeringen een succes te maken.

EIF gaat normaliter, en dus ook binnen het DVI-mandaat, selectief te werk bij het beoordelen van fondsvoorstellen. Factoren die een rol spelen bij het besluit om al dan niet in een fonds te investeren betreffen onder meer de kwaliteit en het trackrecord van het fondsmanagement, de structuur van het fonds, focus op environmental, social, en governance (ESG) aspecten, de aanwezigheid van andere private investeerders in het fonds, en of het fonds problemen heeft ervaren met het ophalen van voldoende privaat geld. Tevens vindt er een grondige due diligence plaats van het fondsmanagement. Fondsmanagement moet eigen geld inleggen en er zijn key man clauses.

Doordat EIF door allerlei gesprekspartners erkend wordt als een zorgvuldige en betrouwbare partij helpt het volgens de fondsmanagers als EIF adviseert om in een fonds te investeren. Ze stellen dat enkele fondsen zonder het EIF-aandeel waarschijnlijk nooit van start waren gegaan, aangezien juist het EIF-keurmerk en de bijbehorende publieke middelen ervoor zorgden dat er crowding-in was van bijvoorbeeld (voorzichtige) institutionele partijen die anders waarschijnlijk niet waren ingestapt.

In theorie kan het EIF-aandeel 50% van de fondsomvang bedragen, maar in de praktijk valt dit gemiddeld zo'n vier tot vijf keer lager uit. Gewogen naar fondsomvang was het EIF-aandeel 12,1% bij DVI-I, en (momenteel) 10,7% in DVI-II.<sup>76</sup> Uitgangspunt in de gehanteerde procedures is dat EIF maximaal de ruimte wil geven aan het aantrekken van bijdragen vanuit andere investeerders. De toegevoegde waarde van DVI schuilt in het feit dat er zorgvuldig bekeken wordt hoeveel EIF dient bij te dragen om een fonds haar eerste closing te laten halen. Als blijkt dat een fonds op voldoende belangstelling vanuit andere investeerders kan rekenen wordt het EIF- (en dus DVI-)aandeel in een fondsplan minimaal gehouden. Onderstaand figuur toont voor de diverse DVI-fondsen op welk deel van hun uiteindelijke fondsomvang EIF kapitaal toezegde. In totaal zijn er 11 van de 21 fondsen waarbij EIF deelnam met specifiek als doel de beoogde fondsomvang te halen; de vier bollen in 2018 zijn in Figuur 49 over elkaar heen getekend. Om de first closing te maken neemt EIF gemiddeld genomen ook een wat hoger aandeel (21%). Naar eigen zeggen van EIF geldt in al die gevallen dat de fondsen zonder de EIF-bijdrage kleiner waren geweest, en dat enkele ervan zelfs helemaal niet hadden kunnen starten.



Figuur 49: Moment waarop EIF in DVI-fonds stapte, uitgedrukt als % van de uiteindelijke fondsomvang zonder de EIF-bijdrage zelf. Bij 100% leverde EIF dus het laatste deel voor closing. De bollen-omvang is gebaseerd op de grootte van de fondsen. Bron: EIF.<sup>76</sup>

Bij het merendeel van de fondsen volgen er na de handtekening van EIF nog meer investeringen. In het geval van DVI-I stapte EIF in op gemiddeld 69% van de voorlopig uiteindelijke fondsomvang. Anders gezegd: nadat EIF met o.a. DVI-I ging deelnemen haalden de fondsen nog 46% extra op ten opzichte van het bedrag dat ze (met EIF erbij) al hadden. De grootste uitschieter is een fonds dat nog 219% extra middelen aantrok. Bij DVI-II zijn dergelijke ontwikkelingen nog minder zichtbaar vanwege de kortere looptijd, maar ook daar is er na EIF-deelname al gemiddeld 13% extra investeringskapitaal opgehaald. Over het hele portfolio genomen komt de hoeveelheid extra aangetrokken middelen momenteel uit op +27% ten opzichte van de fondsomvang ten tijde van EIF-deelname. In euro's is dat ruim €687 miljoen. Afgezet tegen enkel het gecommiteerde DVI-aandeel in de fondsen (€193 miljoen

<sup>76</sup> De getallen in deze paragraaf zijn ontleend aan een EIF-overzicht verkregen op 2 november 2018. Hierin zijn dus ook fondsen opgenomen waarvoor EIF nog in mei/juni/juli 2018 toezeggingen heeft gedaan.

in DVI-I en €175 miljoen in DVI-II), is dat is dat een ophoging van +187%.<sup>77</sup> Uiteraard kunnen niet al die extra middelen toegeschreven worden aan het effect van EIF/DVI; mogelijk was het de fondsmanagers zelfstandig ook gelukt. Welbeschouwd zijn er eigenlijk maar weinig fondsen waarbij EIF instapte nog voordat de fundraising al half voltooid was, hetgeen niet aansluit bij het beeld dat juist EIF de katalysator is voor het aantrekken van extra middelen. Daar staat tegenover dat EIF haar vertrouwen in een fondsplan ontleent aan de mate waarin fondsteams eerst zelf aan private investeringen weten te komen. Vaak weten die fondsteams eerst middelen te vinden bij partijen die echt sterk geïnteresseerd zijn, en volgt vervolgens de uitdaging om ook het laatste deel van de fundraising te voltooien. Op basis van bovenstaande gegevens lijkt EIF met DVI maar zeer beperkt een rol te spelen in het eerste stadium van fundraising; de nadruk ligt eerder op het zelf leveren van middelen om de first closing te behalen, of om andere investeerders te helpen overtuigen alsnog in te stappen.

EIF tracht de aanzuigende werking van DVI te maximaliseren door in principe niet meer mee te doen na de first closing van een fonds; de aanname is dan dat de fondsmanagers de erkenning vanuit EIF niet meer nodig hebben. EIF doet wel weer mee als er vervolgfondsen komen. Daarbij geldt namelijk opnieuw dat bepaalde groepen investeerders pas geneigd zijn in te stappen als er een partij als EIF blijkt van vertrouwen geeft. Doordat fondsmanagers op dat punt meer ervaring hebben lijkt de participatie van EIF wat minder doorslaggevend. De kapitaalvolumes nemen in vervolgfondsen doorgaans toe, maar procentueel beoogt EIF juist gaandeweg terug te schalen. Dit gebeurt niet alleen door het toepassen van een strikt beleid, maar ook doordat fondsmanagers zelf minder op EIF willen leunen als ze doorgroeien. Bij jongere fondsen wordt het vaak prettig gevonden dat EIF condities stelt die onderhandeling met derden vervolgens makkelijker maken, terwijl ervaren fondsmanagers dit juist als beknellend kunnen ervaren. Ook zaken als rapportageverplichtingen en andere administratieve aangelegenheden maken dat de vraag naar EIF afneemt op het moment dat fondsmanagers alternatieven hebben om hun closing te halen. Specifiek voor DVI geldt bovendien dat fondsmanagers zich naar eigen zeggen liever niet committeren aan voor Nederland geormerkt geld als ze niet zeker zijn dat ze daar ook voldoende zullen investeren. Uit de data blijkt vooralsnog maar beperkt dat het EIF-aandeel in vervolgfondsen lager is; dat bedraagt momenteel 9,7% (tegen 11,4% in het hele portfolio). Zonder de fondsen die nog met fundraising bezig zijn ligt het gemiddelde bij de vervolgfondsen echter op slechts 7,4%; dit gemiddelde neemt immers af als fondsen nog extra kapitaal weten aan te trekken.

#### **DVI – SET investering in Greenflux**

SET Ventures investeert in Europese technologiebedrijven die een impact hebben op het toekomstige energiesysteem. In juni 2018 werd samen met duurzaam energiebedrijf Eneco een minderheidsbelang verworven in Greenflux door middel van een investeringsronde met een omvang van €11 miljoen. De bestaande aandeelhouders BOM Brabant Ventures en ICT Group NV namen ook deel aan deze ronde.

De komende jaren komen er miljoenen elektrische auto's op de markt. GreenFlux biedt een totaaloplossing voor het beheer van laadinfrastructuur voor elektrische voertuigen. GreenFlux ondersteunt energiebedrijven, netbeheerders en partijen in de automotive sector om laadpalen op afstand te beheren, transacties te verwerken en het laadproces af te stemmen op de capaciteit van het elektriciteitsnet. De GreenFlux service werkt vanuit de cloud en kan integreren met laadpalen van elk merk of type. Het platform van GreenFlux zorgt ervoor dat partijen die laadpalen exploiteren snel, goed en voordelig kunnen uitrollen.

De investering vanuit SET wordt aangewend voor investeringen in technologie en internationale verkoop. "Het is het team van GreenFlux gelukt om een leidende positie in het beheer van laadinfrastructuur op te bouwen", aldus Anton Arts, Partner bij SET Ventures. "Met deze investering wordt de internationale groei uitgebouwd en het innovatietempo in de markt voor elektrische mobiliteit versneld".

DVI speelt een essentiële rol in het investeringsfonds van SET, zowel door de directe financiële bijdrage als vanwege het kwaliteitsstempel vanuit het EIF richting andere aandeelhouders. In Nederland zijn er relatief veel

<sup>77</sup> De gemiddelden hebben steeds ook betrekking op de bijdrage aan EAF en de vier recente fondsen uit DVI-II waarvan de fundraising nog niet voltooid is. Laten we die even buiten beschouwing, dan is er na EIF-deelname nog 32% extra opgehaald. T.o.v. de DVI-middelen komt dit overeen met een ophoging van 251% ('post-EIF investeringen door derden' / DVI-investering).

partijen die de eerste ontwikkelingsfase van een bedrijf kunnen steunen, maar veel minder fondsen die kunnen door-investeren in de opschalingsfase. De fondsomvang die DVI mogelijk heeft gemaakt, maakt het mogelijk om vooruitstrevende technologiebedrijven internationaal succesvol te laten zijn. In de markt voor elektrisch vervoer heeft Nederland een koppositie en met de ondersteuning door DVI aan SET Ventures kan deze positie bestendig worden.

Er zijn ook andere uitvoeringsaspecten die het aannemelijk maken dat DVI niet onnodig wordt ingezet bij fondsen die het niet nodig hebben. Illustratief in dit kader is ook een constructie die EIF tegenwoordig wel eens hanteert wanneer ze afspraken maakt met fondsmanagers op weg naar hun first closing. Een deel van het overeengekomen investeringskapitaal wordt soms achtergehouden tot aan het moment dat die first closing moet plaatsvinden. Met het deel dat al wel 'hard' wordt toegezegd kan het fondsmanagement andere investeerders benaderen. Het is aannemelijk dat fondsmanagers zich zullen inspannen om zo snel mogelijk hun closing-bedrag op te halen, omdat dit ten goede komt aan hun reputatie, omdat de condities bij privaat geld gunstiger kunnen zijn, én omdat ze dan sneller kunnen starten met investeren. Mocht op de sluitingsdatum van de first closing blijken dat het toch niet gelukt is om voldoende aanvullende middelen uit de markt te halen, dan kan het fondsmanagement terugvallen op de middelen waarvoor EIF enkel een 'zachte' toezegging gaf. Deze terugval-constructie zorgt er dus voor dat fondsmanagers geprikkeld worden om met een beperkte EIF-deelneming zoveel mogelijk crowding-in te genereren. De garantie van het ingehouden deel waarborgt dat fondsen bij tegenslag ook van start kunnen, zij het onder condities die ze minder prefereren dan een snelle closing zonder overheidssteun.

In totaal is er in DVI-II drie keer sprake van een situatie waarbij het oorspronkelijk toegezegde bedrag is verlaagd om meer ruimte te bieden aan private fondsinvesteerders.<sup>78</sup> Bij DVI-I werd dit nog niet gedaan. Wel komt het bij DVI-I twee keer voor dat een fonds uiteindelijk niet van de grond kwam omdat er onvoldoende private investeringen te vinden waren. Dat de terugvalconstructie alleen bij DVI-II is ingezet suggereert dat EIF meebeweegt met de mate waarin fondsmanagers mogelijkheden hebben om aan kapitaal te komen.

### 4.3.3 Doorgroei van fondsteams

Behalve via een aanzuigende werking op fondsniveau draagt de inzet van DVI ook bij aan het ontwikkelen van professionele fondsteams, hetgeen eveneens kan zorgen voor het aantrekken van extra investeringskapitaal. EIF ziet er met haar grondige due diligence op toe dat de middelen alleen terecht komen bij fondsmanagers met een sterk fondsplan en een hoge mate van professionaliteit. In totaal heeft EIF meer dan 10 fondsteams afgewezen, meestal omdat het plan of de fondsstructuur nog onvoldoende in orde waren. EIF verzorgt geen trainingen om afgewezen fondsteams te begeleiden, maar biedt desgewenst wel een terugkoppelgesprek aan om de afwijzingsgronden door te nemen. Enkele fondsteams zijn na afwijzing teruggekomen met een verbeterd plan, soms met succes.

Bij het inzetten van de middelen wordt ruimte gelaten aan zowel 'emerging managers' als ervaren fondsteams. Doel is om de eerstgenoemde categorie te laten doorgroeien tot de tweede categorie. Hierbij wordt veel waarde gehecht aan teamstabiliteit; EIF tracht te waarborgen dat succesvolle fondsmanagers in de gelegenheid zijn om de stap te maken naar een niveau met grotere fondsomvang en grotere geïnvesteerde bedragen. Een dergelijk traject komt immers ten goede aan het ontwikkelen van specialisatie op het vlak van venture capital en het uitbouwen van startups in het domein waarin een fondsteam actief is. Continuïteit is van belang voor de fondsteams ("het is zonde als expertise verloren gaat als het team uiteenvalt bij gebrek aan ontwikkelingsmogelijkheden"), maar ook voor de bedrijven waarin zij participeren ("het is zonde als die in buitenlandse handen komen omdat hun groei niet langer gefinancierd kan worden"<sup>79</sup>). Wat dat laatste betreft is het overigens positief dat er met het implementeren

<sup>78</sup> EIF (19 juli 2018). Dutch Venture Initiative - Investment Committee presentation DVI-I & DVI-II.

<sup>79</sup> Vanuit de regeling gezien is dit laatste punt voor discussie vatbaar. Voor de continuïteit van een bedrijf is het gunstig als buitenlandse investeerders bereid zijn om in kapitaal te voorzien. Het risico is dat de buitenlandse investeerders de koers of



van het 'Dutch Growth Co-investment programma' een extra mogelijkheid bij EIF is ontstaan om te investeren in afzonderlijke bedrijven die plots een vlucht nemen. Dit programma met een budget van €100 miljoen is geen onderdeel van DVI, maar een separaat initiatief van EIF en het Netherlands Investment Agency (de voorloper van InvestNL).

Wanneer het mede dankzij benutting van DVI lukt om expertise op het vlak van venture capital te kweken neemt de kans toe dat die fondsmanagers zelf in staat zijn om investeerders te bewegen tot deelname in hun (vervolg-)fondsen. In directe zin neemt het belang van EIF/DVI af als fondsmanagers zich ontwikkelen, maar het effect daarvan groeit wanneer de ondersteunde managers beter in staat raken om effectief middelen aan te trekken en in te zetten. Er zijn aanwijzingen dat juist de meer ervaren en omvangrijke fondsen goed presteren. Dit biedt een wenkend perspectief voor jongere fondsmanagers en hun participaties. Daarnaast zorgt het revoluerende karakter van de investeringen ervoor dat het succes ook weer ten goede kan komen aan nieuwe fondsen en fondsmanagers.

#### 4.3.4 Uitbouwen van de venture capital sector

Tenslotte is de bijdrage van DVI nog op een derde niveau (naast fondsen en fondsteams) te beschouwen: de venture capital sector als geheel. In interviews wordt regelmatig gesteld dat bijdragen aan het opbouwen van een professionele en omvangrijke risicokapitaalmarkt een zelfversterkend effect kunnen hebben. De aanname daarbij is dat investeerders en startups minder belangstelling voor Nederland of zelfs Europa zullen hebben als er daar, ten opzichte van bijvoorbeeld de Verenigde Staten en enkele Aziatische landen, veel minder mogelijkheden zijn om kleine innovatieve bedrijven uit te laten groeien tot grote ondernemingen. Om mee te kunnen komen helpt het als er hier fondsen zijn die zich kunnen meten met hun buitenlandse evenknieën. Daarnaast wordt wel gesteld dat de aanwezigheid van grote fondsen met hoge rendementen bijdragen aan de kans dat ook pensioenfondsen zich meer met durfkapitaal gaan bemoeien. Dat laatste zou een substantiële impuls kunnen geven aan de risicokapitaalmarkt, al wordt ook gesteld dat het met huidige regelgeving rondom dekkingsgraden onwaarschijnlijk is dat hier snel beweging in komt.

Bezien vanuit het perspectief van de venture capital sector als zodanig is het belangrijk om te herhalen (zie paragraaf 3.3) dat er vooralsnog vier fondsteams zijn die eerder gebruik hebben gemaakt van de Seed Capital regeling, en twee fondsen die tegelijkertijd gebruik maken van Seed en DVI. Er zijn ook nog vijf Seedfondsen waarover EIF negatief heeft geadviseerd richting DVI. Deze getallen suggereren dat de doorstroom op het niveau van fondsteams op gang komt, maar niet bijzonder omvangrijk is. Dat DVI zelf nog maar relatief kort bestaat maakt hier weinig uit; de Seed Capital regeling biedt immers wel al meer dan tien jaar steun aan fondsmanagers. Uiteraard zullen lang niet al die managers in staat zijn of zelfs maar belangstelling hebben om de stap naar DVI te maken. Tegelijkertijd zijn er ongetwijfeld ook fondsen die vanaf de seed-fase participeren in bedrijven, en nu met hun portfolio mee willen ontwikkelen richting grotere investeringsbedragen. Dat er niet meer Seedfondsen van DVI gebruik maken kan erop wijzen dat de aansluiting op dat punt suboptimaal is. Een mogelijke verklaring is dat EIF met haar strikte controle op o.a. track record in de praktijk maar beperkt mogelijkheden biedt voor fondsmanagers die willen promoveren naar fondsen met een grotere omvang. Het zou ook kunnen zijn dat het knelpunt juist schuilt in die grotere fondsomvang. Uit de interviews komt duidelijk naar voren dat men DVI vooral geschikt acht voor fondsen vanaf €40 miljoen of zelfs €50 miljoen. Pas vanaf die omvang vinden fondsmanagers het zelf haalbaar om een ervaren en deskundig team van minimaal drie managers samen te stellen (cf. de eisen van EIF) dat in staat is om jarenlang op hoog niveau startups te helpen doorgroeien. Als fondsen van €50 – €100 miljoen investeren in gemiddeld een stuk of acht startups impliceert dat weinig ruimte voor startups die op zoek zijn naar 'slechts' enkele miljoenen. Bij de analyse van de Seed Capital regeling bleek al dat managers van Seedfondsen de stap naar het DVI-segment vaak (te) groot vinden.

Vanuit DVI zelf worden investeringen in een lager segment mogelijk gemaakt via het European Angel Fund (EAF), waar EIF in 2015 €45 miljoen van het DVI-I budget in heeft geïnvesteerd. Het EAF biedt business angels 50% financiering, en functioneert dus als co-investment faciliteit. Volgens het jaarverslag van september 2018 waren er

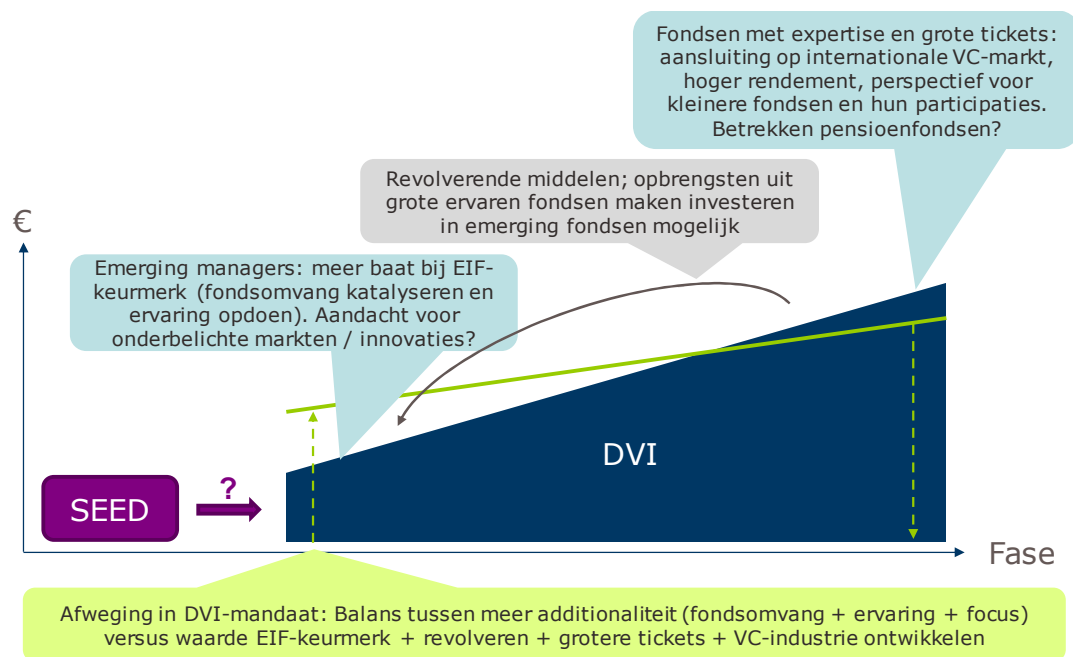
---

zelfs locatie van het bedrijf willen wijzigen, maar hoe dit zich verhoudt tot het voordeel van meer risicokapitaal mobiliseren is lastig te zeggen.

op dat moment tien van dat soort toezeggingen gedaan, voor in totaal ruim €26 miljoen aan DVI-middelen (daarmee resulterend in ruim €52 miljoen aan investeringskapitaal). Gezien de investeringsperiode van 5 jaar ligt EAF op koers. Zes van die tien business angels hadden volgens het jaarverslag ook al in bedrijven geïnvesteerd. Hierbij ging het om 13 bedrijven in totaal (11 uit Nederland), vooral in de startup-fase. Het totaal geïnvesteerde bedrag komt uit op €2,3 miljoen. Dit toont dat de business angels zich primair toeleggen op investeringen van enkele tonnen tot hooguit een miljoen euro. De faciliteit voor business angels voorziet daarmee in middelen en aandacht voor bedrijven die een relatief gering volume aan risicokapitaal zoeken (enkele tonnen tot hooguit een miljoen euro). Voor het dichten van de kloof tussen seed- en groeikapitaal in het segment van 2-5 miljoen euro komt de faciliteit minder van pas, ook omdat fondsteams zoals bekend uit de Seed Capital-regeling bij EIF alleen voor de 'reguliere' DVI-middelen terecht kunnen.

