

# Perspectief op financiering van transitie, innovatie en het mkb ter versterking van de Nederlandse economie

## Verdieping C: *Internationale vergelijking NPBI's*

24-11-2023-Z6L7

April 2024



# Dit document vergelijkt internationale NPBI's; overkoepelende inzichten worden samengebracht in het hoofddocument

Onderzoeksvraag	Activiteit	Onderzoeksonderwerpen	Verdiepende materialen
Deelvraag I Identificeren belemmeringen	In kaart brengen markt vraag via deskresearch en marktinterviews	<ul style="list-style-type: none"> <li>Financieringsbehoefte verschillende typen bedrijven/projecten</li> <li>Beschikbaar aanbod op de (private en publieke) kapitaalmarkt</li> <li>Onbediende markt vraag vanwege delta behoefte en aanbod</li> <li>Belemmeringen ten grondslag aan onbediende vraag</li> <li>Mogelijke oplossingsrichtingen</li> </ul>	<i>Verdieping A (markt vraag)</i> <i>Verdieping B (casusonderzoek)</i>
	Concretiseren belemmeringen bij financiering via casusonderzoek		
Deelvraag II Identificeren oplossingsrichtingen	Uitvoeren internationale vergelijking NPBI's	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mogelijke financieringsinstrumenten die worden ingezet door NPBI's van vijf lidstaten, en selectie relevante instrumenten die aansluiten op geïdentificeerde belemmeringen</li> </ul>	<b><i>Verdieping C (NPBI's)</i></b>
	In kaart brengen bestaande ruimte voor inzet van overheid vanuit staatssteunkaders	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mate waarin Europese staatssteunregels de mogelijkheid geven om als overheid instrumenten vorm te geven, en binnen welke begrenzings</li> </ul>	<i>Verdieping D (Staatssteun)</i>
	In kaart brengen bestaande ruimte voor inzet van overheid vanuit begrotingsregels	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mate waarin Nederlandse en Europese begrotingsregels de mogelijkheid geven om als overheid instrumenten vorm te geven, en binnen welke begrenzings</li> </ul>	<i>Verdieping E (Begrotingsregels)</i>



## Hoofddocument

Identificeren en scoren van mogelijke oplossingsrichtingen op basis van inzichten uit deelonderzoeken; scoring van oplossingsrichtingen ten op zichte van elkaar, vanuit effectiviteit, kosten, uitvoerbaarheid en risico's

# Dit deelonderzoek vergelijkt de aanpak voor investeringen in innovatie en transitie in enkele Europese landen

## Achtergrond

---













- De Nederlandse economie staat voor grote fundamentele uitdagingen, met name op het gebied van duurzaamheid en de energietransitie. Om de transitie in beweging te krijgen, zullen sectoren en bedrijven moeten innoveren, wat vraagt om investeringen in vernieuwende ideeën en bedrijven. Tegelijkertijd zien we echter ook dat deze beweging nog hapert: bedrijven vinden niet altijd voldoende financieringsmogelijkheden en investeringen in innovaties nemen af
- Nederland is niet het enige land binnen Europa dat zich committeert aan investeringen in startende ondernemingen binnen duurzame focusgebieden. De handelswijze in andere landen kan dienen als inspiratie voor Nederland

## Doelstelling

---

- Dit aanvullende onderzoek vergelijkt de NPBI's van vijf andere lidstaten voor wat betreft de gebruikte instrumenten voor investeringen in innovatie en transitie en richt zich op de toegang van ondernemingen (met name start-ups, scale-ups en het mkb) tot financiering
- De vijf landen (Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk) staan, net als andere Europese landen, voor vergelijkbare uitdagingen op het vlak van financiering van innovatie en transitie
- Inzichten in specifieke financieringsinstrumenten die NPBI's in deze landen hanteren worden samengevat in een benchmark bestaande uit 4 dimensies: aangeboden instrumenten, geadresseerde knelpunten, aantrekkelijkheid voor private investeerders en mate van integratie. De (door verschillende partijen in Nederland) aangeboden instrumenten worden ook in de vergelijking meegenomen
- Inzichten in het instrumentarium dienen ter inspiratie in het hoofdonderzoek, niet ter beoordeling van de effectiviteit van buitenlandse NPBI's. Deze worden meegenomen in het formuleren van een perspectief op de relevantie voor de Nederlandse markt