#### 4.3.5 Synthese

Onderstaand figuur dient ter illustratie van een aantal belangrijke mechanismen in de werking van DVI.



Figuur 50: Synthese van werkingsmechanismen DVI.

Emerging managers, die in de due diligence een performance-rating van B of C in plaats van A krijgen, hebben relatief veel baat bij het feit dat EIF hen op basis van onder meer het DVI-mandaat kan ondersteunen. Doordat het effect van crowding-in hier sterk is ten opzichte van de fondsomvang van die managers kan men vermoedelijk spreken van een hoge mate van additionaliteit (i.e. effect per euro DVI). Daar komt bij dat emerging managers in de positie zijn om fondsen op te zetten voor domeinen waar meer ervaren fondsteams weinig oog voor hebben. Men kan hier denken aan domeinen waar vanuit het Nederlandse R&D-, innovatie- en valorisatiebeleid prioriteit aan wordt gegeven. Als er mede onder invloed van dergelijk beleid startups ontstaan in domeinen waar expertise en belangstelling vanuit reguliere fondsen ontbreekt, is het wenselijk dat er vanuit DVI bijgedragen wordt aan fondsen die zich wél toeleggen op het uitbouwen van die startups. Behalve 'all-round' fondsen buiten de life sciences bevinden zich in het huidige portfolio ook (relatief kleine) DVI-fondsen die zich toeleggen op cleantech, fintech en ICT. Op het moment dat dergelijke fondsen helpen aan het uitbouwen en opschalen van ondernemingen met kansrijke innovaties is het te verwachten dat hier een positieve economische en maatschappelijke impact van uitgaat. Harde cijfers op dit punt zijn niet beschikbaar, maar het is aannemelijk dat de gebruikelijke behoefte aan

seed- en groei-kapitaal van startups net zo sterk van toepassing is op bedrijven die innovaties ontwikkelen waarmee een bijdrage geleverd wordt aan competitiviteit en (of zelfs in combinatie met) maatschappelijke transitie.<sup>80</sup>

Tegelijkertijd moet opgemerkt worden dat ook de ondersteuning van ervaren fondsteams met grote fondsen een aantal voordelen kent. De aanwezigheid van steun voor dergelijke fondsen maakt immers dat er perspectief is voor zowel de emerging managers als hun participaties: beide zijn erbij gebaat dat ze bij succes voldoende mogelijkheden hebben om door te groeien richting grotere fondsen en geïnvesteerde bedragen. De prikkel vanuit DVI is waarschijnlijk minder doorslaggevend voor de closing van die grotere fondsen (die soms groot zijn juist omdat ze al veel andere investeerders aan boord hebben), maar het volume en rendement daarvan maakt dat DVI uiteindelijk bijdraagt aan een sterkere venture capital sector met aantrekkingskracht op binnenlandse en buitenlandse investeerders en startups. Hetzelfde is aan de orde bij steun voor (Nederlandse) fondsen die relatief weinig van hun fondsomvang in Nederland investeren, oftewel die relatief veel in het buitenland actief zijn: doordat zij relatief succesvol zijn trekken ze andere (private) investeerders aan. Het positieve rendement op fonds-op-fonds niveau creëert extra mogelijkheden voor EIF om emerging fondsen te financieren. Deze aanpak draagt bovendien bij aan het aanwakkeren van belangstelling van institutionele investeerders als pensioenfondsen. Ten opzichte van andere landen zijn de Nederlandse pensioenfondsen terughoudend in hun aanwezigheid op de risicokapitaalmarkt, aldus de geïnterviewde DVI-fondsmanagers zelf. Het is niet waarschijnlijk dat daar snel grote veranderingen in komen, maar mocht er toch beweging ontstaan dan is de fonds-in-fonds-structuur van DVI voor hen een relatief aantrekkelijke manier om grote bedragen te (laten) investeren.

De korte beschrijving van respectievelijke voordelen suggereert dat DVI krachtig is wanneer er een juiste balans wordt gevonden tussen investeren in emerging teams en in ervaren teams. Op dit moment zijn er geen tekenen dat de huidige strategie dermate onevenwichtig is dat er óf te weinig aanwas is van emerging managers óf juist onvoldoende groeiperspectief. Als DVI werkelijk meer verschil maakt bij de emerging teams ligt het volgens sommige gesprekspartners voor de hand om daar meer nadruk op te leggen. Andere geïnterviewden zetten daar tegenover dat dit ten koste kan gaan van de status van het “EIF-keurmerk”. Een belangrijk deel van de werking schuilt immers in het feit dat EIF een solide reputatie heeft als het gaat om het selecteren van gedegen fondsen. Naarmate er meer wordt opgeschoven richting financiering van ontlukkende fondsmanagers en domeinen ontstaat er een grotere kans dat de status en prestaties van het EIF aangetast raken, hetgeen op langere termijn ook weer nadelig is voor de emerging managers die voor hun vervolgfondsen het EIF benaderen.

Bovenstaande reflectie op accenten in het met (mede) met DVI gefinancierde spectrum van fondsen gaat uit van het belang van een gezonde keten van financieringsmogelijkheden. Fondsen en uiteindelijk bedrijven zijn gebaat bij een aangesloten reeks van financiering die past bij de ontwikkeling van kapitaalbehoeften in de diverse levensfasen van bedrijven. Essentieel in dit kader is dus ook dat het ‘DVI-spectrum’ van fondsen een vervolg geeft aan andere bronnen in het financieringslandschap. In hoeverre DVI aansluit op de Seed Capital regeling (en bijbehorende fondsen) komt verder aan bod in de integrale analyse in paragraaf 6.4.

---

<sup>80</sup> Ter illustratie: één van de bevindingen uit de evaluatie van de Topsectorenaanpak is dat er vooruitgang is in het opstellen en implementeren van kennis- en innovatie-agenda’s voor duurzame groei; tegelijkertijd wordt er ook geconstateerd dat het mobiliseren van kapitaal en het betrekken danwel creëren van startups achterblijft. In dat kader is het relevant dat er vanuit DVI wordt nagestreefd om een fondsen- en daarmee bedrijven-portfolio te ondersteunen met ruimte voor startups en doorgroeiers vanuit diverse gebieden.

## 5 Doelmatigheid van Seed, GF en DVI

Dit hoofdstuk behandelt de doelmatigheid van de drie regelingen. Doelmatigheid betreft de mate waarin de ingezette middelen bijdragen aan het bereiken van de doelstellingen van de drie regelingen en in welke mate de kosten in verhouding staan tot de opbrengsten. Aan de orde komen onder meer de uitvoeringskosten, (eventuele) opbrengsten, de administratieve lasten en de werking van selectie- en adviescommissies. Evenals in de andere hoofdstukken worden de regelingen afzonderlijk behandeld. De belangrijkste bronnen voor de analyse van de doelmatigheid bestaan uit de interviews, de enquête onder (Seed-)fondsmanagers en enkele rapportages (bijv. jaarverslagen van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat).

### 5.1 Seed Capital regeling

Bij de bespreking van de doelmatigheid van de Seed Capital regeling komen de volgende onderwerpen aan de orde:

- Uitgaven en opbrengsten van de regeling (met apart aandacht voor de revolverendheid, hefboom-effecten en de uitvoeringskosten).
- Functioneren van de adviescommissie en RVO.
- Tevredenheid over de regeling.
- Administratieve lasten die de aanvragers en gebruikers (fondsen) van deze regeling ervaren.
- Impact van het afschaffen van het verstrekken van de beheerskosten aan de fondsen.

#### 5.1.1 Uitgaven en opbrengsten Seed Capital regeling

Bij de bespreking van de uitgaven wordt gelet op zowel de investeringsbedragen die de overheid beschikbaar stelt aan Seedfondsen als de kosten die gemoeid zijn met de uitvoering van de regeling door RVO. Bij de opbrengsten wordt in het bijzonder gelet op de revolverendheid van de investeringen en de hefboom-effecten.

In de volgende tabel worden de publieke uitgaven en opbrengsten in het kader van de Seed Capital regeling getoond. Het gaat hier om de investeringsbedragen en de revolverendheid van deze investeringen (de bedragen omvatten geen uitvoeringskosten).

Tabel 7: Uitgaven en opbrengsten Seed Capital regeling (realisatie; x 1.000; 2012 – 2017)<sup>81</sup>

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Uitgaven	12.350	16.500	13.430	14.856	16.538	18.461
Opbrengsten	585	2.188	3.209	14.508	10.647	12.413

Uit dit overzicht valt af te leiden dat de gerealiseerde uitgaven aan de Seed Capital regeling tussen 2012 en 2017 met bijna 50% zijn gestegen. Het begrote budget in 2018 (staat niet in de tabel) bedraagt €24 miljoen. Er zijn verschillende redenen aan te wijzen voor de stijging van deze uitgaven.

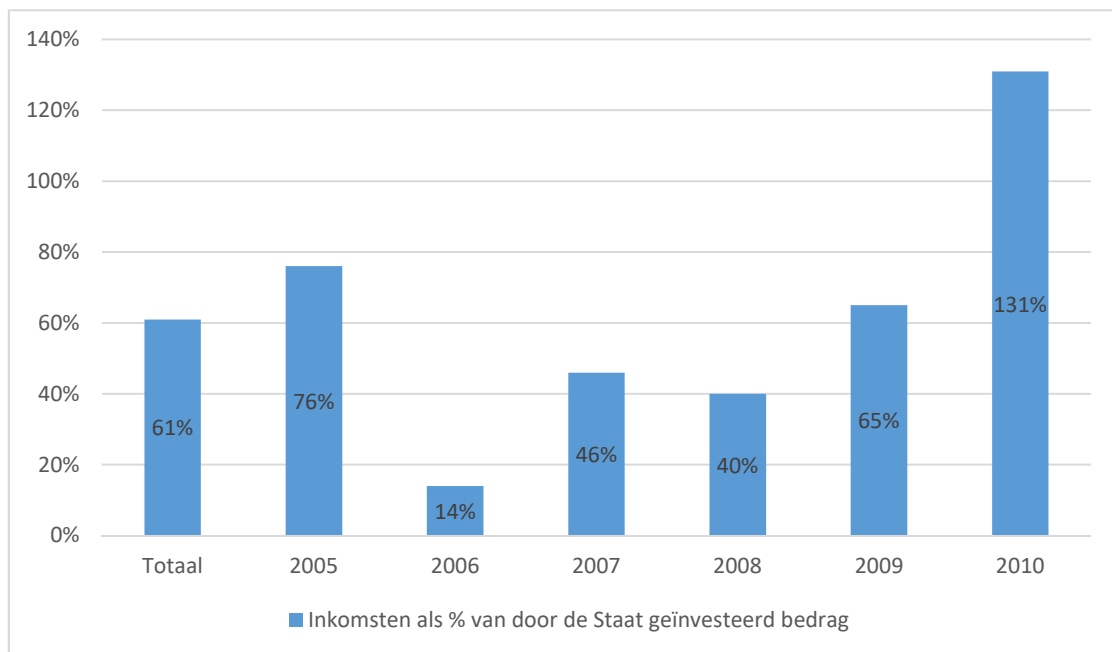
- Een groot deel van de onderbenutte ruimte in jaar t-1 wordt soms toegevoegd aan de begrotingsruimte in jaar t. De niet benutte ruimte in 2014 (€ 2,4 miljoen) is bijvoorbeeld toegevoegd aan de begroting in 2015. Soms voldoen niet alle fondsen aan de in de regeling gestelde voorwaarden waardoor niet het volledige plafond kon worden benut (hiervan is bijvoorbeeld sprake in 2016). Verder is het van belang te realiseren dat de overheid pas geld overmaakt bij een daadwerkelijke participatie van een Seedfonds in een bedrijf. Tussen een committering en een participatie kan een periode van zes jaar zitten.

<sup>81</sup> Bron: Jaarverslagen van het ministerie van Economische Zaken en Diergezondheidsfonds (2015, 2016 en 2017).

- Een herschikking binnen het Toekomstfonds en de ontwikkeling van nieuwe instrumenten in dat fonds (waaronder de regeling voor Seed Business Angels) leidt tot een hogere financiële committering en besteding aan de Seed Capital regeling (in 2017 bijvoorbeeld €0,8 miljoen).
- Een financiële bijdrage van andere ministeries aan de regeling. In 2017 heeft het ministerie van VWS €6,8 miljoen beschikbaar gesteld voor de sectorspecifieke tender eHealth.
- Meevallers in de opbrengsten die toegevoegd worden aan het Seed investeringsbedrag aan de zijde van de overheid. De meevallers in de ontvangsten uit de Seed Capital regeling bedragen € 12,1 miljoen. Dit betreft de periode 2005-2010 waarbij geen rekening is gehouden met de uitvoeringskosten van de regeling.

De opbrengsten uit de Seed Capital regeling zijn sinds 2012 fors toegenomen. De reden voor deze toename is dat een aantal participaties die de Seedfondsen hebben genomen in startups beginnen te renderen in de loop van de jaren. Het is overigens voor de overheid lastig om vooraf in te schatten wanneer de terugontvangsten exact zullen plaatsvinden. Dit hangt af van het tijdstip waarop participaties van het startersfonds worden verkocht (en dat kan schommelen per jaar).

In haar jaarverslaglegging over 2017 meldt het ministerie van EZK dat de Seed Capital regeling naar verwachting en conform de doelstelling van de regeling **gedeeltelijk revolverend** is. Op basis van administratieve gegevens van RVO kunnen we meer inzicht geven in de revolverendheid van de investeringen in de periode 2005 – 2010.



Figuur 51: Revolverendheid van de Seed Capital regeling.<sup>82</sup>

Het figuur toont de gerealiseerde inkomsten voor de rijksoverheid als percentage van het (door de overheid) geïnvesteerde kapitaal, per jaar, voor de Seedfondsen die in 2005 tot en met 2010 gestart zijn. In de portefeuilles van deze fondsen bevinden zich nog ruim 100 ondernemingen waarvoor de verwachtingen uiteenlopend zijn. Deze verwachtingen zijn niet meegenomen in het bovenstaand overzicht. RVO verwacht op basis van rapportages van de Seedfondsen dat de investeringen uiteindelijk bijna helemaal terugverdiend zullen worden. Uit het bovenstaande overzicht blijkt dat:

<sup>82</sup> Het betreft alleen gerealiseerde resultaten (t/m 12 september 2018). De geschatte beheerskosten (met de aanname van 2% van het totale investeringsbudget per jaar) zijn meegeteld. De uitvoeringskosten van RVO zijn niet meegenomen in dit overzicht.

- Van de fondsen die in de periode 2005 t/m 2010 zijn gestart, is tot op heden 61% van de investering van de rijksoverheid terugverdiend.
- Van de fondsen die in 2005 gestart zijn, is 76% van de totale investering door de rijksoverheid terugverdiend.

De Seedinvestering vanuit de overheid leidt tot een **hefboomeffect**. Dit effect wordt in de breedte gesignaleerd, zowel door RVO, de adviescommissie als de fondsmanagers. De geïnterviewde fondsmanagers geven aan dat de bijdrage van de overheid fondsen over de drempel helpt investeringen te doen in startups die zij anders niet zouden hebben gedaan. De Seed Capital regeling vermindert het risico. Dit beeld wordt bevestigd in de enquête waar ruim 60% van de respondenten aangeeft dat zonder de Seed bijdrage er minder middelen van andere investeerders beschikbaar zouden zijn geweest. Een bijdrage vanuit de Seed Capital regeling geeft het fonds ook een kwaliteitsstempel die het eenvoudiger maakt later andere investeerders te laten aanschuiven. Ook zorgt de opzet van de Seedregeling dat er een hefboomeffect optreedt. Eén van de vereisten is immers dat een Seedfonds minimaal drie onafhankelijke aandeelhouders heeft. Daar staat tegenover dat sommige fondsen waar de Seed Capital regeling in investeert ook financiering ontvangen uit andere publieke middelen (van een regionale ontwikkelingsmaatschappij of van EIF).

De hefboom kan op basis van de totale inleg in Seedfondsen en de publieke en private bijdrage berekend worden. Tot en met 2017 is (afgerond) een bedrag van €263,7 miljoen aan het door Seed Capital regeling beschikbaar gesteld kapitaal aan de fondsen gecommiteerd. De totale committering van de fondsen is op datzelfde moment afgerond €539,7 miljoen. De hefboom is dus afgerond 2,05 (€539,7 miljoen / € 263,7 miljoen) en voldoet dus aan de doelstelling (>2). Met de inleg van private fondsen is het geld uit de Seed Capital regeling iets meer dan verdubbeld. De hefboom ligt mogelijk nog iets hoger, omdat private fondsen ook geld beschikbaar hebben gesteld voor moederfondsen van Seedfondsen (maar de omvang daarvan is onbekend) die onder meer vervolginvesteringen doen in door Seed gesteunde bedrijven.

Een ander aspect van de uitgaven betreffen de **uitvoeringskosten**. Deze kosten moeten in verhouding staan tot de omvang van de regeling. De jaarlijkse uitvoeringskosten –personeel, adviescommissie, tenders, marketing, ondersteuning, juridische bijstand, ICT – zijn sinds de start van de regeling (2005) gestegen van ruim €0,2 miljoen naar bijna €1,5 miljoen (zie de volgende tabel).

Tabel 8: Uitvoeringskosten Capital Seed regeling (afgerond; x1.000)<sup>83</sup>

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Totaal
241	462	414	492	903	878	711	709	818	788	1.106	1.299	1.472	10.293

In 2015 en 2016 werden bedragen van €2,3 miljoen en €1,3 miljoen beschikbaar gesteld voor de uitvoering van onder andere de regeling Vroegefasefinanciering, de regeling Innovatiekrediet en de Seed Capital regeling. De kosten voor de uitvoering van het Toekomstfonds (waarvan de Seed Capital regeling deel uitmaakt) waren oorspronkelijk niet begroot. Onbekend is welk deel van deze toezeggingen specifiek voor de uitvoering van de Seed Capital regeling zijn bedoeld. Uit de gegevens van RVO (zie hierboven) blijkt dat sinds 2014 de uitvoeringskosten bijna zijn verdubbeld. Deze stijging heeft onder meer te maken met het toenemend aantal Seed Capital fondsen, de invoering van de tenders en de bezoeken van de adviescommissie aan al deze fondsen. De totale uitvoeringskosten bedragen afgerond €10,3 miljoen, hetgeen neerkomt op 3,9% van de totale overheidsinleg (€263,7 miljoen). Hoewel er geen exacte norm bestaat voor de uitvoeringskosten, wordt de uitvoering als efficiënt ingeschat. Het is iets hoger dan bijvoorbeeld de uitvoeringskosten van de fiscale maatregel WBSO (2%),

<sup>83</sup> Bron: interne administratieve gegevens van RVO.

vergelijkbaar met de uitvoeringskosten van de Europese Structuurfondsen (4%) en lager dan de uitvoeringskosten van de Subsidieregeling Innovatieve Scheepsbouw (~11%).<sup>84</sup>

Ten tweede blijkt uit de interviews met RVO-medewerkers dat de uitvoering van de Seed Capital regeling in de afgelopen jaren efficiënter is gaan verlopen (dit wordt bevestigd door fondsmanagers in zowel de enquête als in de interviews). Dit heeft te maken een leercurve (regeling wordt nu langer uitgevoerd), en investeringen in de samenstelling, kennis en vaardigheden van het RVO-team. Dit team (~5 FTE) is in de afgelopen jaren qua omvang ongeveer gelijk gebleven, terwijl de werkvoorraad is gestegen. Dat noopt tot doelmatiger werken. Het aantal fondsen is toegenomen (en dus de beheerslasten ook) en er zijn extra opdrachten bijgekomen (o.a. Seed Business Angels, sectorspecifieke tenders).

### 5.1.2 Functioneren van de adviescommissie en RVO

In de aanvraagprocedure om als fonds voor een Seed Capital lening in aanmerking te komen, spelen de adviescommissie Seed en RVO een belangrijke rol. De aanvraagprocedure bestaat – conform de RVO beschrijving - uit een drietal fasen (zie ook paragraaf 2.2.3)<sup>85</sup>:

1. Idee: Het (beginnend) fonds (=aanvrager) neemt contact op met RVO om het idee voor het inrichten van een Seedfonds te bespreken en om na te gaan of dit idee binnen de regeling past.
2. Concept: De aanvrager stelt een concept fondsplan op. Dit concept kan door RVO worden getoetst op de mate waarin het binnen de regeling past.
3. Aanvraag: De aanvrager stelt een definitief fondsplan op en dient dit bij RVO in. Dit plan (vergezeld van een concept aandeelhouders- of samenwerkingsovereenkomst, concept statuten en een concept managementovereenkomst) wordt met een RVO-advies doorgeleid naar de adviescommissie Seed. Vervolgens adviseert de adviescommissie<sup>86</sup> over de ingediende aanvragen, waarbij de volgende criteria de volgorde bepalen<sup>87</sup>:
  - a. De mate waarin de aanvrager kan steunen op relevante ervaring en deskundigheid;
  - b. De mate waarin het fondsplan bijdraagt aan de opbouw van succesvolle ondernemingen door technostartersvennootschappen;
  - c. De mate waarin het fondsplan doelmatiger is ingericht.

RVO en de adviescommissie hebben dus gescheiden rollen in de aanvraagprocedure. RVO ondersteunt de aanvragers en bereidt de beraadslagingen van de adviescommissie voor. De minister van EZK neemt op basis van het advies een beslissing. RVO is vervolgens verantwoordelijk voor het opvolgen van de Seed Capital leningen. De Seedfondsen moeten periodiek rapporteren aan RVO over de voortgang. Tevens bereidt RVO de visitaties van de adviescommissie voor aan de fondsen.

Uit de enquête blijkt dat de respondenten (>90%) in de breedte tevreden zijn over de samenwerking met en communicatie door RVO. Ook bestaat er tevredenheid over de rol van de adviescommissie, hoewel deze wat lager ligt dan de tevredenheid over RVO (>70%).

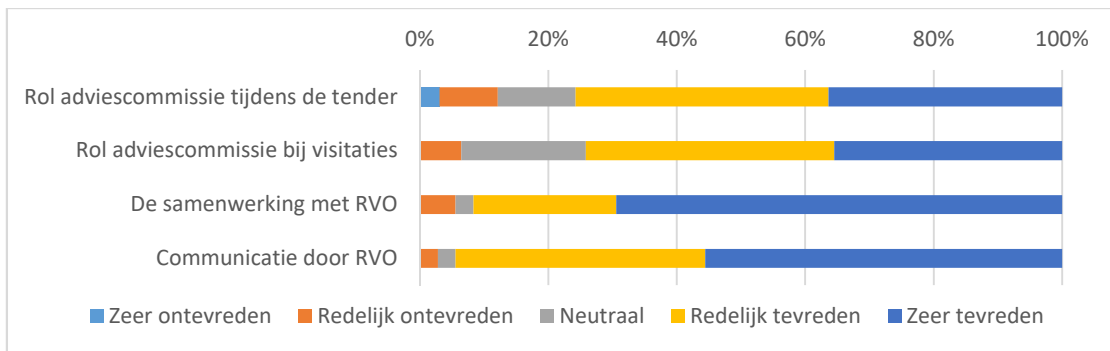
---

<sup>84</sup> Erac (2012), Eindrapport. Onderzoek naar de impact van de concept Structuurfondsverordeningen 2014-2020 op de administratieve lasten en uitvoeringskosten van de Europese Structuurfondsen in Nederland, Boxtel. EIM (2012), Evaluatie WBSO 2006-2010 Effecten, doelgroepbereik en uitvoering, Zoetermeer. Dialogic (2014), Evaluatie Subsidieregeling Innovatieve Scheepsbouw 2007-2012, Utrecht.

<sup>85</sup> Bron: <https://www.rvo.nl/subsidies-regelingen/seed-capital/stappenplan-lening-aanvragen>

<sup>86</sup> Deze commissie bestaat uit zeven leden met relevante ervaring met het verstrekken van risicokapitaal aan (techno)starters. De commissieleden komen van buiten de overheid.

<sup>87</sup> Regeling nationale EZ-subsidies - Titel 3.10 Seed Capital technostarters.



Figuur 52: In hoeverre bent u te spreken over de volgende uitvoeringsaspecten van de regeling? (N=36 fondsmanagers)

Uit de toelichting blijkt dat RVO door de respondenten gewaardeerd wordt om zijn snelle, prettige en professionele communicatie. Deze waardering blijkt ook uit de reacties van de geïnterviewde Seed fondsmanagers. Bij deze groep bestaat het beeld dat RVO in de afgelopen jaren een kwaliteitsslag heeft gemaakt en dat de huidige adviseurs meer ervaring hebben opgebouwd en de taal van de risicokapitaalmarkt voor startups beter beheersen. Specifiek voor de aanvraagprocedure geven de geïnterviewde fondsmanagers aan dat RVO dan behulpzaam is, met de aanvrager meedenkt, goed aangeeft of een aanvraag past binnen de regeling en op welke punten de aanvraag verbetering vergt.

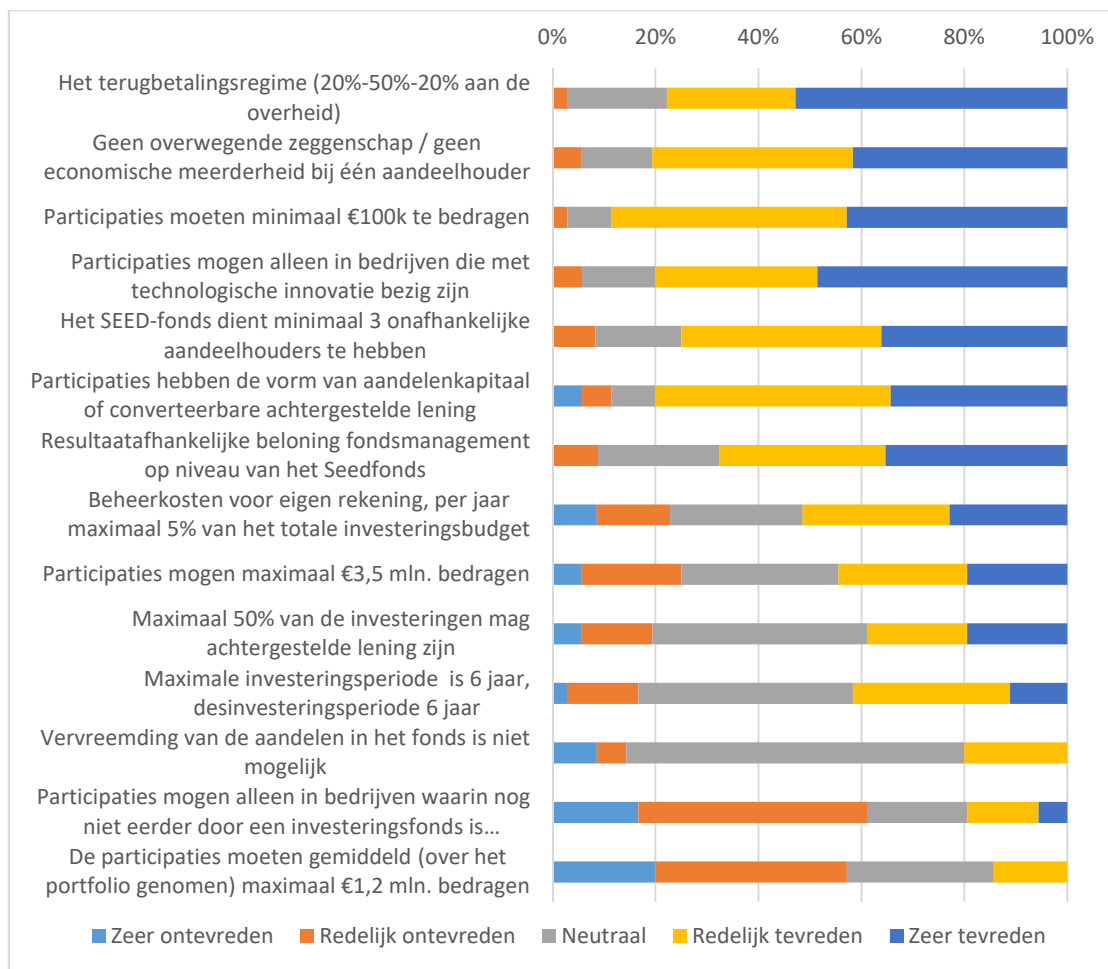
Over de adviescommissie zijn de respondenten in de breedte ook tevreden, maar er zijn ook kritische geluiden te bespeuren. Deze richten zich vooral op de samenstelling en expertise van de commissie en op de geringe transparantie van de besluitvorming. In de commissie zijn – volgens de geënquêteerde fondsmanagers – leden met een achtergrond in grote fondsen oververtegenwoordigd en redeneert men te veel vanuit de eigen ervaring. De samenstelling van de commissie varieert over de jaren ook nauwelijks. De geïnterviewde fondsmanagers maken gewag van mogelijke belangenverstremming binnen de commissie en de verschillende accenten die de commissie legt bij haar adviezen. De mogelijke belangenverstremming wordt niet door alle geïnterviewde fondsmanagers gedeeld. Bovendien heeft de adviescommissie interne afspraken dat commissieleden zich terugtrekken wanneer zij een (potentieel) belangenverstremming kunnen hebben. Dat gebeurt ook wanneer een aanvrager melding maakt dat zich in de commissie een belangenverstremming kan voordoen. Er zijn nogal wat fondsen die ervaring hebben opgebouwd met aanvraagprocedures en die kaart kunnen zij makkelijk uitspelen. De regeling is een generieke regeling en biedt volgens de commissie genoeg ruimte om in een bepaalde tender accenten te leggen en om nieuwkomers na een afwijzing te informeren over het advies. In een tender worden alle fondsen langs dezelfde meetlat gelegd (de zogeheten rangschikkingscriteria).

De visitaties van de commissie aan de fondsen zijn er op initiatief van de adviescommissie zelf gekomen. Tijdens een visitatie presenteert een fonds de algehele voortgang van het fonds en de huidige portefeuille. Ook spreekt de commissie apart met bedrijven waar het bezochte fonds een participatie in heeft genomen. Visitaties vinden minimaal eens per twee jaar plaats en worden voorbereid door RVO. De visitaties roepen verder weinig reacties op bij de fondsmanagers die in deze evaluatie betrokken zijn.

### 5.1.3 Tevredenheid over de Seed Capital regeling

We hebben aan de fondsmanagers in de enquête een aantal stellingen voorgelegd om hun tevredenheid over de verschillende aspecten van de Seed Capital regeling te meten. In onderstaand figuur staan de resultaten.





Figuur 53: Tevredenheid over de Seed Capital regeling (N=36 fondsmanagers).

Over zeven van de veertien aspecten zijn de respondenten redelijk tot zeer tevreden. Onder meer dat participaties minimaal €100K moeten bedragen, gevolgd door dat er geen economische meerderheid bij één aandeelhouder mag liggen, dat participaties alleen mogen plaatsvinden in bedrijven die met een technologische innovatie bezig zijn en dat de participaties de vorm moeten hebben van aandelenkapitaal of een achtergestelde lening. Ook het terugbetalingsregime geniet steun (zie verderop voor een bespreking hiervan). Relatief hoog scoren ook de voorwaarden dat een fonds minimaal drie aandeelhouders moet hebben en de resultaatafhankelijke beloning (zie voor de bespreking van dit punt verderop in de tekst). Het terugbetalingsregime wordt gewaardeerd, hoewel deze – volgens de respondenten – riant is voor de overheid. Tegelijkertijd is dit regime aantrekkelijk voor investeerders om toch het risico aan te durven van investeringen in de Seed fase. Ook wordt gewezen op het feit dat de regeling gebalanceerd is ingericht, bijvoorbeeld wat betreft de beheerskosten.

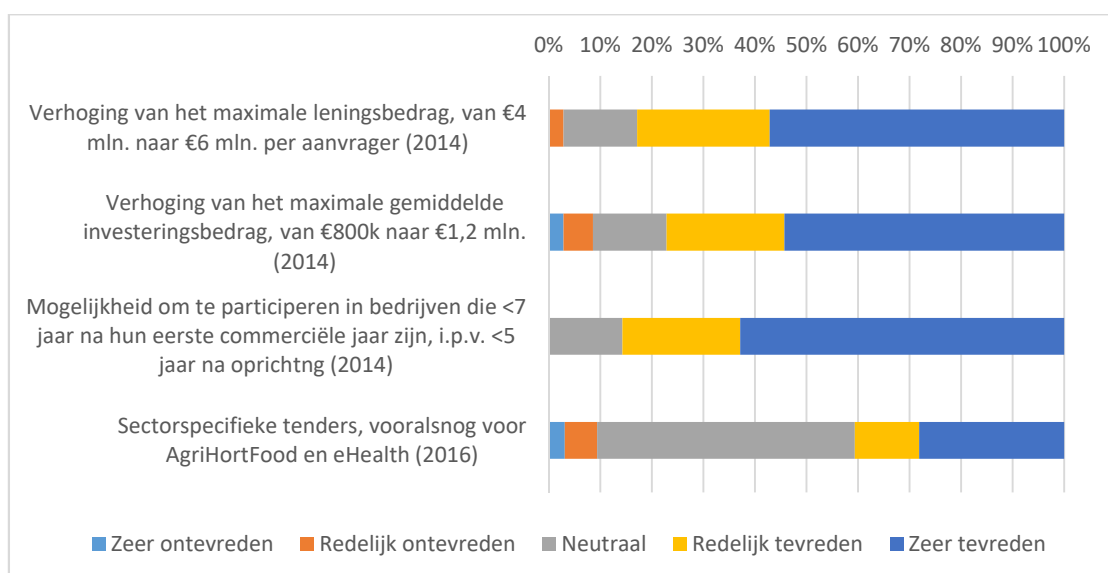
In de toelichting bij deze stellingen geven de respondenten vooral argumenten voor de minder hoog scorende stellingen:

- Dat participaties alleen in bedrijven mogen waar nog niet eerder door een investeringsfonds is geïnvesteerd, geniet relatief weinig steun (ruim 60% van de respondenten is hier redelijk tot zeer ontevreden over). De voorwaarde compliceert volgens hen de regeling en draagt niet bij aan het verkleinen van de equity gap. In deze fase van een onderneming komt stapeling van durfkapitaal van andere, niet Seedfondsen vaker voor (en is soms zelfs nodig). Deze beperking zou volgens een fondsmanager zelfs averechts kunnen werken, want een startup zou er bewust voor kunnen kiezen investeringen van een niet Seedfonds te weigeren, om te voorkomen dat men later geen beroep mag doen op Seed. Hierbij moet wel vermeld worden dat deze voorwaarde bedoeld is om ervoor te zorgen dat de Seedfondsen als eerste institutionele investeerder in een onderneming stappen die met een equity

gap komt. Als ondernemingen wel al deze financiering hebben kunnen krijgen, ondervinden zij immers geen equity gap. Seedfondsen zullen alleen maar naar achter schuiven.

- Dat participaties (over de portfolio genomen) gemiddeld maximaal € 1,2 miljoen moeten bedragen, krijgt ook kritiek van de respondenten (bijna 60% van hen is redelijk tot zeer ontevreden over deze voorwaarde). Deze opvatting is sinds de vorige evaluatie niet veranderd. Het vaststellen van een gemiddelde maakt dat kwantiteit boven kwaliteit wordt gesteld, aldus de geënquêteerde fondsmanagers. Het dwingt aanbieders van risicokapitaal om kleinere deals te doen, terwijl het juist gunstig kan zijn - ook voor RVO en EZK – dat een fonds doorinvesteert in een bedrijf. Vergelijkbare argumenten worden ook aangevoerd bij de stelling dat een participatie maximaal €3,5 miljoen mag bedragen (ongeveer een kwart van de respondenten heeft hier problemen mee). De financieringsbehoefte boven dit plafond neemt steeds meer toe, en de regeling is op dat punt te streng (aldus de fondsmanagers in de enquête). De achterliggende reden bij de voorwaarden is overigens om te stimuleren dat fondsen een gevarieerde portefeuille opbouwen.
- Dat maximaal 50% van de investeringen een achtergestelde lening mag zijn, roept ook reacties op bij de respondenten. Volgens de geënquêteerde fondsmanagers is de achtergestelde lening handig in vervolgrondes. Ook willen fondsen niet altijd met te veel aandelenkapitaal beginnen in relatief vroege fase bedrijven. Dat drijft de waardering op en dat is nadelig voor vervolgrondes.

De respondenten pleiten er dan ook voor om meer flexibiliteit in de regeling in te bouwen, bijvoorbeeld door grotere investeringen toe te staan. Dat zou ook de aansluiting naar scale-ups kunnen verbeteren. De Seed Capital regeling is in de afgelopen periode op enkele punten aangepast (zie de volgend figuur; zie ook paragraaf 2.2.2).



Figuur 54: In hoeverre bent u te spreken over de volgende aanpassingen in de regeling? (N=36 fondsmanagers)

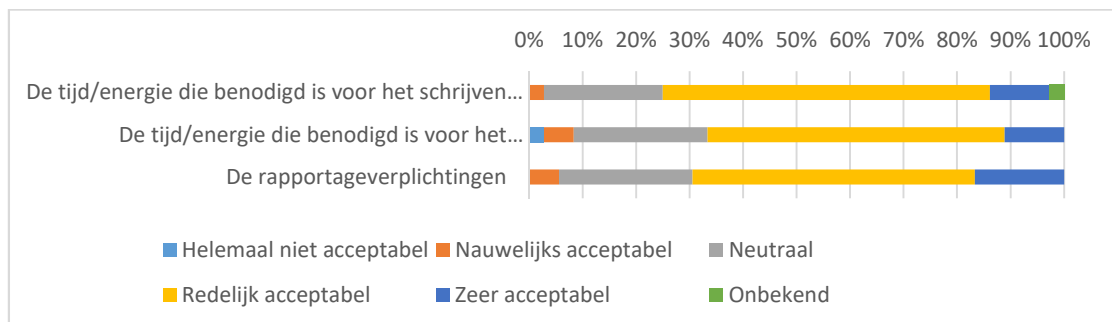
Vrijwel alle aanpassingen worden gesteund door de respondenten (evenals door RVO zelf als de adviescommissie). In een reactie geven de respondenten aan dat RVO goed geluisterd heeft naar de behoeften, dat de aanpassingen aansluiten bij de praktijk en dat ze meer flexibiliteit geven. Vooral de mogelijkheid om te investeren in bedrijven die maximaal zeven jaar na hun eerste commerciële jaar zijn in plaats van vijf jaar geniet steun. Dit maakt dat fondsen in minder risicovolle bedrijven kunnen stappen, maar draagt ook bij aan het ontstaan van een nieuw equity gap aan de voorkant (aldus respondenten). De verhoging van het maximale leningsbedrag helpt om grotere investeringen te doen (en daar was bij de fondsen behoefte aan). De verhoging van het gemiddelde investeringsbedrag naar €1,2 miljoen euro is een stap in de goede richting volgens de respondenten, maar zij wordt nog steeds als restrictief ervaren (zie ook hierboven). Over de sectorspecifieke tenders wordt verschillend en minder positief geoordeeld (zie paragraaf 2.2.2 voor een korte bespreking van deze tenders). Zij geven specifieke fondsen die zich op deze sectoren richten meer ruimte om te investeren, maar anderen wijzen er op dat de

onderbouwing voor deze sectoren mager is (het zou bijvoorbeeld logischer te zijn tenders expliciet te richten op sectoren met relatief meer equity gaps) en dat nichestrategieën tot minder resultaten zullen leiden.

#### 5.1.4 Administratieve lasten

Onder administratieve lasten vallen de inspanningen die aanvragers moeten verrichten om een aanvraag in te dienen en de (rapportage-)verplichtingen richting RVO waaraan Seed-fondsmanagers moeten voldoen nadat een aanvraag is goedgekeurd.

Over het algemeen worden deze lasten door de geënquêteerde fondsmanagers niet als te groot ervaren (zie de volgende figuur). Ongeveer driekwart van hen vindt de tijd/energie die nodig is voor het schrijven van de fondsaanvraag redelijk tot zeer acceptabel. Ongeveer tweederde stelt hetzelfde over de tijd/energie die benodigd is voor het aanleveren van de vereiste documenten. Ongeveer 70% van de respondenten vindt de rapportageverplichtingen acceptabel.



Figuur 55: In hoeverre vindt u de administratieve lasten acceptabel? (N=36 fondsmanagers)

Dit positieve beeld wordt bevestigd in het interview met de Seed-fondsmanagers. De aanvraagprocedure vergt een behoorlijke tijdsinvestering, maar daar staat tegenover dat een toekenning ook belangrijk is voor de aanvrager. Wel is het zo dat 'first time funds' hogere lasten ervaren, omdat ze minder gewend zijn aan dit soort procedures en het ook wat meer tijd kan kosten om de vereiste documentatie te verzamelen.

De rapportageverplichtingen richting RVO worden ook als acceptabel beschouwd, maar zij roepen wat meer reacties op. Seedfondsen moeten twee keer per jaar rapporteren aan RVO. Over het algemeen kunnen de fondsen dan de rapportages gebruiken die zij voor de eigen aandeelhouders opstellen. Dat is dus efficiënt, maar er worden wel enkele kanttekeningen geplaatst. Bedrijven waar een fonds in investeert, leveren pas in de loop van juli cijfers aan, terwijl RVO eind juli al een rapportering verwacht. Deze periode wordt als te kort ervaren door sommige fondsmanagers. Seed stelt ook iets andere eisen aan de aan te leveren informatie dan aan aandeelhouders, bijv. over veranderingen in de werkgelegenheid bij gesteunde starters. Ook ligt de frequentie van rapportering te hoog wanneer een fonds in een desinvestingsperiode verkeert. Vooral informal investors zijn minder gewend aan strikte rapporteringsverplichtingen en moeten daar ervaring in opbouwen.

#### 5.1.5 Vergoeden van de beheerskosten

Het feit dat de beheerskosten voor fondsmanagers niet door de overheid worden vergoed (in combinatie met een resultaatafhankelijke beloning op het niveau van het Seedfonds zelf) wordt in de breedte geaccepteerd, ook door de in dit onderzoek betrokken fondsmanagers. Letterlijk stelt de Seed Capital regeling daarover: "De particuliere sector zal ten minste 50% van de begroting van de startersfondsen voor haar rekening nemen. Zij zal evenwel alle kosten van het fondsmanagement moeten financieren aangezien de openbare autoriteiten daaraan niet bijdragen."<sup>88</sup> Ongeveer de helft van de geënquêteerde fondsmanagers accepteert dat deze lasten voor het fonds komen (zie Figuur 53), en ongeveer een kwart staat daar neutraal tegenover. De overige respondenten steunen

<sup>88</sup> EU (2005), Staatssteun N 105/2005 – Nederland "Technopartner Seed Faciliteit - Risicokapitaalfonds", paragraaf 2.8.1.

deze opzet niet. Uit de enquête onder fondsmanagers (zie Figuur 53) blijkt dat een ruime meerderheid (~70%) tevreden is met de invoering van resultaatafhankelijke beloning voor fondsmanagers op het niveau van het Seed-fonds (deze beloningsvorm is ook gebruikelijk in de markt).

Aanvullend zijn er afspraken tussen de overheid en de fondsmanagers gemaakt over de verdeling van de inkomsten die voortvloeien uit de investeringen van startersfondsen in bedrijven, namelijk: “tot de particuliere deelnemers het break even-punt hebben bereikt (uitgezonderd kosten voor het fondsmanagement), gaat 80% van de inkomsten naar de particuliere deelnemers en 20% naar de openbare autoriteiten. Nadat de particuliere partijen het break even-punt hebben bereikt, worden de inkomsten verdeeld op een 50-50%-basis tot de openbare autoriteiten het break even-punt hebben bereikt. Zodra de openbare autoriteiten het break even-punt hebben bereikt, zullen alle extra inkomsten die uit de technostarters worden gegenereerd, opnieuw worden verdeeld op de basis van 80% voor de particuliere sector en 20% voor de overheid.”<sup>89</sup>

Hier en daar wordt nog wel een kritische noot geplaatst, onder meer dat de overheid niet meebetaalt aan de kosten die gepaard gaan met de advisering omtrent het verkopen van participaties in gesteunde bedrijven (de exit). Dit punt wordt in de enquête ook door fondsmanagers gemaakt. De overheid profiteert hier volledig, maar deelt niet in de gemaakte kosten.