# We vergelijken NPBI's uit 5 andere landen die op verschillende manieren zijn ontstaan, maar vergelijkbare doelen nastreven

Land	NPBI of NL landschap	Ontstaan	Omschrijving missie
	 Rijksdienst voor Ondernemend Nederland Ministerie van Economische Zaken en Klimaat Ministerie van Financiën Regionale Ontwikkelings Maatschappijen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Regionale Ontwikkelings Maatschappijen (ROM's) werden opgericht in de jaren '80, RVO in 2014 als fusie van de Dienst Regelingen en Agentschap NL, Invest-NL en het Nationaal Groeifonds startten beide in 2020</li> </ul>	Invest-NL richt zich op het financieren van maatschappelijke transitieopgaven (hoogste prioriteit: scale-ups en energietransitie); Nationaal Groeifonds draagt bij aan het duurzame verdienenvermogen van Nederland (kennis- en innovatiefocus); RVO stimuleert ondernemers bij duurzaam en innovatief ondernemen <sup>1</sup> ; ROM's richten zich op het versterken van de regionale economie
	 Export & Investment Fund of Denmark	<ul style="list-style-type: none"> <li>Opgericht in 2023 na de fusie van exportfinancier EKF, groeifonds Vækstfonden en het Danish Green Investment Fund</li> <li>Vækstfonden werd in 1992 al opgericht om in samenwerking met financiële instellingen het mkb te voorzien van financiering en kennis</li> </ul>	Richt zich op de groei van de Deense economie en vergroening van de wereld. Voorloper Vækstfonden richt zich specifiek op het stimuleren van de groei van het mkb en het vergroten van haar sociaal-economisch rendement
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Opgericht in 1948 om de reconstructie van Duitsland na WWII te financieren met fondsen uit het Europese Herstelprogramma (ERP, Marshall Plan)</li> <li>De wet waarin KfW's taken zijn vastgelegd is meerdere keren aangepast naar actuele behoeften (laatste keer: 2020)</li> </ul>	Richt zich op het financieren en ontwikkelen van duurzame groei. Focus is daarbij het klimaat, ondersteuning van het mkb en start-ups, het voorzien van durf- en groeikapitaal voor innovatieve bedrijven en het ondersteunen van economische groei in opkomende economieën en regio's
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Opgericht in 2012 als JV tussen Caisse des Dépôts en EPIC Bpifrance</li> <li>Voorlopers ondergebracht in Bpifrance zijn OSEO (financiering en advies aan mkb), CDC Entreprises (PE investeringen, direct en funds-of-funds) en FSI (strategisch investeringsfonds)</li> </ul>	Richt zich op het ondersteunen en financieren van de ontwikkeling van bedrijven, in lijn met het Franse economisch beleid en met een sterke focus op het mkb, innovatie, decarbonisatie en internationalisering
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Opgericht in 1850, bijgedragen aan economische eenwording Italië na 1861</li> <li>CDP werd privaat in 2003 (70% aandelen van de staat en 30% van 66 banking foundations) en kreeg in 2006 de taak om toegang tot financiering voor het mkb te promoten</li> </ul>	Richt zich op duurzame ontwikkeling in Italië, met als focus klimaatverandering, duurzame groei, innovatie, digitalisering en het ondersteunen van waardeketens
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Opgericht in 2014 door de Britse overheid (die ook aandeelhouder is)</li> <li>Het doel was om verschillende overheidsregelingen en adviesdiensten onder te brengen in één entiteit</li> </ul>	Richt zich op het ondersteunen van duurzame groei en welvaart in Groot-Brittannië, helpt bij de transitie naar een net-zero economie en stelt financiering voor kleine bedrijven beschikbaar