## 5.2 Groeifaciliteit

Deze paragraaf bespreekt de doelmatigheid van de Groeifaciliteit. Hierbij komen de volgende onderwerpen aan bod:

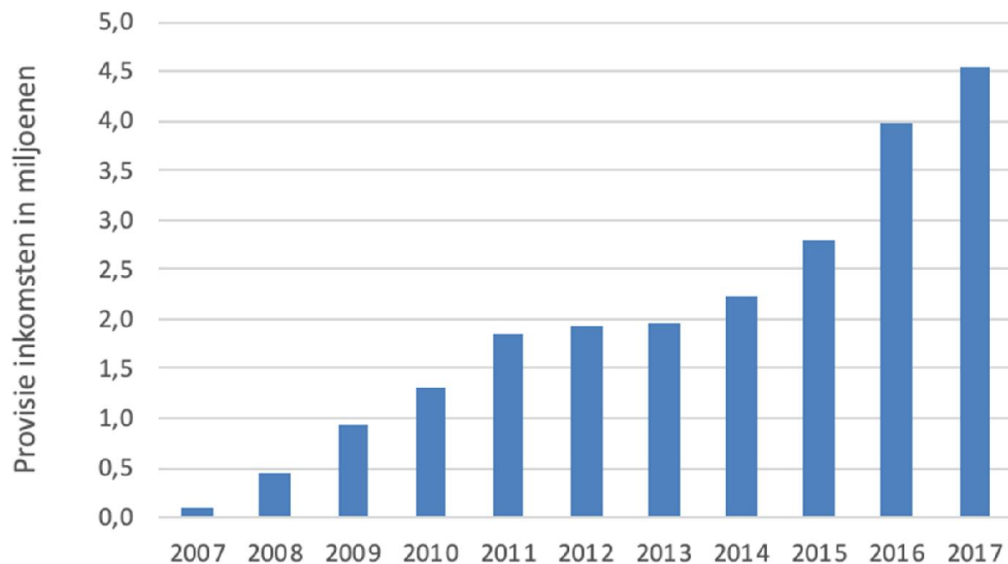
- De ontwikkeling van de provisie-inkomsten en de door de RVO gemaakte uitvoeringskosten van de Groeifaciliteit.
- De mate van kostendekkendheid van de regeling.
- De administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument.
- Functioneren van de adviescommissie en uitvoerders vanuit de RVO.

### 5.2.1 Ontwikkeling van de provisie-inkomsten

Naast de eenmalige quotumprovisie dienen financiers, mits zij een garantie hebben, jaarlijks een provisie te betalen aan de RVO. De provisie dient betaald te worden voor de duur van de financiering, maar tenminste voor 6 jaar. De maximale duur van de financiering met behulp van de Groeifaciliteit is 12 jaar. Tot eind 2017 is er sprake van een jaarlijkse provisie van 2,5%, voor zover de garantie betrekking heeft op niet converteerbare achtergestelde leningen. Indien RVO van mening is dat er sprake is van een ‘verhoogd risicoprofiel’, kan er een aanvullende provisie in rekening worden gebracht. De provisie-inkomsten van de Groeifaciliteit hebben zich als volgt over tijd ontwikkeld (zie volgend figuur).

---

<sup>89</sup> Idem.



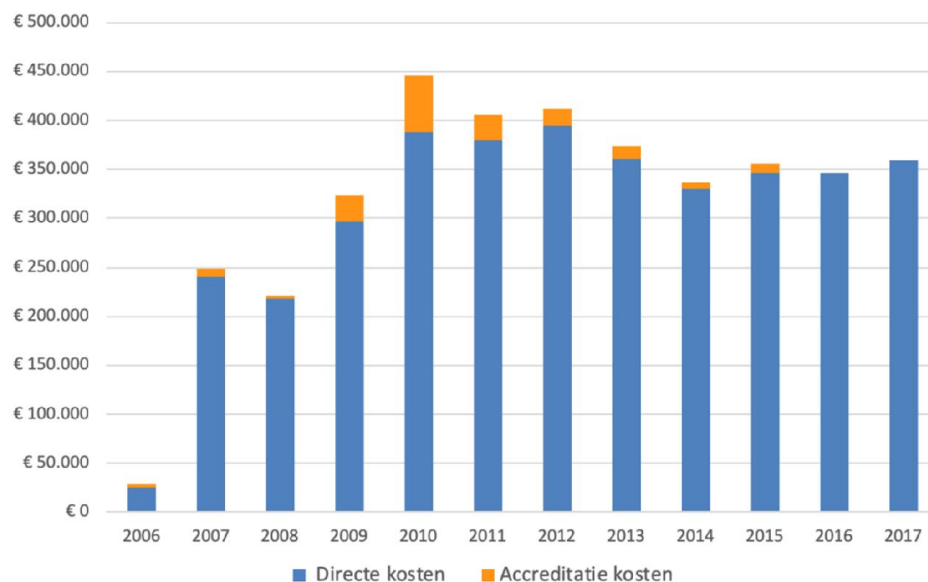
Figuur 56: Provisie-inkomsten Groeifaciliteit.

\* Deze gegevens zijn begin 2016 opgesteld voor de Europese Commissie. De gegevens over 2016 en 2017 zijn schattingen.

In de omvang van de jaarlijkse provisie-inkomsten is een duidelijk stijgende lijn waar te nemen. Deze stijgende lijn is te verklaren doordat er steeds meer garanties zijn afgegeven. In de beginperiode 2007-2011 wordt een grote groei waargenomen, deze groei stakte echter in 2011. Vanaf 2014 kan er echter weer worden gesproken over een sterke groei. In 2018 is de periodieke provisie verhoogd van 2,5% naar 3% om de kostendekkendheid van de regeling beter te waarborgen.

## 5.2.2 Uitvoeringskosten Groeifaciliteit

De door de RVO gemaakte uitvoeringskosten voor de Groeifaciliteit bestaan uit directe kosten en kosten voor het inrichten en uitvoeren van de accreditatieprocedure. De uitvoeringskosten zijn als volgt opgebouwd:



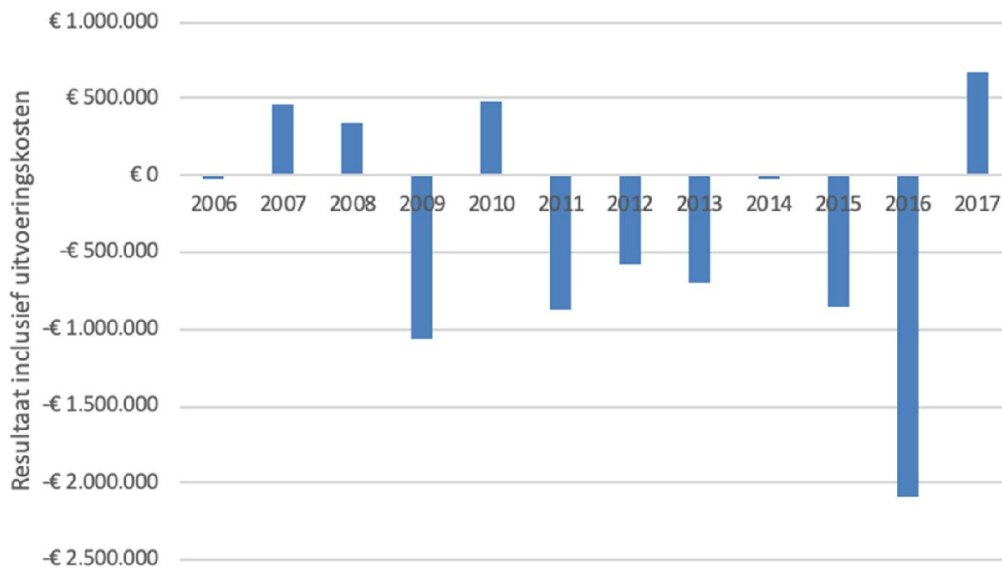
Figuur 57: Uitvoeringskosten Groeifaciliteit.

\* Deze gegevens zijn begin 2016 opgesteld voor de Europese Commissie. De gegevens over 2016 en 2017 zijn schattingen.

De directe kosten zijn na een groei in het begin van de regeling vanaf 2010 relatief stabiel gebleven. De accreditatiekosten schommelen over de jaren met een hoogtepunt in 2010. Dit valt te verklaren door het feit dat 18 financiers dat jaar een accreditatie hebben ontvangen. Wat opmerkelijk is, is dat er in 2015 accreditatiekosten zijn gemaakt, terwijl geen één financier een accreditatie heeft ontvangen. Dat er in 2016 en 2017 geen accreditatiekosten zijn kan verklaard worden omdat dit niet de daadwerkelijke gegevens zijn maar een schatting, daarom is er geen uitsplitsing gemaakt naar verschillende kosten.

### 5.2.3 Kostendekkendheid regeling

De mate van kostendekkendheid verschilt per jaar. Dit is duidelijk te zien in onderstaand figuur:



Figuur 58: Kostendekkendheid van de Groeifaciliteit.

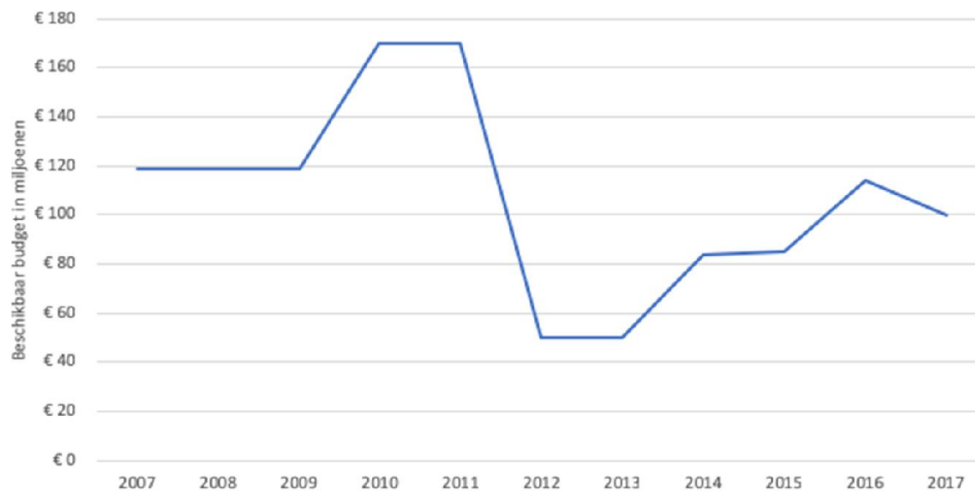
\* Deze gegevens zijn begin 2016 opgesteld voor de Europese Commissie, de gegevens over 2016 en 2017 zijn schattingen.

Dit figuur geeft het resultaat per jaar weer inclusief uitvoeringskosten en exclusief kapitaalopslag en equity kickers. De regeling schommelt per jaar tussen winst en verlies. Het cumulatief resultaat tot en met eind 2017 inclusief kapitaalopslag en exclusief equity kickers is afgerond een verlies van €6,2 miljoen. Het cumulatieve resultaat tot en met eind 2017 exclusief uitvoeringskosten, kapitaal opslag en equity kickers bedraagt een verlies van €0,4 miljoen; worden de equity kickers wel meegerekend dan bedraagt het cumulatieve resultaat +€0,1 miljoen.

Dat de Groeifaciliteit conform de eerste berekening niet kostendekkend is, kan volgens de uitvoerders van de Groeifaciliteit onder andere te maken hebben met de hoge verliezen in de beginjaren door de crisis. 35,8% van het totaal uitgekeerde bedrag aan verliesdeclaraties zijn verliesdeclaraties die bij garanties horen die zijn verstrekt in 2007 of 2008.

Sinds 2010 kan een hoger risicoprofiel worden geaccepteerd, maar dan wel met een hogere premie. Door dit hoger risicoprofiel wordt de kans op declaraties vergroot. De kosten hiervan moeten worden gedekt, dit doet de RVO door een hogere provisie in rekening te brengen in lijn met het extra te lopen risico. Dit kan middels een vaste verhoogde provisie of het bedingen van een equity kicker.

Er wordt gedacht dat de Groeifaciliteit anticyclisch is, op het moment dat het economisch beter gaat, vermindert de vraag naar de Groeifaciliteit. In het laatste kwartaal van 2018 is nog maar 30% van het budget verbruikt doordat er nu minder aanvragen zijn. Dit past binnen de gedachte dat door de huidige economische voorspoed het beroep op de Groeifaciliteit afneemt. Bedrijven zouden makkelijker (toegang tot) geld hebben om groei of overnames te financieren. De Groeifaciliteit heeft de mogelijkheid om flexibel te zijn, er kan namelijk een lager budget beschikbaar worden gesteld als het economisch goed gaat.



Figuur 59: Beschikbaar budget per jaar.

Uit bovenstaand figuur blijkt dat het budget over de tijd verandert. De reden dat het budget verlaagd is vanaf 2011 was gelegen in het feit dat de vraag veel lager uitviel dan initieel verwacht. Het budget is daarop meer in lijn gebracht met de jaarlijkse behoefte aan garanties, met de optie om bij onverwacht hoger gebruik het budget alsnog te verhogen. Als het minder goed gaat met de economie zou het logisch zijn om een hoger budget te hebben. Het budget is in 2016 bijna even hoog als in de jaren 2007-2009 (tijdens de financiële crisis).

#### 5.2.4 Administratieve lasten gebruikers

Wanneer financiers een aanvraag doen bij de RVO voor de Groeifaciliteit dienen ze een uitgebreid dossier aan te leveren om kans te maken op een accreditatie. De RVO bereidt vervolgens de aanvraag voor de Adviescommissie Regeling Groeifaciliteit (ACG) voor en de aanvrager licht deze aanvraag toe in een presentatie aan de commissie.

Hiernaast dienen de financiers voorafgaand aan elke kapitaalverstrekking onder de Groeifaciliteit diverse documenten aan te leveren aan de Adviescommissie Toekenning Groeifaciliteit (ATG). Dit zijn onder andere een conceptovereenkomst betreffende de kapitaalverschaffing en een uitgebreide interne analyse met diverse onderbouwende documenten. Daarnaast dient er een uitgebreid dossier opgeleverd te worden in het geval van een claim.

Er zijn dus twee momenten van keuring: (1) om als financier in aanmerking te komen voor een accreditatie van de Groeifaciliteit; en (2) individuele aanvragen ingediend door financiers om de Groeifaciliteit bij een bedrijf in te zetten.

Financiers (N=4) geven aan dat de administratieve lasten van de Groeifaciliteit veel van de financiers vraagt. Financiers ervaren de administratieve lasten als een negatief punt van de regeling. Met name als men claimt. In dat geval dient men een omvangrijk dossier op te leveren. De financiers begrijpen dat dit noodzakelijk is maar het is goed om een bepaalde balans te zoeken. De administratie van de Groeifaciliteit zou meer moeten aansluiten op de praktijk van het beheer van de deelnemingen. Eén van de participatiemaatschappijen geeft zelfs aan dat de administratieve lasten van de Groeifaciliteit één van de redenen is om geen gebruik meer te maken van de regeling.

Daarnaast geven meerdere financiers (N=3) aan dat het proces om een aanvraag in te dienen steeds minder gestructureerd en omvattender wordt. In het begin van de regeling werd meer geleund op de expertise van de investeerder en voldeed de samenvatting van het investeringsplan. Nu wordt echter alles dubbel gecheckt en worden veel aanvullende vragen gesteld die niet altijd als relevant worden ervaren. RVO constateerde dat er niet genoeg geleund kon worden op de expertise van de financiers en dat informatievoorziening richting RVO onvoldoende, onvolledig en in sommige gevallen zelfs onjuist bleek te zijn. Daarom is de werkwijze aangescherpt, maar dat zorgt ervoor dat het proces als zeer arbeidsintensief wordt ervaren.

## 5.2.5 Rol van RVO de adviescommissies

De ACG adviseert alleen bij een initiële accreditatie van een fonds en eventuele vervolgfondsen. RVO bouwt eerst een dossier op en bereidt de beoordeling goed voor waardoor de ACG snel een advies kan geven. RVO en de ACG zitten vaak op één lijn. De ATG beoordeelt iedere aanvraag voor een garantie en geeft hierover een advies aan RVO.

Beide commissies geven aan graag een informatiecyclus op gang te zien komen betreffende hun beoordelingen. Momenteel krijgen ze na accreditatie/ beoordeling niet te horen hoe het verder gaat met de financiers waardoor ze niet weten of ze wel of niet juist hebben beoordeeld. Daarnaast krijgt de commissie ook geen inzicht in de aanvragen die de RVO op voorhand zelf al afwijst. De RVO geeft aan jaarlijkse terugkoppeling te geven, maar dit wordt dus niet zo ervaren door de commissies.

Een duidelijke aanbeveling richting RVO die uit meerdere interviews naar boven komt, is om de spelregels met betrekking tot de Groeifaciliteit duidelijker en meer gedetailleerd vast te leggen op de website en te communiceren wanneer er iets wordt aangepast. De interpretatie van de regels vanuit RVO is in de loop der tijd veranderd en niet altijd even duidelijk gecommuniceerd. Financiers ervaren hierdoor dat de uitvoering van de Groeifaciliteit minder betrouwbaar is geworden. In de afgelopen 1,5 tot 2 jaar zijn participatiemaatschappijen diverse keren onaangenaam verrast door dergelijke beslissingen van RVO. Zo zitten er een aantal punten in de regeling die voor interpretatie vatbaar zijn. Enkele voorbeelden van ervaringen die aangehaald worden in de interviews zijn als volgt:

- De ‘fresh money eis’ leidt volgens enkele financiers tot perverse prikkels in het kader van bedrijfsopvolging. Bij een opvolging kan het verstandig zijn als de oude directeur nog een aantal jaren werkzaam blijft in het kader van continuïteit. RVO heeft dit echter in diverse deals afgekeurd vanwege de ‘fresh money eis’, herplaatsingen zijn namelijk niet toegestaan vanuit het beleid.
- Bij een vervroegde aflossing van een lening moet soms een hoger restant provisie betaald worden, hierover was nog onduidelijkheid bij één van de gesproken financiers. Dit staat overigens gewoon in de garantstellingsovereenkomst.

### Groeifaciliteit – bank – NIBC

Zowel NIBC-bank als het investeringsinitiatief van NIBC (NIBC Mezzanine & Equity Partners) zijn geaccrediteerd voor de Groeifaciliteit. NIBC Mezzanine & Equity Partners is opgericht om het ondernemend karakter van NIBC te benadrukken en verstrekt risicokapitaal aan succesvolle bedrijven op voor hen beslissende momenten zoals management buy-outs, acquisities en andere groeisituaties. Het houdt zich bezig met het verstrekken van achtergestelde leningen en minderheid aandelenbelangen.

In de afgelopen jaren heeft NIBC Mezzanine & Equity Partners veelvuldig gebruik gemaakt van de GF. De 50% garantie van RVO is een welkom instrument voor NIBC Mezzanine & Equity Partners om dan wel (1) grotere geïnvesteerde bedragen te kunnen financieren; dan wel (2) een ander risico/rendement verhouding te accepteren. NIBC zou een aantal succesvolle deals niet hebben kunnen doen zonder de Groeifaciliteit. Vanwege de huidige gunstige financiële markt vinden de deals die niet doorgaan onder de Groeifaciliteit weliswaar soms alsnog doorgang maar in een minder gunstige financiële markt biedt de Groeifaciliteit soms net de extra zet om een bepaald risico te durven nemen.

## 5.3 DVI

Middels de eerste exits op basis van DVI-investeringen zijn vooralsnog €14,3 miljoen (eind maart 2018) aan opbrengsten gegenereerd.<sup>90</sup> Naarmate er meer exits volgen zal dit bedrag toenemen, al is op dit moment lastig te voorspellen hoe dat precies zal verlopen. Voor de doelmatigheid van het beleid is van belang hoe die totale uitkomsten er uiteindelijk uit gaan zien, maar ook hoeveel dat maatschappelijk gekost heeft. Behalve de

<sup>90</sup> EIF (2018). DVI Status overview 31-03-2018.



beleidskosten zelf (€402,3 miljoen aan investeringskapitaal) omvat dat ook de uitvoeringskosten en de administratieve lasten.

### 5.3.1 Uitvoeringskosten EZK / OostNL / EIF

Vanuit het perspectief van doeltreffendheid zijn er diverse redenen waarom het verstandig is gebleken deze uitvoering middels een mandaat bij EIF te beleggen. In het kader van doelmatigheid is het vervolgens ook relevant om te weten hoe efficiënt de beleidsuitvoering verloopt.

Nu DVI-I en inmiddels DVI-II actief zijn is er binnen het ministerie van EZK zelf maar relatief weinig capaciteit benodigd voor de beleidsuitvoering. In totaal betreft de personele inzet minder dan 1 fte op jaarbasis, verspreid over enkele medewerkers die zich bezighouden met o.a. het coördineren van het beleid en het beantwoorden van Kamervragen. De beperkte inzet aan de kant van EZK heeft uiteraard te maken met het feit dat niet het ministerie zelf, maar Oost NL het aandeelhouderschap vervult. Bij Oost NL wordt DVI met minder dan twee fte op jaarbasis gerund. Zij houden zich onder meer bezig met beoordeling van voorstellen en besluitvorming daaromtrent. Hieronder vallen ook de aanwezigheid op de aandeelhoudersvergaderingen die twee keer per jaar plaatsvinden. Uiteindelijk liggen de meeste uitvoeringskosten bij EIF. In het DVI-mandaat is afgesproken dat EIF hier een management-fee van 0,75% per jaar voor krijgt. Gesprekspartners uit diverse gelederen zien dit als marktconform, zeker gezien de kwaliteit van activiteiten als de due diligence. Ten opzichte van de management fees die de fondsen zelf rekenen (typisch 1% of hoger) is de fee laag, al betreft het hier natuurlijk de beheerskosten van het fonds-of-fonds, wat boven op het reguliere management van de fondsen zelf komt. Voor fonds-of-fondsen is het daarom gebruikelijk dat ze een wat lagere fee rekenen, waarbij die van DVI onder het gangbare gemiddelde ligt. De vaste beheerskosten voor dakfondsen die geld hebben opgehaald in de periode 2007-2017 liggen gemiddeld tussen 0,8% en 1% in.<sup>91</sup> Bovenop de management-fee ontvangt EIF ook carried-interest (een deel van de winst), te weten 10% vanaf de 'hurdle' van 5% effectief rendement (IRR). Van de dakfondsen die in 2016 en 2017 zijn gestart heeft 42% een carried-interest van 10% of meer<sup>92</sup>. De carried-interest van EIF is daarmee marktconform.

Gezien het geringe aantal jaren dat DVI-I (laat staan DVI-II) loopt is deze hurdle nog niet bereikt, waardoor de feitelijke uitvoeringskosten met betrekking tot management door EIF vooralsnog alleen uit de reguliere fee bestaan.

In hoeverre de uitvoeringskosten als laag of hoog te beschouwen zijn hangt af van de vergelijkingbasis (type beleid), en vooral van waar die kosten tegen af worden gezet. Ten opzichte van het feitelijk geïnvesteerde kapitaal zijn de kosten eerst hoog, omdat de due diligence per definitie plaatsvindt ver voordat een fonds kan gaan investeren. Gaandeweg wordt die balans beter. Op het moment dat EIF het DVI-budget volledig gecommiteerd heeft gaat fee omlaag doordat ze die niet langer berekent op basis van het toegezegde fondsvolume, maar op basis van (0,75% van) slechts het werkelijk geïnvesteerde kapitaal. Indien EIF de DVI-middelen na verloop van tijd alleen in vervolgfondsen zou investeren ligt het voor de hand om de reguliere fee wellicht ook wat te verlagen; zelfs als het steeds om nieuwe fondsplannen gaat helpt het wel als EIF het bijbehorende fondsteam al kent. Wanneer er ook substantiële nieuwe fondsteams gescreend blijven worden lijkt een dergelijke overweging minder aan de orde.

### 5.3.2 Administratieve lasten bij fondsmanagers

De doelmatigheid van de regeling wordt ook bepaald door de lasten waar gebruikers (in dit geval de fondsmanagers) zich mee geconfronteerd zien. Significant in dit opzicht is het indienen van een financieringsaanvraag. Fondsmanagers dienen hiervoor een uitgewerkt fondsplan in te dienen, dat EIF vervolgens onderwerpt aan haar *due diligence* procedure. Betrokkenen zijn over het algemeen erg tevreden over de kwaliteit van dit aspect van de beleidsuitvoering; het draagt ook bij aan de waarde van het 'EIF-keurmerk' waarmee fondsmanagers andere investeerders over de streep willen trekken. Een breed gedragen beeld is wel dat de due

---

<sup>91</sup> Preqin Special Report: Private Equity Fund of Funds, november 2017. Zie: <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Private-Equity-Funds-of-Funds-November-2017.pdf>

<sup>92</sup> Zie de vorige voetnoot.

diligence een relatief lange periode in beslag neemt. Vele fondsmanagers zeggen begrip te hebben voor het feit dat een grondig proces nu eenmaal tijd kost, maar vragen zich af of het toch niet iets sneller zou kunnen. Belangrijker is wellicht dat het lange proces voor de fondsmanagers zelf niet per se een intensief proces is. Zij ervaren de administratieve lasten in dat opzicht niet als buitensporig. Bovendien wordt het als prettig ervaren dat de fondsen maar met één loket hoeven te onderhandelen voor middelen die afkomstig zijn uit meerdere (nationale/regionale) mandaten. De meeste fondsteams in de doelgroep van DVI zijn al bekend met EIF, en vice versa. Door voort te bouwen op deze relatie en door met een centraal loket te werken kunnen fondsmanagers efficiënt hun fondsplan uitwerken. Daar komt bij dat EIF voorwaarden stelt ten opzichte van andere investeerders, hetgeen het voor fondsmanagers eenvoudiger maakt om met die investeerders te onderhandelen.

Onderdeel van de DVI-voorwaarden is dat er uitgebreid gerapporteerd wordt over de activiteiten. Dat geldt voor alle middelen die EIF (of andere instellingen) verstrekt, en de DVI-regeling vergt in die zin geen aparte boekhouding. Het komt voor dat EIF vertegenwoordigd is in de advisory board van een fonds, en/of dat er iemand naar vergaderingen van een fonds komt. De geïnterviewden fondsmanagers zien dit over het algemeen als schappelijke voorwaarden.

#### **DVI – fonds – Aglaia Biomedical Ventures**

Aglaia Biomedical Ventures richt zich op de verdere ontwikkeling van technologische doorbraken in medicijnen tegen kanker. In aanvulling op Aglaia's financiële participatie, is de fondsmanager nadrukkelijk betrokken bij het definiëren van de strategie en – in voorkomende gevallen – de uitvoering van operationele taken binnen haar portfoliobedrijven.

Onder haar eerste Aglaia Oncology Fund heeft het fondsmanagement tevens een SEED-fonds opgezet, gesteund met een RVO bijdrage van €4 miljoen.

Met het beperkte investeringsbudget onder dit fonds heeft Aglaia Nederlandse ondernemingen gestart die momenteel een equity value van meer dan €500 miljoen vertegenwoordigen.

In de opzet van Aglaia Oncology Fund II, met een omvang van €60 miljoen ontving Aglaia substantiële steun van het EIF. Het jonge fonds bleek het EIF ervan te kunnen overtuigen over voldoende kwaliteiten te beschikken. EIF is met €20 miljoen ingestapt hetgeen een aanzuigende werking op privaat geld te hebben. Daarnaast is vanuit DVI-I €5 miljoen geëncmitteerd.

Met haar tweede fonds ontwikkelt Aglaia met meer slagkracht en in een hoger tempo Nederlandse startups tot succesvolle biomedische ondernemingen.



## 6 Conclusies en aanbevelingen

In dit hoofdstuk volgen eerst de conclusies over doelgroepenbereik, doeltreffendheid en doelmatigheid per regeling (paragrafen 6.1 tot en met 6.3). De conclusies sluiten af met een integrale conclusie waarin onder meer stilgestaan wordt bij de gezamenlijke impact van de regelingen op de toegang tot risicokapitaal voor ondernemers, op het verwerven van financiering voor investeringsfondsen en op de markt voor risicokapitaal in de breedte (paragraaf 6.4). Het hoofdstuk sluit af met een aantal aanbevelingen (paragraaf 6.5).

### 6.1 Seed Capital regeling

#### 6.1.1 Overkoepelende conclusie

De Seed Capital Regeling is erin geslaagd om de beschikbaarheid van en toegang tot risicokapitaal voor startups te verbeteren. Sinds 2005 is er door Seed Capital fondsen ruim €279,9 miljoen geïnvesteerd in 342 unieke bedrijven die in de breedte voldoen aan de voorwaarden uit de regeling (bijvoorbeeld investering in bedrijven alleen mogelijk tot zeven jaar na eerste commerciële omzet). Iets meer dan de helft van dit bedrag is ingebracht door private partijen (de doelstelling van een hefboom van minimaal 2 wordt dus gehaald).

Zonder de Seed Capital regeling zouden fondsen in minder bedrijven hebben geparticipeerd, minder middelen bij andere investeerders hebben opgehaald of zelfs helemaal niet in de seedfase hebben kunnen investeren wegens gebrek aan belangstelling bij private investeerders. De betrokkenheid van fondsmanagers bij gesteunde bedrijven helpt deze bedrijven meer middelen te verwerven, maar de fondsmanagers verlenen ook strategische adviezen die de verdere ontwikkeling van het bedrijf stimuleren. Het merendeel van de bedrijven zelf beschouwt de bijdrage uit het Seedfonds als cruciaal voor het voortbestaan.

De Seed Capital regeling zal conform de doelstelling gedeeltelijk revolverend zijn (de doelstelling is 60-80%). Van de investeringen tussen 2005 en 2010 is inmiddels 61% terugverdiend door de overheid. Extrapolatie van de terugverdiende investeringen tot nu toe geeft aan dat de investeringen bijna helemaal terugverdiend zouden kunnen worden.

De uitvoeringskosten (3,9% van het toegezegde kapitaal door de overheid) en administratieve lasten voor aanvragers zijn vergelijkbaar met andere instrumenten. De uitvoering (RVO, adviescommissie) is efficiënt ingericht. De fondsmanagers zijn in de breedte tevreden over (de uitvoering van) de regeling; ook over de meeste aanpassingen die in de afgelopen periode zijn doorgevoerd.

Omdat de Seed Capital regeling goed functioneert, zijn er maar weinig verbeterpunten. Verschillende fondsmanagers ervaren dat de regeling momenteel maar gedeeltelijk kan voorzien in de equity gap van €2 tot €5 miljoen (de regeling gaat tot €3,5 miljoen). Dit wordt mede veroorzaakt doordat het gemiddeld investeringsbedrag niet hoger dan €1,2 miljoen per onderneming mag zijn. Een ander punt is dat Seedfondsen alleen onder bepaalde voorwaarden mogen investeren in bedrijven waar andere niet-Seedfondsen in participeren en dat de overheid de advieskosten bij een exit volledig ten laste laat komen van het Seedfonds (maar aanpassing hiervan zou volgens het ministerie van EZK ook een verandering van het terugbetalingsregime kunnen betekenen).

#### 6.1.2 Doelgroepenbereik

- Sinds 2005 hebben 147 Seedfondsen een aanvraag gedaan bij RVO. Hiervan is iets meer dan de helft in de aanvraagprocedure afgevallen of afgehaakt. Eén van de redenen dat fondsen afvallen is dat veel aanvragers voor tenders buiten de boot vallen omdat zij niet hoog genoeg eindigen in de ranking. Eind 2017 zijn er 66 fondsen actief. Het is voor first time funds soms moeilijker om te participeren, omdat ze minder ervaring hebben met de aanvraagprocedure. Eind 2017 zijn er vier beëindigde fondsen. Van de 66 actieve fondsen hebben 63 fondsen eind 2017 al investeringen gedaan. Hiervan zijn 20 fondsen (31,7%) Seed vervolgfondsen. Dat betekent dat deze 20 fondsen onder het beheer vallen van een General Partner die al eerder een Seed Capital fonds heeft beheerd.

- Het totaal beschikbaar gestelde budget vanuit de overheid voor de Seed Capital regeling is tot en met 2017 €306,8 miljoen. Hiervan is al €263,7 miljoen (80,9%) aan diverse fondsen gecommiteerd. Het laagst gecommiteerde bedrag is €0,6 miljoen en het hoogste bedrag is €6 miljoen. Het gemiddelde bedrag is €3,8 miljoen per fonds. Het overgrote deel van de fondsen (59,7%) heeft een bedrag van €4 miljoen toegezegd gekregen. Deze bevindingen zijn conform de doelstellingen van de regeling.
- De totale omvang van de Seedfondsen bedraagt (in 2017) €539,7 miljoen waarvan dus €263,7 miljoen door de overheid is gecommiteerd (48,9%). De inbreng van private investeerders is dus 51,1%. Deze bevindingen voldoen aan de eis dat de Seed Capital fondsen maximaal 50% van de investeringen financieren met de lening vanuit de Seed Capital regeling.
- De Seed Capital fondsen hebben in 342 unieke bedrijven geïnvesteerd en daarmee 385 participaties opgebouwd (enkele bedrijven hebben meer dan één investering ontvangen van verschillende Seed Capital fondsen).
- De Seed Capital fondsen richten zich met hun toezegging naar aantallen en investeringsbedragen voor meer dan 80% op de volgende drie sectoren: ICT, multisector (combinatie van sectoren) en life sciences/health. De investeringen in de energiesector zijn gemiddeld hoger dan de andere sectoren (6% van het aantal investeringen / 10% van het totale investeringsbedrag).
- De Seed Capital fondsen investeren vooral in bedrijven uit de provincies Zuid-Holland (33%), Noord-Holland (23%) en Noord-Brabant (16%). Wanneer expliciet wordt gekeken naar de regionale ontwikkelingsmaatschappijen (waarvan er drie ook een Seed Capital fonds kennen) verschuift deze focus naar 'hun' provincies (Gelderland, Limburg en Flevoland).
- De investeringen van Seed Capital fondsen komen in relatief jonge ondernemingen terecht (gemiddeld twee jaar en drie maanden), dit is in lijn met de doelgroep: technostarters. Ongeveer een vijfde van deze ondernemingen is zeer jong (< 1 maand). In een paar gevallen gaat het om bedrijven waar al eerdere economische activiteit is waargenomen.
- De investeringen komen vooral terecht in de volgende sectoren (gebaseerd op SBI-codes): informatie en communicatie, industrie en advisering, onderzoek en overige specialistische dienstverlening (samen meer dan 80%).
- Het gemiddelde investeringsbedrag per participatie bedraagt €0,78 miljoen en de mediaan is €0,7 miljoen. Het kleinste participatiebedrag is €0,1 miljoen en het grootste participatiebedrag is €3 miljoen. De gemiddelde investeringsbedragen verschillen ook per sector. Het maximale participatiebedrag is in lijn met de voorwaarden van Seed Capital regeling. Het gemiddelde investeringsbedrag is niet altijd in lijn met de voorwaarden, want zeven fondsen hebben eind 2017 een hoger gemiddeld investeringsbedrag dan €1,2 miljoen.
- Het aantal exits neemt sterk toe, en dat vooral in de laatste jaren. Dat volgt logischerwijs uit het gestegen aantal participaties uit het vroege uur maar ook door de gunstige conjunctuur. Ondanks het groeiende aantal participaties blijft het aantal faillissementen op jaarbasis relatief laag (alleen in 2012 was er een piek).
- Dankzij de twee sectorspecifieke tenders is een extra bedrag van €24,8 miljoen vanuit de Seed Capital regeling beschikbaar gesteld (€12 miljoen voor agrifood en €12,8 miljoen voor eHealth). Dit bedrag is verdubbeld met private investeringen tot €49,6 miljoen. Dit betekent dat er een investeringskapitaal van €49,6 miljoen beschikbaar is gekomen binnen fondsen in de topsectoren Life Sciences & Health en Agri & Food.
- De Seed Capital fondsen beslaan een relatief hoog percentage van de totale seed- en startup-markt in Nederland. Dat aandeel (inbreng overheid en private partijen in Seedfondsen samen) schommelt in de periode 2012-2017 tussen bijna 10% (2014) en bijna 40% (2012).

### 6.1.3 Doeltreffendheid

- De doelstelling om private investeerders in startende ondernemingen te mobiliseren is grotendeels bereikt. Zonder de Seed Capital regeling zou een meerderheid van de fondsmanagers in minder bedrijven hebben geparticipeerd, minder middelen van hun investeerders hebben weten op te halen en zelfs niet

in staat zijn geweest om in de seedfase te kunnen investeren mede omdat een aantal investeerders zich zonder de Seed Capital regeling zou hebben teruggetrokken.

- Het ecosysteem voor vroege fase financiering in Nederland is versterkt. Uit enquêtes en interviews komen wel een beperkt aantal suggesties naar voren over hoe de Seed Capital regeling in de toekomst mogelijk aan te passen. Zo wordt gedacht aan het laten meebewegen van de Seed Capital regeling met marktomstandigheden of meer maatwerk zoals sectorspecifieke financieringsvoorwaarden bij de sectorspecifieke tenders. Ook zou de regeling maar tot op zekere hoogte kunnen voorzien in het equity gap van €2 tot €5 miljoen. Ook is een integrale visie op de risicokapitaalmarkt nodig waarbij aandacht nodig is voor de hele financieringsketen.
- De Seed Capital regeling heeft de toegang tot financiering voor innovatieve ondernemingen in Nederland verbeterd. Fondsmanagers van Seed Capital fondsen en ondernemingen die een investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen beschouwen de door hen verstrekte financiering als belangrijk voor het voortbestaan van de ontvangende onderneming.
- De betrokkenheid van een Seed Capital fonds helpt bedrijven meer middelen aan te trekken, geeft andere financiers meer vertrouwen in de onderneming en helpt bij het verkrijgen van aanvullend eigen vermogen en vreemd vermogen bij andere financiers.
- Door zowel fondsmanagers als ondernemers is een betere educatie van ondernemers inzake financieringsmogelijkheden gewenst.
- Uit de enquêtes en microdata analyse blijkt dat ondernemingen met een eerste investering door een Seed Capital fonds een snelle groei laten zien. De groei van deze ondernemingen ligt significant hoger dan de groei bij ondernemingen die hun eerste financiering via een regionale ontwikkelingsmaatschappij (ROM) verkrijgen en op basis van observeerbare ondernemingskenmerken (bedrijfstak, aantal werkzame personen, levensfase) soortgelijk zijn aan ondernemingen die hun eerste financiering van een Seed Capital fonds hebben aangetrokken. Deels is dit omdat de gemiddelde eerste investering door Seed fondsen twee keer zo hoog ligt als de eerste investering door een ROM. Hierdoor hebben bedrijven die via een Seed Capital fonds geld aantrekken meer mogelijkheden om hun groei te financieren. Het blijft echter lastig om een causaal verband aan te tonen in verband met mogelijk verschillende selectiemechanismen die een rol spelen bij Seed Capital fondsen versus ROMs.
- Onder de Seed Capital regeling wordt door fondsmanagers geïnvesteerd in innovatieve en snelgroeiende ondernemingen. Fondsmanagers blijven na investering betrokken (met strategisch advies en hulp bij het zoeken naar vervolffinanciering) en dragen daarmee bij aan de verdere ontwikkeling van deze ondernemingen. Dit alles is conform de doelstelling van de Seed Capital regeling.

#### 6.1.4 Doelmatigheid

- Van de fondsen die tussen 2005 en 2010 zijn gestart, is tot nu toe 61% van de investering van de overheid terugverdiend. Naar verwachting zullen op basis van extrapolatie van de huidige gegevens in de komende jaren bijna alle gedane investeringen door de overheid worden terugverdiend. Dat is conform de doelstelling om de regeling gedeeltelijk revolverend (60-80%) te laten zijn.
- De regeling resulteert in een hefboom van minimaal 2. Ook dat is conform de doelstelling van de Capital Seed regeling. Tegenover elke euro die de overheid bijdraagt aan Seedfondsen brengen private investeerders minimaal een euro in. De hefboom is mogelijk nog wat hoger, omdat private investeerders ook meer middelen werven voor moederfondsen.
- De omvang van de gemaakte uitvoeringskosten bedraagt 3,9% van de totale de omvang van rijksbijdrage. Dat aandeel ligt iets hoger dan de uitvoering van fiscale stimuleringsinstrumenten en iets lager dan de uitvoering van subsidieregelingen (hetgeen ook verwacht mag worden).
- RVO is er in geslaagd om de uitvoering van de regeling verder te professionaliseren. De kwaliteit van het RVO-team (~5 FTE) is goed. De werklast van het team is vanwege extra taken (meer fondsen, sectorspecifieke tenders) toegenomen, maar nog steeds behapbaar.
- Fondsmanagers zijn tevreden over de regeling, onder meer over de voorwaarden omtrent het betalingsregime, de gewenste eigendomsverhoudingen binnen fondsen, de minimale investering en de vorm die deze investering moet hebben. Fondsmanagers zijn minder tevreden met de voorwaarde dat

Seedfondsen niet mogen investeren in bedrijven waar andere niet-seedfondsen in hebben geïnvesteerd en dat het gemiddelde investeringsbedrag van een Seedfnds niet hoger dan €1,2 miljoen mag zijn.

- De aanpassingen van de Seed Capital regeling in de afgelopen jaren (o.a. verhoging maximaal leenbedrag, verhoging van het maximaal gemiddelde bedrag naar €1,2 miljoen en de verhoging van de leeftijd van de onderneming waar in geïnvesteerd mag worden van vijf naar zeven jaar) worden in de breedte gesteund (fondsmanagers, RVO). Alleen over de introductie van sectorspecifieke tenders wordt verschillend gedacht, bijvoorbeeld dat de keuze voor een specifieke sector niet altijd goed onderbouwd is.
- De Seed Capital regeling heeft aanvaardbare administratieve lasten wat betreft de gevraagde inspanningen in de aanvraagprocedure en later de rapportageverplichtingen. Ook heerst er onder fondsmanagers tevredenheid over de rol van RVO en de adviescommissie in het gehele proces (aanvraag – beslissing – uitvoering – rapportering).
- Fondsmanagers kunnen goed leven met het feit dat de beheerskosten ten laste komen van de fondsen. Fondsen verwerven immers een groter aandeel in de inkomsten uit succesvolle ondernemingen. Wel zouden sommige fondsmanagers graag zien dat de overheid meebetaalt aan de kostbare adviestrajecten die gekoppeld zijn aan de verkoop van participaties in gesteunde bedrijven. Dat kan volgens het ministerie van EZK mogelijk ook een ander terugbetalingsregime betekenen want de fondsen profiteren immers vooral van de verkoop.

## 6.2 Groeifaciliteit

### 6.2.1 Overkoepelende conclusie

De Groeifaciliteit heeft in de afgelopen jaren zijn nut bewezen in het Nederlands financieringslandschap. Financiers doen dankzij de garantstelling investeringen in bedrijven die zij anders niet zouden doen. Zij zouden ook minder risicodragend vermogen verstrekt hebben en het aantal transacties zou lager zijn. De noodzaak voor de Groeifaciliteit zou kunnen samenhangen met de conjunctuur. Hoe beter het gaat met de economie hoe minder behoefte er is aan de faciliteit (vooral ten aanzien van het versterken van het buffervermogen). De Groeifaciliteit heeft de toegang tot risicokapitaal vergroot. Vooral de industrie en de groot- en detailhandel maken er gebruik van.

Er zijn 67 financiers geaccrediteerd waarvan iets meer dan de helft de faciliteit ook daadwerkelijk gebruikt. Binnen deze groep zijn vijf financiers verantwoordelijk voor iets meer dan de helft van de verstrekte garanties. Een accreditatie leidt tot extra status voor de financier. Er zijn (stand 2017) 391 aanvragen ingediend voor een garantie waarvan er 262 zijn toegekend (waarvan er 67 zijn geannuleerd). De overheid heeft ultimo 2017 €209,2 miljoen aan garanties verstrekt. Een deel van de garanties is beëindigd waardoor de uitstaande garantiestand eind 2017 €100,4 miljoen is. De Groeifaciliteit is relatief onbekend onder ondernemers en wordt in de luwte toegepast om negatieve beeldvorming over bedrijven te voorkomen. Een grotere bekendheid van de regeling bij bedrijven vergroot de kans dat zij financiers benaderen die wellicht meer geneigd zijn hen te helpen. Verder blijkt dat de Groeifaciliteit vooral gebruikt wordt om groei te versnellen en voor overnames.

De Groeifaciliteit is tot eind 2017 niet kostendekkend voor de overheid (opgeteld €6,2 miljoen sinds de start). Hierbij moet wel worden opgemerkt dat dit resultaat inclusief kapitaalopslag en exclusief equity kickers is. Worden uitvoeringskosten en kapitaalopslag niet meegerekend, maar equity kickers wel, dan bedraagt het cumulatieve resultaat +€0,1 miljoen. Sinds 2010 mag overigens een hoger risicoprofiel worden geaccepteerd (met dus een grotere kans op verlies, maar daar staat ook een hogere provisie tegenover). Om uitgaven en inkomsten meer in balans te brengen is al besloten de garantieprovisie naar 3% te verhogen.

De accreditatieprocedure voor financiers en voor garanties verloopt doorgaans vlot, maar vraagt wel werk van de aanvragers. De informatievoorziening (interpretatie, veranderingen) is op enkele punten voor verbetering vatbaar.

### 6.2.2 Doelgroepenbereik

- Tot en met 2017 zijn er 67 geldverstrekkers (kredietinstellingen en participatiemaatschappijen) met een accreditatie van de Groeifaciliteit. Iets meer dan de helft van deze groep (35) heeft minimaal één keer

gebruik gemaakt van de Groeifaciliteit. Vijf van deze geldverstrekkers zijn verantwoordelijk voor iets meer dan de helft van alle verstrekte garanties. Negen accreditaties zijn beëindigd (vanwege een overname door een bank of omdat ze opgehouden zijn te bestaan).

- Financiers die geen gebruik maken van de Groeifaciliteit, maar die wel een accreditatie hebben, hebben dit onder andere doordat een accreditatie extra status geeft in de markt. Bovendien is het handig om al een accreditatie te hebben, mocht er zich een gelegenheid voordoen waarbij de Groeifaciliteit ingezet kan worden. Het is dan dus een instrument dat een financier 'op de plank' heeft liggen.
- De Groeifaciliteit wordt verhoudingsgewijs steeds meer ingezet door participatiemaatschappijen en steeds minder door banken en regionale ontwikkelingsmaatschappijen. Eén van de redenen dat banken er minder gebruik van maken, is dat in de huidige tijd van hoogconjunctuur (en grotere beschikbaarheid van geld) de regeling mogelijk minder nodig is. Een andere reden dat banken de GF minder zijn gaan gebruiken, is dat in 2010 voor hen de GO-regeling is opgesteld waarbij zij minder risicovolle financieringen (en grotere) financieringen onder garantie konden brengen.
- Tot en met 2017 zijn er door deze geldverstrekkers 391 aanvragen ingediend voor een garantie waarvan er 262 (67%) zijn gefiatteerd en 129 (33%) niet. Van de toegekende aanvragen zijn er 67 garanties (met een waarde van €82,8 miljoen) geannuleerd. De belangrijkste reden is dat de aanvraag uiteindelijk toch niet binnen de regeling past of dat de financier zich terugtrok. De actieve geldverstrekkers hebben in totaal 216 garanties aan 170 unieke bedrijven verstrekt. 21 van deze garanties (10%) hebben een verhoogd risicoprofiel.
- Tot en met 2017 heeft de overheid in totaal €209,2 miljoen aan garanties verstrekt. Een deel van de garanties is beëindigd waardoor de uitstaande garantiestand eind 2017 €100,4 miljoen is. Het financieringsbedrag is exact het dubbele van dit bedrag.
- De Groeifaciliteit is onder bedrijven een relatief onbekend instrument, maar dat is minder relevant zolang financiers en adviseurs de regeling maar kennen en onder de aandacht brengen. Financiers melden dat de regeling het beste werkt in de luwte, omdat bedrijven die een beroep op de Groeifaciliteit doen het beeld kunnen oproepen dat zij niet op eigen benen kunnen staan.
- De Groeifaciliteit wordt zowel naar aantal als investeringsbedrag het meest ingezet (samen meer dan 50%) in de volgende drie sectoren: (1) industrie, (2) groot- en detailhandel en (3) overige zakelijke dienstverlening. Alle ondernemingen die gefinancierd worden door een financier die gebruik maakt van de garantstelling van de Groeifaciliteit zijn gevestigd in Nederland.

### 6.2.3 Doeltreffendheid

- Uit de enquête is gebleken dat de Groeifaciliteit wordt ingezet bij ondernemingen die in een groeifase verkeren (49,5%), gevolgd door bedrijven die een overname doen (36,7%) en bedrijven die het buffervermogen willen versterken (13,8%). Afgeleide doelen waar de Groeifaciliteit voor wordt ingezet, betreffen innovatie en het uitbreiden van activiteiten in Nederland. Het ontbreekt aan gegevens om te kunnen bepalen of het gebruik van de Groeifaciliteit ten behoeve van een van de drie fasen samenhangt met de conjunctuur.
- De Groeifaciliteit kent een additionaliteit. Financiers doen dankzij de garantstelling investeringen in bedrijven die ze anders niet zouden hebben gedaan. Een groot deel van de financiers zou zonder Groeifaciliteit minder risicodragend vermogen hebben verstrekt aan bedrijven en er zouden ook minder transacties hebben plaatsgevonden.
- De noodzaak voor de Groeifaciliteit neemt volgens financiers af wanneer de economie floreert. Bedrijven presteren dan beter, terwijl financiers dan ook meer kunnen en durven te investeren. Dit betekent dat het beroep op de Groeifaciliteit nu mogelijk afneemt (het beeld per jaar wisselt sterk), maar dat de faciliteit wel beschikbaar moet blijven mocht er weer economische tegenwind komen.
- In tegenstelling tot instrumenten als de Seed Capital regeling en DVI hebben de Adviescommissie Regeling Groeifaciliteit (ACG) en de Adviescommissie Toekenning Groeifaciliteit (ATG) conform de opzet van de regeling een minder actieve rol. RVO en beide adviescommissies hebben daardoor logischerwijs een wat afstandelijkere rol ten opzichte van financiers en ondernemingen.



- Tot en met 2017 zijn er 65 verliesdeclaraties ingediend waarvan de garantiestand €30,1 miljoen bedroeg. Hiervan is €27,9 miljoen geclaimd. Hiervan is 91% goedgekeurd en deze goedkeuring omvat een bedrag van €25,3 miljoen (oftewel 12,1% van de totale garantstelling binnen de Groeifaciliteit).
- De Groeifaciliteit is volgens financiers een waardevolle aanvulling op het Nederlands financieringsecosysteem. Het verbetert de toegang tot kapitaal voor ondernemingen met een hoger risico. Over de toekomst, bijvoorbeeld afschaffen of onderbrengen bij Invest-NL bestaat ongerustheid onder financiers.

## 6.2.4 Doelmatigheid

- De provisie-inkomsten zijn als gevolg van het stijgend aantal afgegeven garanties in de periode 2007 – 2017 gestegen van nog geen €0,1 miljoen naar €4,5 miljoen in 2017.
- De uitvoeringskosten bewegen zich door de jaren heen tussen €0,3 en €0,4 miljoen.
- De Groeifaciliteit is (nog) niet kostendekkend. Het totale verlies op de regeling sinds de start bedraagt €6,2 miljoen. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat dit resultaat inclusief kapitaalopslag en exclusief equity kickers is. Worden uitvoeringskosten en kapitaalopslag niet meegerekend, maar equity kickers wel, dan bedraagt het cumulatieve resultaat +€0,1 miljoen. Sinds 2010 kan een hoger risicoprofiel worden geaccepteerd. Om de Groeifaciliteit beter kostendekkend te maken zijn per 1 juli 2018 de garantieprovisies voor alle vormen van financiering 3,0% over het garanti kapitaal en 1,5% over het gefinancierde bedrag. Naast deze standaardprovisie kan er een verhoogde provisie in rekening worden gebracht als er sprake is van een verhoogd risico.
- De gebruikers van de Groeifaciliteit (financiers) ervaren hoge administratieve lasten om in aanmerking te komen voor een accreditatie en om daarna aanvragen in te dienen voor individuele bedrijven die een garantie wensen. De lasten worden vooral hoog wanneer er daadwerkelijk een claim wordt ingediend.
- De accreditatieprocedure voor zowel de financiers als de individuele aanvragen verloopt relatief vlot. De commissies en RVO zitten doorgaans op één lijn. Nadat een accreditatie is verleend, neemt de rol van beide commissies sterk af. De commissie voor individuele aanvragen voor bedrijven (ATG) zou meer informatie willen ontvangen over hoe het verder gaat met het gebruik van de faciliteit.
- Financiers stellen dat de informatievoorziening over de Groeifaciliteit verbeterd zou kunnen worden, zeker waar het de interpretatie of ervaren onduidelijkheden van de regeling betreft (bijv. een hoger restantprovisie bij vervroegde aflossing van een lening).

## 6.3 Dutch Venture Initiative

### 6.3.1 Overkoepelende conclusie

Het Dutch Venture Initiative vergroot de beschikbaarheid van risicokapitaal door fondsmanagers in het grotere segment (fondsen van >€30 miljoen) te ondersteunen bij het aantrekken van kapitaal. Als uitvoerder van het DVI-mandaat heeft EIF in vier jaar tijd 95,5% van het DVI-I budget van €202,3 miljoen weten te committeren aan 14 verschillende fondsen. Bij het selecteren hiervan wordt strikte due diligence verricht om te waarborgen dat er uiteindelijk ook succesvolle investeringen gaan plaatsvinden. Van DVI-II, dat loopt sinds 2016, is inmiddels 30,3% van de €200 miljoen gecommiteerd.

Voor enkele van de ondersteunde fondsen zorgt EIF met DVI dat ze hun first closing behalen. In de meerderheid van de gevallen trekken de fondsen na het verkrijgen van DVI nog aanvullend investeringskapitaal aan. Die aanvulling, waarbij de reputatie van EIF een positieve invloed heeft (en daarmee 'crowding in' bewerkstelligt), vindt vooral plaats in het stadium waarbij fondsen de eerste helft van een streefbedrag al hebben opgehaald. EIF minimaliseert het aandeel DVI in een fonds als er indicaties zijn dat de managers hun closing grotendeels zelf kunnen behalen. Ook participeert ze procentueel minder in vervolgfondsen, en (op een uitzondering na) niet na first closing. Dit draagt bij aan de beoogde katalyserende werking.

Het totale fondsvolume van de fondsen waar DVI-I in participeert, bedraagt €1,6 miljard; bij DVI-II bedraagt het totale fondsvolume €0,5 miljard. Dit betekent dat de commitment van DVI gemiddeld 11,4% van het fondsvolume

beslaat (9,7% als we fondsen in lopende fundraising uitsluiten). Van dit beschikbare kapitaal was eind 2017 €670,6 miljoen geïnvesteerd, wat correspondeert met zo'n €72 miljoen (31%) van de €235 miljoen DVI-middelen die op dat moment gecommiteerd waren. Gezien de gebruikelijke vijf- tot zevenjarige investeringsperiode van de DVI-fondsen lijken de investeringen over het algemeen goed op koers te liggen.

Van de investeringen die vooralsnog al hebben plaatsgevonden gaat bijna de helft van het aantal (en ruim 40% van het bedrag) naar Nederlandse ondernemingen. Aangezien DVI gemiddeld maar 11,4% van de fondsvolumes beslaat is het bedrag dat 'terug' naar Nederland vloeit inmiddels al vier keer zo groot als de Nederlandse bijdrage aan DVI. Voor het effect van de regeling lijkt echter vooral van belang dat DVI zowel ervaren als minder ervaren fondsmanagers de mogelijkheid biedt om grotere fondsen te werven in het segment van fondsvolumes boven de €30 miljoen waardoor zij per participatie hogere bedragen kunnen investeren. Het is aannemelijk dat de Nederlandse risicokapitaalsector zonder DVI (bijv. bij gebrek aan middelen en perspectief) aanmerkelijk minder ver ontwikkeld zou zijn.

### 6.3.2 Doelgroepenbereik

- De totale omvang van het DVI-I fonds bedraagt €202,5 miljoen. Hiervan is eind 2017 €193 miljoen (95,5%) gecommiteerd aan 14 verschillende fondsen. Van deze 14 fondsen zijn er ultimo 2017 al 3 buiten hun investeringsperiode. Het budget van DVI-II is €200 miljoen. Hiervan is eind 2017 €60,5 miljoen (30,3%) gecommiteerd aan vier verschillende fondsen. Het totaal gecommiteerde bedrag vanuit DVI-I en DVI-II komt dus uit op €253,5 miljoen.
- De gecommiteerde bedragen liggen voor DVI-I tussen de €5 en €20 miljoen (met uitzondering van EAF, het dochterfonds van EIF, EAF heeft €45 miljoen gecommiteerd gekregen). Voor DVI-II liggen de gecommiteerde bedragen tussen €12,5 en €20 miljoen. Het merendeel van de fondsen heeft ultimo 2017 minder dan de helft van het gecommiteerde bedrag geïnvesteerd.
- Van het totaal aantal investeringen wordt op fonds-in-fonds-niveau (alle fondsen tezamen) 48,4% in Nederlandse ondernemingen geïnvesteerd. Hiervan gaat het grootste deel, 39,2%, naar de regio Amsterdam. Qua investeringsbedrag gaat 40,8% van het totale investeringsbedrag naar Nederland, hiervan gaat 34,5% naar de regio Amsterdam.
- Na Nederland wordt het meeste kapitaal vanuit de DVI fondsen geïnvesteerd in Duitsland (13,7%) en het Verenigd Koninkrijk (13,1%). 8,9% van het kapitaal wordt buiten Europa geïnvesteerd (waaronder 5,8% in de VS).
- Het percentage van aantal investeringen dat fondsen in Nederland investeren, schommelt tussen de 15% en 100%. Bij een vergelijking tussen de fondsen (dus niet over DVI als geheel) bedraagt het gemiddelde aantal investeringen in Nederland is 54%, en het gemiddelde investeringsbedrag 51%. Het feit dat deze percentages hoger liggen dan de portfolio-brede 48,4% en 40,8% (respectievelijk) impliceert dat grote fondsen gemiddeld wat internationaler geïntereerd zijn. Aangezien er formeel geen afspraken over gemaakt worden is het voor Nederland positief dat in de praktijk bijna de helft van de portefeuille-bedrijven in Nederland gevestigd is.
- Vanaf de start van de DVI-regeling in 2013 tot eind 2017 zijn er 153 participaties gefinancierd, waarbij in 151 unieke bedrijven is geïnvesteerd. Hierbij zijn 130 participaties gefinancierd door de fondsen van DVI-I en 23 door de fondsen van DVI-II. In totaal hebben DVI-I fondsen eind 2017 een bedrag van €640 miljoen geïnvesteerd. Hiervan is het aandeel van DVI: €62,3 miljoen (9,7%). De DVI-II fondsen hebben in totaal een bedrag van €71,2 miljoen geïnvesteerd, hiervan is het aandeel van DVI: €10,3 (14,4%).
- De meeste investeringen komen terecht in ondernemingen die maximaal zeven jaar oud zijn en die vooral behoren tot de sectoren advisering, onderzoek & andere specialistische dienstverlening, informatie & communicatie en industrie.
- De hefboom van DVI-I is 3,8 en DVI-II 5,3. De gezamenlijk hefboom is 4. Dit ligt ruim boven de doelstelling van 2.
- Het gemiddelde investeringsbedrag van DVI-fondsen is €4,6 miljoen. Hierbij is het gemiddelde aandeel DVI €0,47 miljoen (10,2%) per investering. Het gemiddelde investeringsbedrag van Nederland, rest van Europa en de rest van de wereld zijn respectievelijk €3,2, €6,1 en €6,2 miljoen.

### 6.3.3 Doeltreffendheid

- De hefboom van DVI-investeringen voor Nederland ligt met een factor 4 ver boven de doelstelling van factor 2. Dit impliceert echter niet per se dat er ook sprake van doeltreffend beleid is in de zin van *beleidsadditionaliteit*; fondsen bepalen immers (aan de hand van hun activiteiten in Nederland) zelf welk aandeel DVI ze willen in hun financiering van EIF. De vraag is dus of er zonder DVI evenveel risicokapitaal voor Nederland was geweest.
- Beschikbare informatie en interviews suggereren dat er dankzij DVI meer financiële mogelijkheden ontstaan om in die Nederlandse bedrijven te investeren. Zo lijkt DVI op fonds niveau te katalyseren, via crowding-in van andere investeerders (o.b.v. het 'EIF-keurmerk'). Voor zover die katalyse zichtbaar is treedt ze vooral op in het traject richting voltooiing van de fundraising, en minder in de initiële fase daarvan.
- Diverse mechanismen zorgen er voor dat DVI-aandeel afneemt bij fondsen die het ook minder nodig hebben; dit zijn o.a. enkele specifieke voorwaarden (de clause dat een bepaald deel van de investeringen in Nederland moet plaatsvinden), administratieve lasten, en de terugval-constructie waarbij een deel van middelen pas geëncouraged wordt als het fonds bij eerste closing nog niet het beoogde bedrag heeft. EIF gebruikt DVI ook om fondsmanagers te laten doorgroeien.
- Bij managers die al een aantal fondsen hebben gehad nemen de meeropbrengsten van DVI-prikkels af. Het DVI-aandeel wordt daar in de praktijk ook teruggedraaid. Blijvende betrokkenheid op zeker niveau is wel belangrijk voor continuïteit van fondsteams. Bovendien genereren ervaren fondsteams met grotere fondsen vaak meer rendement, wat ten goede komt aan de beheersbaarheid van DVI; het creëert ruimte om in 'emerging managers' (met minder ervaring in beheer van grote fondsen) te blijven investeren.
- Emerging managers zijn in de positie om fondsen op te zetten voor domeinen waar weinig oog voor is vanuit ervaren fondsteams, maar wel vanuit het Nederlandse R&D-, innovatie- en valorisatiebeleid. Op het moment dat dergelijke fondsen helpen aan het uitbouwen en opschalen van ondernemingen met kansrijke innovaties is het te verwachten dat hier een positieve economische en maatschappelijke impact van uitgaat.
- De ontwikkeling van een deskundige en voldoende omvangrijke venture capital sector heeft tenslotte eveneens een positieve uitwerking op de beschikbaarheid van risicokapitaal. Dit is een voorwaarde om interessant te blijven voor zowel buitenlandse financiers als startups met belangstelling voor de Nederlandse markt. Beide zijn erbij gebaat dat ze bij succes voldoende mogelijkheden hebben om door te groeien richting grotere fondsen en geïnvesteerde bedragen.

### 6.3.4 Doelmatigheid

- De *uitvoeringskosten* die met DVI zijn gemoed worden gedragen door het ministerie van EZK, OostNL en EIF. Bij het ministerie betreft dit ongeveer één fte voor beleidscoördinatie en rapportage. Vanuit OostNL komen daar nog één tot twee fte bij in het kader van het vervullen van het aandeelhouderschap (o.a. beoordeling van fondsaanvragen). Het intensieve deel van de uitvoering, zoals het verrichten van due diligence op fondsteams, is belegd bij EIF. Hiervoor wordt een management fee van 0,75% gerekend, plus een carried interest van 10% vanaf de 'hurdle' van 5% IRR (oftewel: vanaf de drempel van 5% effectief rendement gaat er 10% van de winst van een fonds naar EIF). De 0,75% wordt eerst toegepast op het toegezegde fondsvolume, en later op het geïnvesteerde kapitaal.
- Gezien de hoge kwaliteit van de EIF-activiteiten beschouwen de meeste stakeholders dit als een schappelijke fee, wat ook in lijn is met literatuur over gangbare beheerskosten in fonds-of-fondsen (waar men gemiddeld met 1,5% rekent). Over het algemeen acht men daarnaast ook de *administratieve lasten* als acceptabel. De fondsmanagers dienen uitgebreide rapportages bij het EIF aan te leveren, maar doorgaans vergt dat geen aparte boekhouding.
- Doordat het keuren van fondsaanvragen bewerkelijk is zijn de uitvoeringsinspanningen aan het begin van DVI-I en DVI-II steeds hoger dan na verloop van tijd. Uitgedrukt als percentage van het geïnvesteerde kapitaal zijn ook de uitvoeringskosten initieel relatief hoog. Naarmate de fondsen meer investeren herstelt die balans zich. De totale beleidskosten, dat wil zeggen de som van uitvoeringskosten en

administratieve lasten, komen neer op een aantal jaren lang 0,75% (van het toegezegde danwel geïnvesteerde kapitaal) plus carried interest, aanvraag- en rapportagekosten en de 3 fte bij EZK en OostNL. De hoeveelheid toegezegd/geïnvesteerd kapitaal fluctueert nogal, maar bij een looptijd van bijvoorbeeld 10 jaar tellen die kosten op tot 7%-10% van ieder DVI-mandaat.<sup>93</sup>

Met de gekozen beleidsinvulling wordt bewerkstelligd dat zorgvuldig geselecteerde fondsen een bijdrage krijgen voor het verwezenlijken en uitbreiden van hun fondsplan. Die fondsen rekenen zelf ook weer een management fee als vergoeding voor hun inspanningen voor het screenen en helpen uitbouwen van ondernemingen waarin ze investeren. Vanuit DVI worden er geen strikte beperkingen gesteld aan die management fee. Voor de ondernemingen waar het geld uiteindelijk naartoe gaat impliceert de gekozen fonds-in-fonds-constructie evenwel dat er beheerskosten gestapeld worden. In die zin lijkt DVI mogelijk minder doelmatig dan een constructie waarbij de overheid zelf fondsen selecteert, of zelfs direct investeert in ondernemingen. Echter, bij dergelijke alternatieven zouden er uiteraard ook structuren moeten worden opgericht of benut (RVO, InvestNL, ...), wat weer eigen beheerskosten met zich mee brengt. Aangezien EIF ruime ervaring heeft met het uitvoeren van DVI-achtige mandaten lijkt het er volgens gesprekpartners niet op dat de Nederlandse overheid DVI efficiënter kan laten uitvoeren door een Nederlandse partij. De kracht van de huidige beleidsinrichting is dat er op marktconforme wijze zo dicht mogelijk wordt aangesloten bij de competenties van EIF en fondsteams. Of dit efficiënt is hangt af van de manier waarop de overheid anders soortgelijke competenties en marktdynamiek zou kunnen mobiliseren om de beschikbaarheid van risicokapitaal te vergroten.

## 6.4 Integrale conclusie

*Hypothese 1: Door de Seed Capital regeling, Groeifaciliteit en Dutch Venture Initiative is de toegang tot risicokapitaal voor ondernemers verbeterd*

Het is aannemelijk dat de toegang tot risicokapitaal voor ondernemers door bovenstaande regelingen en initiatieven is verbeterd. De Seed Capital regeling is er in geslaagd om de toegang tot risicokapitaal te verbeteren voor innovatieve startende ondernemingen, aldus fondsmanagers en ondernemers. Seed Capital fondsen investeren in vergelijking tot investeringen door regionale investeringsmaatschappijen gemiddeld twee keer zo veel in veelal jongere ondernemingen. De private fondsen die zich richten op investeren in ondernemingen in de vroege levensfase investeren in aanzienlijk grotere ondernemingen, waarbij het gemiddelde investeringsbedrag ruim twee keer zo hoog vergeleken met de Seed Capital investeringen. Seed Capital fondsen richten zich op andersoortige investeringen die minder vaak door regionale ontwikkelingsmaatschappijen en private fondsen worden gedaan. Dit komt het best tot uitdrukking in het vinden van ondernemingen welke vergelijkbaar zijn met de ondernemingen waarin Seed Capital fondsen investeren. Er is slechts een beperkt aantal vergelijkbare ondernemingen te identificeren die actief zijn in dezelfde bedrijfstak, zich in dezelfde grootteklasse bevinden, en in hetzelfde jaar en levensfase een eerste investering door een regionale investeringsmaatschappij of volledig privaat fonds hebben ontvangen. Bedrijven die een investering door een Seed Capital fonds hebben ontvangen slagen er bovendien vaker in om vervolgfianciering bij andere investeerders aan te trekken dan bedrijven die hun eerste financiering via een regionale ontwikkelingsmaatschappij hebben aangetrokken. De Groeifaciliteit verbetert volgens financiers de toegang tot kapitaal voor ondernemingen met een hoog risico. DVI biedt Nederlandse ondernemingen de mogelijkheid tot het aantrekken van grotere investeringsrondes.

Ondernemers zouden zich echter wel meer in de geboden financieringsmogelijkheden moeten verdiepen. Er is sprake van onvoldoende kennis over hoe risicokapitaal aan te trekken en over hoe investeerders hun investeringsbeslissingen maken, aldus Seed Capital fondsmanager en ondernemers welke financiering via een Seed Capital fonds hebben aangetrokken. Dit punt is niet nieuw maar vergt aanhoudende aandacht. Ondernemers vinden het zoeken naar financiering te veel werk of zijn onvoldoende op de hoogte van passende financieringsmogelijkheden. Hierdoor is er mogelijk sprake van een latente vraag naar risicokapitaal.

---

<sup>93</sup> Bij gebrek aan preciese cijfers beperken we ons hier tot een globale bandbreedte. Wel merken we op dat DVI revolverend is. Dit betekent dat (een deel van) de middelen die terugkomen uit fondsredementen o.b.v. DVI weer opnieuw door EIF geïnvesteerd kunnen worden. Daar worden dan ook opnieuw beheerskosten over gerekend.

*Hypothese 2: Met behulp van de Seed Capital regeling en DVI krijgen investeerders makkelijker financiering voor hun investeringsfondsen.*

Het is aannemelijk dat de toegang tot financiering voor investeringsfondsen door bovenstaande regelingen en initiatieven is verbeterd. Het is belangrijk op te merken dat bovenstaande hypothese mogelijk minder betrekking heeft op de Groeifaciliteit. Dit is een garantieregeling waarvan financiers zoals banken en participatiemaatschappijen gebruik van kunnen maken bij het financieren van ondernemingen met een hoger risico. Hiermee is overigens niet gezegd dat de Groeifaciliteit participatiemaatschappijen nooit zou kunnen helpen met het ophalen van financiering voor hun investeringsfondsen.

Zonder de Seed Capital regeling zou een meerderheid van de fondsmanagers minder middelen van hun investeerders hebben weten op te halen en zelfs niet in staat zijn geweest om in de seed-fase te kunnen investeren mede omdat een aantal investeerders zich zonder de Seed Capital regeling zou hebben teruggetrokken. Hoewel de meeste fondsmanagers niet van mening zijn dat de Seed Capital regeling van invloed is geweest op hun professionaliteit zijn 48 fondsmanagers mede door het keurmerk van de regeling in staat geweest om totaal 55 vervolgfondsen (waaronder 4 vervolgfondsen waarin DVI deelneemt) op te starten. In geval de Seed Capital regeling is er sprake van een gemiddelde hefboom van twee. Met de inleg van private investeerders is het geld uit de Seed Capital regeling iets meer dan verdubbeld. De hefboom ligt mogelijk nog iets hoger, omdat private investeerders ook geld beschikbaar hebben gesteld voor moederfondsen van Seed fondsen (maar de omvang daarvan is onbekend) die onder meer vervolginvesteringen doen in door Seed Capital gesteunde bedrijven.

DVI vergroot de beschikbaarheid van risicokapitaal door fondsmanagers in het grotere segment te ondersteunen bij het aantrekken van kapitaal. Er is sprake van enig katalyseren op fonds niveau via crowding-in van andere investeerders (o.b.v. het 'EIF-keurmerk'). Deze versnelling in fondswerving van private investeerders treedt in het bijzonder op in het traject richting voltooiing van de fondswerving en minder in de initiële fase daarvan. Deels heeft dit te maken met het feit dat DVI geruime tijd voorafgaand aan de officiële start in augustus 2013 al in gesprek was met een zestal fondsen. Met de informele toezegging van EIF hebben deze fondsmanagers andere private investeerders weten aan te trekken maar DVI gelden zijn in deze gevallen echter pas officieel als laatste geïnvesteerd. 'Emerging managers', die in de due diligence een performance-rating van B of C in plaats van A krijgen, hebben relatief veel baat bij het feit dat EIF hen op basis van onder meer het DVI-mandaat kan ondersteunen. Het effect van crowding-in is hier sterk is ten opzichte van de fondsomvang van fondsen beheerd door deze 'emerging managers'.

*Hypothese 3: De Seed Capital regeling, Groeifaciliteit en Dutch Venture Initiative hebben ervoor gezorgd dat de markt voor risicokapitaal in Nederland is versterkt.*

Het is aannemelijk dat de Nederlandse markt voor risicokapitaal is versterkt door bovenstaande regelingen en initiatieven. Uit de analyse blijkt dat de Seed Capital regeling een substantiële (maar sterk schommelende) bijdrage levert aan de totale Nederlandse seed- en startup markt (tussen 10 (2014) en bijna 40% (2012), waarvan de helft overheidsbijdrage, in de periode 2012-2017). Tegelijkertijd is de totale Nederlandse venture capital markt gegroeid van €176 miljoen in 2012 naar €320 miljoen in 2017. In diezelfde periode groeide het aandeel DVI in die markt van ongeveer 3% naar ruim 10% (het DVI-overheidsaandeel op dit totale bedrag groeide naar bijna 2%). Er blijven echter wel financieringsknelpunten bestaan, aldus Seed Capital fondsmanagers. In het bijzonder in het segment voor investeringen tussen €2 en €5 miljoen. DVI zou een geschikt instrument moeten zijn om dit knelpunt het hoofd te bieden. Wanneer gekeken wordt naar de verdeling van 77 investeringen in Nederlandse ondernemingen door fondsen waarin DVI heeft deelgenomen valt op dat in het merendeel van deze investeringen €2 miljoen of minder bedraagt (44%). Het percentage investeringen vanaf €5 miljoen of meer bedraagt 29% en het percentage investeringen tussen 2 en 5 miljoen euro betreft de resterende 27%. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat veel fondsen waarin DVI heeft deelgenomen nog niet uit geïnvesteerd zijn en eventuele verdere investeringstranches in Nederlandse portefeuillebedrijven kunnen doen. Het is nodig waakzaam te blijven zodat nieuwe financieringsknelpunten tijdig worden herkend.

DVI en de Seed Capital regeling vullen elkaar goed aan. Er zijn 23 Nederlandse bedrijven die eerst een investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen en daarna een vervolginvestering ontvangen door een fonds waarin DVI heeft deelgenomen. Dit betreft 35% van het aantal investeringen in Nederlandse ondernemingen door fondsen

waarin DVI heeft deelgenomen. Dit kan deels worden verklaard dat deze bedrijven niet langer bij een Seed Capital fonds terecht kunnen nadat ze eerder investering door een Seed Capital fonds hebben aangetrokken of omdat een de gemiddelde investering van een Seed Capital fonds in onderneming gemiddeld €1,2 miljoen mag bedragen. Deze aspecten van de Seed Capital regeling worden bekritiseerd door de meerderheid van Seed Capital fondsmanagers. Vervolginvesteringen moeten dan van andere financiers worden opgehaald. Uit onze analyse blijkt dat dit de bedrijven (mede deels door investeringen door fondsen waarin DVI deelneemt) lukt. De Seed Capital regeling vergroot de kans van bedrijven op vervolfinanciering. Fondsen waarin DVI deelneemt, verzorgen in ongeveer één op drie gevallen de vervolfinanciering van ondernemingen die daaraan voorafgaand financiering hebben aangetrokken van een Seed Capital fonds. Daarnaast stromen ook vier fondsmanagers van Seed Capital fondsen door en starten een groter fonds waarin DVI deelneemt.

De Groeifaciliteit betreft een garantieregeling en heeft een minder goede aansluiting bij Seed Capital regeling en DVI. Volgens de meerderheid van financiers zou zonder de Groeifaciliteit minder vaak en minder geld aan risicodragend vermogen zijn verstrekt. De noodzaak voor de Groeifaciliteit neemt volgens financiers in geval van hoogconjunctuur af maar dient op de plank te blijven liggen in geval van economische tegenwind (vooral om dan eventueel het buffervermogen van aanvragers te versterken).

## 6.5 Aanbevelingen

### 6.5.1 Aanbevelingen Seed Capital regeling

- Continueer de Seed Capital regeling, maar overweeg beperkte aanpassingen om de regeling nog meer toe te snijden op de behoeften van Seed Capital fondsen en startups. Overweeg bijvoorbeeld of de voorwaarden voor Seed Capital fondsen gedeeltelijk afhankelijk kunnen worden gesteld van de sector(en) waar een fonds zich op richt, bijvoorbeeld door het toestaan van grotere financieringen in sectoren waar investeringen voor startups gemiddeld genomen aanmerkelijk hoger zijn.
- Laat de sectorspecifieke tenders beter aansluiten bij belangrijke economische en maatschappelijk thema's. Besteed daarbij voldoende aandacht aan de onderbouwing van de keuze voor een bepaalde sector (bijvoorbeeld een voorkeur voor sectoren met relatief grote financieringsknelpunten waar gedoseerd en gericht ingrijpen gewenst is).

### 6.5.2 Aanbevelingen Groeifaciliteit

- RVO geeft duidelijk aan voor welke drie doelen de Groeifaciliteit is bedoeld, namelijk ondernemingen in een groeifase, bedrijfsovernames of voor het versterken van buffervermogen. Maar RVO houdt zelf deze indeling niet bij. Om te weten waar de Groeifaciliteit het meest voor wordt gebruikt is het raadzaam om deze indeling wel bij te houden.
- Verbeter de informatievoorziening over de Groeifaciliteit richting financiers, o.a. wat betreft de onderbouwing van de adviezen van de betrokken commissies en zorg voor een uniforme interpretatie van de voorwaarden.
- Informeer de markt zo snel mogelijk over de toekomstplannen met betrekking tot de Groeifaciliteit.

### 6.5.3 Aanbevelingen DVI

- Wees duidelijk over de mate waarin fondsen waarin DVI participeert investeren in bedrijven in Nederland en waarom de uitvoering van DVI is neergelegd buiten Nederland.
- Overweeg een hernieuwde poging om DVI onder de aandacht te brengen van Nederlandse institutionele beleggers, in het bijzonder pensioenfondsen. Ten opzichte van andere landen zijn de Nederlandse pensioenfondsen terughoudend in hun aanwezigheid op de risicokapitaalmarkt, aldus de geïnterviewde DVI-fondsmanagers. Het is niet waarschijnlijk dat daar snel grote veranderingen in komen, maar mocht er toch beweging ontstaan dan is een structuur van DVI voor hen een relatief aantrekkelijke manier om grote bedragen te (laten) investeren.

## 6.5.4 Overkoepelende aanbevelingen

- Het beroep op de verschillende regelingen hangt mede af van de economische conjunctuur. Overweeg om regelingen daarom beter aan te laten sluiten bij de conjunctuur: tijdens hoogconjunctuur een geringer beroep op de regelingen mogelijk maken zonder consequenties voor het totale budget voor de regeling (overheidsbudget overhevelen naar magere jaren) en tijdens laagconjunctuur een groter beroep op de regelingen mogelijk maken.
- Ontwikkel een actuele visie op de rol van de overheid in het structureel verstevigen van de risicokapitaalmarkt. In dit kader moet voortdurend gewaakt worden voor marktverstoring. Instrumenten moeten ingezet worden om de markt te helpen daar waar er toegevoegde waarde kan zijn. Dit vereist een lange termijn en integrale visie op de risicokapitaalmarkt. Tevens zou moeten worden nagedacht over hoe de overheid haar rol geleidelijk kan terugschroeven wanneer doelstellingen zijn bereikt en hoe kan worden gekomen tot een risicokapitaalmarkt die meer op eigen benen kan staan. Regelingen moeten tijdig worden afgeschaald of gewijzigd indien dit nodig is.
- Ontwikkel een integrale visie op de risicokapitaalmarkt en bekijk of het huidig instrumentarium alle levensfasen van ondernemingen voldoende afdekt. Bij analyses naar financiering is het essentieel om het gehele financieringslandschap en instrumentarium te beschouwen: het gaat uiteindelijk om de mix van mogelijkheden in het hele landschap van financiering. Het oplossen van financieringsknelpunten in een deel van de markt kan waterbedeffecten veroorzaken in andere segmenten van de markt. Zo is het raadzaam dat RVO en EIF als uitvoerders van de regelingen regelmatig met elkaar overleggen om te zien of de Seed Capital en DVI regelingen voldoende op elkaar aansluiten. Daarnaast zou periodiek de vraag naar en het aanbod van risicokapitaal in kaart moeten worden gebracht om zo tijdig tot de signalering van eventuele nieuwe financieringsknelpunten te komen.
- Verbeter de informatievoorziening over regelingen die de beschikbaarheid en toegang tot (risico)kapitaal vergroten, zowel aan ondernemers, financiers als adviseurs. Als inzichtelijk gemaakt wordt welke financiers de diverse regelingen gebruiken helpt het om er meteen duidelijk bij te vermelden welke criteria die financiers hanteren bij hun investeringen, zodat ondernemingen en adviseurs beter kunnen inschatten hoe nuttig de geboden mogelijkheden voor hen zijn. Aan de kant van de ondernemers is het van belang zich te realiseren dat het aantrekken van financiering een onlosmakelijk onderdeel is van het ondernemerschap. Betere educatie en ondersteuning van ondernemers op het gebied van financieringsmogelijkheden blijft gewenst.
- Geef expliciet aandacht aan andere doelstellingen die met deze regelingen kunnen worden gerealiseerd buiten het vergroten van de beschikbaarheid van en toegang tot risicokapitaal, bijvoorbeeld het vergroten van het innovatief vermogen van ondernemingen, het stimuleren van spillovers of het bijdragen aan maatschappelijke transitie.

## Bijlage 1. Onderzoeksvragen

### Onderzoeksvragen: DOELGROEPENBEREIK (beschrijvende statistiek)

#### SEED

- a Hoeveel participaties zijn er door SEED-capital fondsen gefinancierd? In hoeveel unieke bedrijven is er geïnvesteerd?
- b Hoeveel SEED-fondsen zijn er actief geworden (per jaar)?
- c Welk bedrag aan kapitaal is er beschikbaar gekomen door de Seed-Capital regeling door overheidsfinanciering en privaat kapitaal?
- d Hoe ziet de verdeling van de omvang van de investeringen die de SEED-fondsen hebben gedaan in startups eruit?
- e Hoe ziet de verdeling van de leeftijd van de ondernemingen die een investering krijgen van de SEED-capital fondsen eruit?
- f In welke sectoren zijn de fondsen en de startups actief die financiering krijgen van de SEED?
- g Hoe groot is potentiële doelgroep voor de Seed als we kijken naar het aantal startups/ technostarters?
- h Welk marktaandeel hebben de SEED-fondsen in de risicokapitaalfondsen die in een vroege fase in ondernemingen investeren?
- i Hoeveel fondsen zijn buiten de ranking gevallen of zijn in het proces afgehaakt?
- j Hoe vergaat het bedrijven waar SEED-fondsen in geïnvesteerd hebben (ontwikkefase, fte, omzet, innovativiteit, investeringen)?

#### Groefaciliteit

- a Welk type bedrijven worden bereikt met de GF, sluit dit aan bij de doelgroep waar de GF voor bedoeld is?
- b Hoeveel risicokapitaal (privaat en overheidsbijdrage) is via de GF aan ondernemingen verstrekt?
- c Hoe ziet de verdeling van de omvang van de garanties van de GF eruit (per jaar, € miljoen)?
- d Wat is de grootte van de ondernemingen die een garantie krijgen van de GF. Welk deel daarvan is mkb en welk deel is niet mkb?
- e Hoe vaak is de regeling ingezet voor verhoogd risico en niet mkb (met de uitbreiding)?
- f In welke sectoren zijn de ondernemingen actief die financiering krijgen van de GF?
- g Voor welk doel gebruiken de financiers de garanties van de GF?
- h Hoeveel van de banken en participatiemaatschappijen hebben een accreditatie van de GF en hoeveel maken er actief gebruik van?
- i Hoe groot is de potentiële doelgroep van de ondernemingen die gebruik kunnen maken van de GF?
- j Hoeveel garanties zijn in het proces afgehaakt (hoeveel zijn er wel gefiatteerd maar geannuleerd/ niet gecontracteerd)?
- k En in hoeverre zijn de banken en participatiemaatschappijen bekend met de GF?

#### DVI

- a Hoeveel risicokapitaal komt via welke DVI-fondsen beschikbaar voor innovatieve ondernemingen? Wat is de hefboom?
- b Wat is de uitzetting ('fund deployment') van de DVI-fondsen ultimo 2017 (in € miljoen)?
- c Hoeveel participaties zijn door de betrokken private risicokapitaalfondsen gefinancierd, per kwartaal, sinds de start van DVI?
- d In welke fase investeren DVI-fondsen in een onderneming; wat is de leeftijd van de ondernemingen toen zij erin investeerden?
- e Op welke sectoren richten de DVI-fondsen zich (maak een verdeling naar zowel aantallen investeringen als naar investeringsbedrag)?
- f Wat is de geografische oriëntatie van de DVI-fondsen? Hoe zien de "heat maps" eruit binnen Nederland en Europa?
- g Wat is het aandeel van DVI/DVI-II fondsen in de later stage venture capital markt? Hoe is dit beeld in internationaal perspectief?
- h Hoe vergaat het bedrijven - over de tijd - waar DVI-fondsen in geïnvesteerd hebben?
- i Hebben de DVI-fondsen impact gehad op de sector/ het ecosysteem waar ze werkzaam zijn?

### Onderzoeksvragen: EFFECTIVITEIT

#### SEED

- a Hoe en in welke mate hebben de SEED-fondsen met hun begeleiding bijgedragen aan de ontwikkeling van de startup?
- b Hoeveel startups zijn er, na de participatie van een SEED-fonds, in geslaagd om vervolgfianciering aan te trekken?
- c Hebben de startups sneller financiering en meer financiering kunnen krijgen met de Seed dan andere startups? In hoeverre is de equity gap overbrugd met behulp van de SEED?
- d Welke SEED-fondsen zijn erin geslaagd om een vervolgfonds aan te trekken en welke niet?
- e In welke mate heeft de publieke financiering ertoe geleid dat SEED-fondsen ook private financiering konden aantrekken (de hefboom)?
- f In hoeverre hebben private fondsen een track-record kunnen opbouwen en zijn zij succesvol geweest in het aantrekken van vervolgfianciering voor een nieuw fonds?
- g Welke fondsen maken ook gebruik van DVI?
- h Welke ondernemingen maken ook gebruik van de WBSO, het innovatiekrediet en vroege fase financiering?
- i Welke omzet hebben de bedrijven met een SEED-fonds-participatie op dit moment en hoe verliep deze in de loop van de tijd?
- j Hoeveel fte's zijn er in dienst bij een onderneming nu t.o.v. voor de participatie van een SEED-fonds? Hoeveel is te wijten aan SEED?
- k Groeien bedrijven met SEED-fonds-participatie anders dan startups die een andere risicokapitaalinvestering hebben gehad?
- l Hoe succesvol zijn sectorspecifieke tenders geweest?
- m Draagt Seed bij aan een verhoging van innovatieve activiteiten bij een startup? Zo ja, op welke manier en hoe groot is die bijdrage? Zijn er ook innovatieve producten en diensten in het bedrijf (gebruiken ze ook WBSO en IK)?



- n Wat is de bredere economische impact van de SEED?
- o Hoe heeft het financieringsecosysteem zich ontwikkeld voor startups? Welke rol heeft de SEED-regeling hierin gespeeld? Is de equity gap hierdoor verminderd?

#### Groefaciliteit

- a Voor welk doel is regeling gebruikt: financiering van groei, overnames of buffervermogen? Hoe ziet de verdeling eruit?
- b Probeer de additionaliteit van de regeling te onderzoeken en te bezien in hoeverre ondernemingen alleen gefinancierd zijn met risicokapitaal omdat financiers gebruik kunnen maken van de GF?
- c Hoeveel geaccrediteerde financiers hebben geen gebruik gemaakt van de garantstelling en hoeveel hebben een verliesdeclaratie ingediend?
- d Hoe heeft het financieringsecosysteem zich ontwikkeld voor de doelgroep van de GF? Welke rol heeft de GF hierin gespeeld?

#### DVI

- a Een van de doelstellingen van DVI is dat twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Wordt deze doelstelling bereikt?
- b Welke desinvesteringen zijn er gedaan voor DVI?
- c Wat is de impact qua doeltreffendheid en doelmatigheid van DVI in vergelijking met (internationale) publieke fondsen?
- d Wat is het verschil in het aantal medewerkers, omzet, winst/verlies, R&D-investeringen en totale investeringen van een bedrijf vanaf het moment van de DVI-investering en op moment van "exit" of ultimo 2017?
- e Hoe ziet de totale Nederlandse "venture capital handelsbalans" eruit? Welk effect heeft DVI/DVI-II hierop? En in hoeverre kunnen Nederlandse VC fondsen met behulp van DVI langer in Nederlandse ondernemingen investeren?
- f Hoe heeft het financieringsecosysteem zich ontwikkeld voor startups/scale-ups? Welke rol heeft DVI hierin gespeeld en in hoeverre is de equity gap hierdoor verminderd?
- g Wat is het effect van de investeringen in de ondernemingen op hun groei- en innovatievermogen en impact op maatschappelijke transities?

#### Onderzoeksvragen: DOELMATIGHEID

##### SEED

- a Hoe hebben de door RVO gemaakte uitvoeringskosten van de Seed zich ontwikkeld (per jaar, €miljoen)?  
Wat zijn de gevolgen van de beslissing van de overheid om af te zien van het verstrekken van de beheerskosten aan de fondsmanagers en in plaats daarvan de resultaatafhankelijke beloning te vergroten? In hoeverre heeft dit geleid tot de gewenste prikkel? Hoe verhouden de uitvoeringskosten van de regeling zich tot een directe subsidieregeling of een benchmark van andere private uitgevoerde fondsen?
- b Welke ontvangsten/opbrengsten zijn er gerealiseerd voor de Seed (zowel door de tijd als het totaal ultimo 2017)? Wat is op basis hiervan (globaal) de verwachte mate van revolverendheid van de regeling?
- c Wat zijn de administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument?
- e Hoe functioneert de adviescommissie als adviesorgaan en het tendersysteem?

##### Groefaciliteit

- a Hoe hebben de provisie-inkomsten van de GF zich ontwikkeld?
- b Hoe hebben de door RVO gemaakte uitvoeringskosten van de GF zich ontwikkeld?
- c Is de regeling (incl. uitvoeringskosten en kapitaalopslag) kostendekkend?
- d Wat zijn de administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument?
- e Hoe functioneren de adviescommissies?

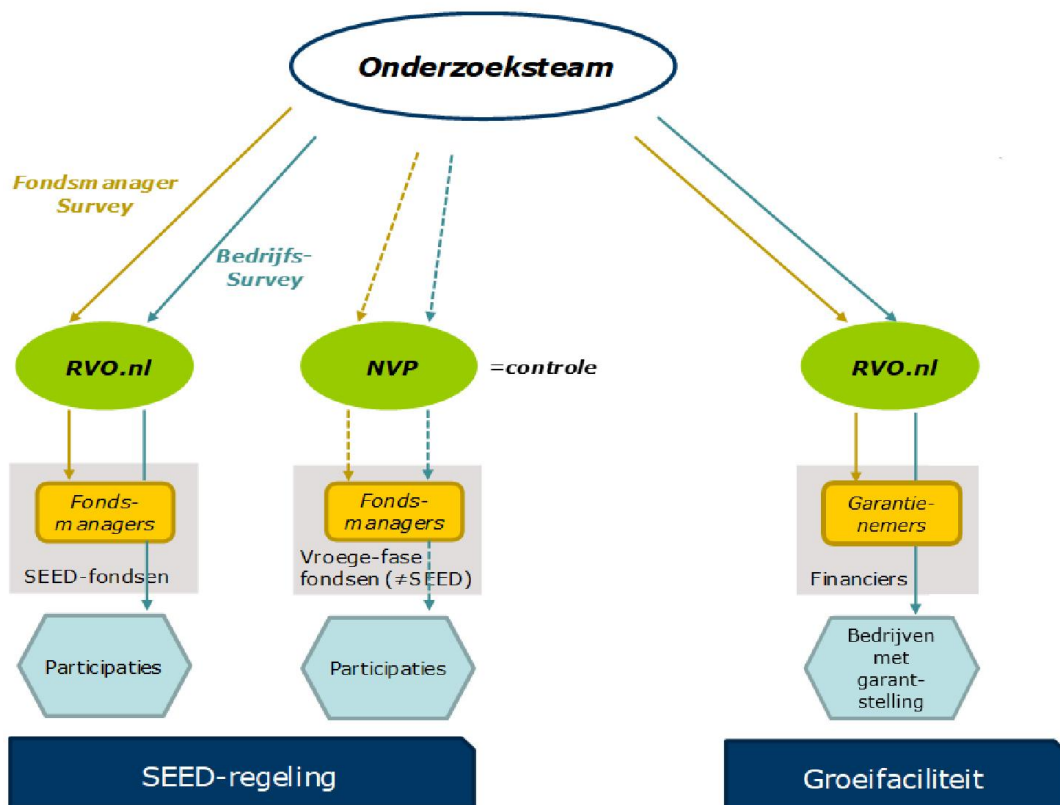
##### DVI

- Welke ontvangsten/opbrengsten zijn er gerealiseerd voor DVI (door de tijd en totaal ultimo 2017). Wat is de verwachte mate van revolverendheid op basis hiervan (maak gebruik van indicatoren die in de markt worden gebruikt om rendement te meten)?
- a Wat zijn de uitvoeringskosten en hoe verhouden de uitvoeringskosten zich tot een benchmark van andere dakfondsen?
- b Wat zijn de administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument?
- c

## Bijlage 2. Methodologische verantwoording enquête

### Aanpak enquête

Bij aanvang van de studie is besloten om waar mogelijk een enquête in te zetten als onderzoeksmethode voor het bestuderen van de drie regelingen. Omdat DVI slechts 17 fondsteams bereikt is besloten die populatie enkel te benaderen met groepsinterviews. Bij de Seed Capital regeling en Groeifaciliteit lag het aantal vooraf bekende gebruikers (fondsmanagers respectievelijk financiers) rond de 50, waardoor het wel mogelijk leek een survey uit te zetten. Daarnaast is getracht om enkele vragen voor te leggen aan de bedrijven waaraan uiteindelijk (mede dankzij de regelingen) financiering is verstrekt. Bij wijze van controlegroep is tenslotte ook een survey uitgezet onder fondsmanagers die geen gebruik hebben gemaakt van de Seed Capital regeling, maar wel in de seed-fase actief zijn. Onderstaand figuur illustreert de gekozen opzet. Deze is getrapt, in de zin dat RVO en NVP survey-uitnodigingen en instructies van het onderzoeksbureau hebben doorgezet naar fondsmanagers en financiers. Behalve het verzoek om zelf mee te werken zijn die fondsmanagers/financiers zelf ook weer gevraagd (andere) survey-uitnodigingen uit te zetten onder de bedrijven die ze gefinancierd hebben.



### Vragenlijsten

De fondsmanagers/financiers en de door hen gefinancierde bedrijven hebben ieder een eigen online vragenlijst ontvangen. Bij het voorleggen van vragen is rekening gehouden met de achtergrond van de respondent (bijv. Seed Capital fondsmanager, of controlegroep-fondsmanager). Ook zijn er enkele 'dynamische' vragen gesteld die een vervolg vormen op antwoorden die de respondenten eerder zelf in de enquête heeft gegeven. Hieronder is op hoofdlijnen de inhoud van de respectievelijke vragenlijsten getoond. De uitgebreide vragenlijst is op te vragen bij de uitvoerende onderzoeksbureau's.

#### Inhoud vragenlijst voor fondsmanagers/financiers

- Kenmerken van het fonds
- Gebruik van (en bekendheid met) de regelingen
- Impact van de regeling(en)
- Tevredenheid over de regeling(en)
- Beschikbaarheid van risicokapitaal

### Inhoud vragenlijst voor bedrijven

- Bedrijfseconomische kenmerken
- Gebruik van (en behoefte aan) financieringsopties
- Impact van vernieuwende bedrijfsactiviteiten
- Impact van regelingen (stellingen)

### Respons

De online vragenlijsten zijn (via RVO en NVP) uitgezet vanaf 14 september en stonden open tot 15 oktober 2018. Tussentijds is er een reminder verzonden om de respons op te hogen. Onderstaande tabel geeft aan welk deel van de populaties heeft meegewerkt. Omdat die populaties steeds maar klein zijn is er op voorhand al voor gekozen om vragen te stellen waarvoor hoge respons geen vereiste is (bijv. stellingen, of open vragen).

- Deelname onder de fondsmanagers van de Seed Capital regeling is met 73% relatief hoog. Niettemin is het bij 36 respondenten nog altijd alleen maar mogelijk om rechte tellingen te tonen van de antwoorden die ze gegeven hebben; voor uitsplitsingen (bijv. naar sector waarin een fonds actief is) is de respons te laag.
- Bij de Groeifaciliteit heeft slechts 24% van de bij RVO bekende financiers aan de survey deelgenomen. Bekend is dat veel van de geaccrediteerde financiers in de praktijk weinig met de Groeifaciliteit doen. Dit biedt wellicht (deels) een verklaring voor de lage participatie onder deze groep van directe gebruikers van het beleid.
- Van de fondsmanagers die niet aan de Seed Capital Regeling hebben deelgenomen, maar wel in de seedfase actief zijn, heeft 40% meegedaan aan de survey. Omdat de relevante controlegroep echter maar klein bleek komt die 40% overeen met slechts 8 respondenten. Van hen hebben bovendien 2 respondenten de survey niet helemaal afgemaakt. Dit betekent dat de groep eigenlijk te klein is voor analyse.
- De uiteindelijke respons onder bedrijven is bijzonder laag. Blijkbaar was het ambitieus om via een getrapte uitnodiging (onderzoeksbureau → RVO → Fonds/financier → bedrijf) medewerking te krijgen van bedrijven die uiteindelijk in directe zin ook maar weinig met het beleid te maken hebben. Gaandeweg het onderzoek bleek al dat bedrijven over het algemeen nauwelijks bekend zijn met de regelingen die de door hen ontvangen financiering ondersteunde.

	Populatie	Respons	%
SEED Capital: Fondsmanagers	49	36	73%
SEED Capital: Bedrijven	385	23	6%
Groeifaciliteit: Financiers	55	13	24%
Groeifaciliteit: Bedrijven	170	3	1,7%
NVP: Fondsmanagers (SEED controle)	20	8	40%
NVP: Bedrijven	(onbekend)	0	0%

Gegeven de lage respons in sommige van de groepen is besloten de verwerking van de survey-resultaten te concentreren op de groepen die qua omvang werkbaar zijn, en waar inhoudelijk ook de rijkste informatie zit over het effect van de regelingen. Dit zijn de fondsmanagers en bedrijven uit de SEED Capital regeling, en iets minder mate nog de Groeifaciliteit-financiers (vooral de open vragen).

## Bijlage 3. Methodologische verantwoording microdata-analyse

### Aanpak microdata-analyse

Via de Remote Access (RA) omgeving van het CBS is er toegang verkregen tot de datasets van de Seed Capital regeling, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), de Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO), het Bedrijfsdemografisch Kader (BDK) en de BTW aangiftes. Alle bestanden bevatten informatie per onderneming per jaar. Voor de WBSO, BDK en BTW bestanden zijn de observaties aan elkaar gekoppeld via het Bedrijfsidentificatie nummer (beid), een versleuteling van het KvK-nummer.

Het BDK bestand bevat algemene bedrijfsgegevens (zoals oprichtingsdatum, locatie en sector) en de werkzame personen per jaar (2007-2016). Ook is er per jaar een dummy variabele die aangeeft of de bedrijfseenheid opgeheven is in dat betreffende jaar.

Het BTW bestand bevat alle BTW aangiftes. Afhankelijk van de frequentie van de aangiftes is de omzet per kwartaal of maand. Deze informatie is omgezet naar de jaarlijkse omzet per bedrijfseenheid waarna er een bestand is gemaakt met de jaarlijkse omzet per bedrijfseenheid.

De informatie uit de WBSO bestanden is gebruikt om de jaarlijkse vastgestelde loonkosten voor speur- en ontwikkelingswerk te verzamelen.

CBS staat niet toe dat er gerapporteerd wordt op basis van minder dan 10 waarnemingen. Ook is het niet mogelijk om mediaan, minimum of maximum waarden te rapporteren omdat deze mogelijk herleidbaar zouden zijn naar een enkele onderneming.

### Seed Capital regeling

Alle investeringen die opgenomen zijn in de Seed Capital databestanden (per jaar) zijn gecombineerd in een bestand met alle investeringen door Seed Capital fondsen over de jaren 2007-2017. Op basis van het Bedrijfsidentificatie nummer (beid) zijn deze observaties gematcht met de overige bestanden zodat per investering de ondernemingskenmerken (uit het BDK bestand), vervolfinanciering (uit het NVP bestand) en de loonkosten van personeel dat zich bezig houdt met speur- en ontwikkelingswerk (uit het WBSO bestand) voor alle beschikbare jaren worden toegevoegd. Op basis van de koppelbestanden BDK (gemaakt door het CBS) is de informatie voor de ondernemingen die om verschillende redenen hun activiteiten hebben verplaatst naar een andere entiteit, aangevuld met de informatie van deze nieuwe of voorafgaande entiteit. Dit heeft geresulteerd in een database van 268 investering tussen 2007 en 2016. Hiervan zijn 238 unieke bedrijven. Voor elke onderneming is de eerste investering door een Seed Capital fonds als referentiepunt in de analyse (jaar 0) genomen en een eventuele latere tweede investering is behandeld als *vervolfinanciering*.

### NVP

De NVP is gebruikt om een controlegroep te creëren met investeringen in vergelijkbare bedrijven (bedrijven in de vroege fase/startups). Op basis van de maxima omzet en werkzame personen uit het Seed Capital bestand is de controlegroep ingeperkt. Waar er voor de SEED Capital regeling één observatie is per investering binnengehaald door bedrijf X bij fonds Y is er in het NVP bestand een observatie voor elke investeringstranche. Om hiervoor te controleren zijn alle investeringstranches gedaan door hetzelfde fonds in hetzelfde bedrijf in het NVP bestand geaggregeerd. Ook syndicaten (twee fondsen die op hetzelfde moment in één onderneming investeren) zijn geaggregeerd. De overgebleven ondernemingen met meer dan één observatie zijn teruggebracht tot de observatie met de eerste investering, waar de overige zijn meegenomen als *vervolfinanciering*.

Daarna is voor de overgebleven investeringen uit 2007-2016 eenzelfde procedure gevolgd als hierboven omschreven bij de Seed Capital bestanden om de overige informatie toe te voegen. Hieruit zijn 400 investeringen overgebleven, waarvan 307 investeringen door regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROMs) en 93 investeringen door volledig private investeringsfondsen.

Om de controlegroep beter overeen te laten komen met de doelgroep van ondernemingen die een eerste investering door Seed Capital fondsen hebben ontvangen is er voor gekozen om de observaties uit het NVP bestand één -op- één te matchen met de observaties uit de Seed Capital bestanden. Dit is apart gedaan voor zowel de

investering gedaan door een ROM als de investering gedaan door een volledig private partij. De match is gemaakt op basis van het jaar van de investering, sector (2-cijferige SBI code) en een range van -5 > 5 op werkzame personen (ongeveer de standaard deviatie).

#### **Additionele resultaten microdata-analyse**

Hieronder volgen de resultaten van een aantal additionale microdata analyses. Hierbij wordt voor een wisselende tijdvakken van drie jaren gekeken naar gemiddelde ondernemingsprestaties. Het jaar van de eerste investering door een Seed Capital fonds is aangemerkt als jaar 0. Er worden alleen ondernemingen in de analyse betrokken welke gegevens beschikbaar hebben voor alle drie beschouwde jaren of indien eerder tot het moment van opheffing. Dit betekent dat afhankelijk van de aaneengesloten tijdvak van drie jaren er sprake is van een steeds wisselende steekproefomvang. Voor elke analyse geldt dat het aantal waarnemingen daalt onder invloed van opheffingen. De bevindingen zijn grotendeels in lijn met de tabellen uit de hoofdttekst waarin wordt gerapporteerd over het tijdvak van jaar -2 tot en met jaar 2 (Tabel 4) en het tijdvak van jaar 0 tot en met jaar 5 (Tabel 5). In alle gevallen blijkt dat de ondernemingen waarin Seed Capital fondsen investeren voorafgaand al innovatief en snelgroeiend zijn en dat in de periode na investering de groei wordt voortgezet.

*Gemiddelde prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen, tijdvak van jaar -2 tot en met jaar 0. Jaar 0 bevindt zich in de periode 2009 tot en met 2016.*

Jaar	-2	-1	0
Aantal werkzame personen	5,46	7,41	9,21
Aantal waarnemingen	67	67	67
Omzet	€490.295	€716.202	€799.986
Aantal waarnemingen	62	62	62
Loonkosten voor S&O personeel	€ 119.483	€145.357	€166.718
Aantal waarnemingen	30	30	30

*Gemiddelde prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen, tijdvak van jaar -1 tot en met jaar 1. Jaar 0 bevindt zich in de periode 2008 tot en met 2015.*

Jaar	-1	0	1
Aantal werkzame personen	5,89	7,96	10,29
Aantal waarnemingen	68	68	67
Omzet	€ 616.225	€703.333	€910.461
Aantal waarnemingen	59	59	58
Loonkosten voor S&O personeel	€120.962	€170.566	€215.658
Aantal waarnemingen	36	36	36

Gemiddelde prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen, tijdvak van jaar 0 tot en met jaar 2. Jaar 0 bevindt zich in de periode 2007 tot en met 2014.

Jaar	0	1	2
Aantal werkzame personen	5,71	9,26	10,98
Aantal waarnemingen	118	115	114
Omzet	€536.871	€877.838	€1.103.381
Aantal waarnemingen	96	93	91
Loonkosten voor S&O personeel	€160.510	€214.852	€265.085
Aantal waarnemingen	59	59	57

Gemiddelde prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen, tijdvak van jaar 1 tot en met jaar 3. Jaar 0 bevindt zich in de periode 2007 tot en met 2013.

Jaar	1	2	3
Aantal werkzame personen	8,22	9,82	12,19
Aantal waarnemingen	121	120	110
Omzet	€800.225	€1.035.585	€1.156.832
Aantal waarnemingen	101	98	92
Loonkosten voor S&O personeel	€163.562	€213.453	€232.969
Aantal waarnemingen	76	74	70

Gemiddelde prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen, tijdvak van jaar 2 tot en met jaar 4. Jaar 0 bevindt zich in de periode 2007 tot en met 2012.

Jaar	2	3	4
Aantal werkzame personen	9,49	11,74	13,2
Aantal waarnemingen	97	87	83
Omzet	€859.831	€ 1.094.259	€1.605.771
Aantal waarnemingen	84	77	71
Loonkosten voor S&O personeel	€222.147	€248.198	€285.120
Aantal waarnemingen	62	58	57

*Gemiddelde prestaties van ondernemingen die in jaar 0 een eerste investering van een Seed Capital fonds hebben ontvangen, tijdvak van jaar 3 tot en met jaar 5. Jaar 0 bevindt zich in de periode 2007 tot en met 2011.*

Jaar	3	4	5
Aantal werkzame personen	10,78	11,67	15,28
Aantal waarnemingen	72	66	62
Omzet	€ 908.070	€1.302.890	€1.999.718
Aantal waarnemingen	68	62	57
Loonkosten voor S&O personeel	€ 223.625	€248.713	€283.257
Aantal waarnemingen	46	45	40

## Bijlage 4. Overzicht gesprekspartners

Gesprekspartner	Organisatie
Peter van den Anker	NIBC Co-investments
Stefan Bary	Peak Capital
Willem van den Berg	TechNano Fund
Michel van Bremen	SEED Expertcommissie
Simone Brummelhuis	The Next Women
Leo Derksen	Adviescommissie Seed Capital en Adviescommissie Groeifaciliteit (ATG)
Jan Dexel	EZK (ook NIA)
Linze Dijkstra	Health Innovation Fund
Miriam Dragstra	BOM Capital
Raoul Duysens	Adviescommissie Groeifaciliteit (ACG)
Rein van Erp	RVO.nl
Arnold Esser	ING
Norbert Fillekes	EIF
Peter van Gelderen	Icos Capital
Marc Gommers	SEED Expertcommissie
Evert-Jan de Groot	Vortex Capital
Joost Holleman	Prime Ventures
Hans van Ierland	Holland Private Equity
Wouter Jonk	SET Ventures
Merijn Klaassen	Life Sciences Partners
Martijn Lentz	Kamer van Koophandel
Arnold Pieter van Loo	RVO.nl
Ronald Maurer	OostNL/EIF
Pieter van der Meer	Gilde HealthCare
Rolf Metz	Ecart Invest
Sjoerd Mol	Benvalor advocatenkantoor
Dennis Ohlen	LIOF
Lars Pieke	Business Angels Technostarters
Patrick Polak	Newion Investments
Marius Prins	OostNL
Pieter Rhemrev	OostNL
Alexander Ribbink	Keen Venture Partners
Karl Rothweiler	Aglaia
Ed Scholten	Adviescommissie Groeifaciliteit (ACG en ATG)
Sander Slootweg	Forbion
Freerk Smit	Karmijn
Natascha Szilágyi	RVO.nl
Gabriele Todesca	EIF
Bjorn Tremmerie	EIF
Gert-Jan Vaessen	BOM Capital
Guus Verhees	Mainport Innovation Fund
Jan Verkooijen	newVOC management BV
Radboud Vlaar	Finch Capital
Nienke Vledder	Innovation Quarter Capital
Dick ten Voorde	Impuls Zeeland
Edward van Wezel	BioGeneration Ventures