# NPBI's worden vergeleken op verschillende dimensies die de basis vormen voor een 'benchmark'

Dimensie (per NPBI)	Toelichting
 <b>Financieringsaanbod</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Omvang van jaarlijkse financiering per NPBI (zicht op beschikbare financiële middelen)</li><li>• Beschikbare financieringsvormen per instelling, en de spreiding van mogelijkheden daarbinnen</li></ul>
 <b>Geadresseerde knelpunten per financieringsvorm</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Knelpunten die door verschillende financieringsvormen worden geadresseerd, specifiek gericht op toegang tot financiering voor het mkb, scale-up en start-up</li></ul>
 <b>Aantrekkelijkheid voor private investeerders</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Omvang van gemobiliseerde private gelden</li><li>• Manieren waarop NPBI's private middelen mobiliseren, zoals:<ul style="list-style-type: none"><li>– borgstellingen die (een deel van) het risico wegnemen</li><li>– constructies met een aangepaste risico-rendementsverhouding zodat investeerders met verschillende risicoprofielen bereid zijn mee te financieren</li></ul></li></ul>
 <b>Mate van integratie en breedte van focusgebied</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mate van integratie van de NPBI, met betrekking tot het aanbod van:<ul style="list-style-type: none"><li>– verschillende financieringsvormen en niet-financiële diensten aan ondernemers (incl. in hoeverre NPBI meedenkt over de meest geschikte vorm en waar nodig maatwerk toepast)</li><li>– financieringsvormen voor bedrijven in verschillende stadia (start-up, scale-up en groei)</li></ul></li></ul>



## **Relevantie voor de Nederlandse markt** *(concluderend perspectief – onderdeel van oplossingen bredere rapport)*

- Relevante buitenlandse oplossingen voor de Nederlandse markt die aansluiten bij problematiek voor start-up, scale-up en mkb
- Aandachtspunten vanuit Nederlandse en Europese staatssteun- en begrotingsregels

# Publieke informatie, interviews met binnen- en buitenlandse partijen vormen de informatiebasis voor dit deelonderzoek











## Informatiebasis

### Informatieoverzicht

Onze analyse is gebaseerd op **interviews, publiek beschikbare en ontvangen informatie**

- **Geïnterviewde binnenlandse partijen** zijn **Invest-NL** en **RVO**. Doel was het ophalen van informatie over de eigen aangeboden diensten en Invest-NL's inzichten in buitenlandse NPBI's
- Bij het onderzoek is gebruik gemaakt van de volgende **publiek beschikbare informatiebronnen**:
  - Jaarverslagen en *investor reports* van de NPBI's
  - Informatie op de websites van de NPBI's en productcatalogi
  - Nederlandse (onderzoeks)rapporten (bv. WRR) en Kamerstukken (bv. oprichting Invest-NL)
  - Buitenlandse (onderzoeks)rapporten over NPBI's, waaronder van de Europese Investeringsbank, Europese Commissie en OECD
- Daarnaast hebben we de volgende **informatie ontvangen**:
  - Presentaties van Bpifrance en KfW over hun taken/activiteiten (ontvangen via Invest-NL)
  - Informatie gedeeld door NPBI's na de interviews (o.a. EIFO en KfW)
  - Oliver Wyman onderzoek naar de schuldfinanciering van het mkb in verschillende landen
  - Onderzoek van Rebel betreffende *blended finance* voor Invest-NL

### Interviews met/over buitenlandse NPBI's

NPBI	Status & details
 	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vond <b>19 december 12.00–13.00u</b> plaats</li><li>• Gaf inzicht in structuur van fondsen, achtergrond en de diensten van EIFO</li></ul>
 	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vond <b>26 januari 9.00–10.00u</b> plaats</li><li>• Gaf inzicht in de door KfW aangeboden diensten</li></ul>
 	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vond <b>18 januari 11.00–12.00u</b> plaats</li><li>• Gaf inzicht in door Bpifrance aangeboden diensten</li></ul>
 	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vond <b>26 januari 10.00–11.00u</b> plaats</li><li>• Gaf inzicht in de door CdP aangeboden diensten</li></ul>
 	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vond <b>17 januari</b> plaats met PwC experts</li><li>• Gaf inzicht in de door BBB aangeboden diensten</li></ul>

# Buitenlandse NPBI's en meerdere partijen in Nederland bieden verschillende financieringsvormen aan

## Financieringsaanbod

NB: Betreffen **verschillende definities per instelling** (zie voetnoten voor gebruikte beschikbare cijfers). Voor Invest-NL, ROM's, NGF, KfW, Bpifrance en CDP betreffen cijfers de **in 2022 geïnvesteerde middelen**. Cijfers zijn altijd **exclusief** **privaat gemobiliseerd kapitaal**

		Nederland				EIFO	KfW	bpifrance	cdp	British Business Bank
		Invest-NL	RVO <sup>2</sup>	ROM's	Nationaal Groeifonds <sup>3</sup>					
<b>Groote (2022 investeringen of omzet)<sup>1</sup></b>		€0,2 mld	€0,8 mld	€0,2 mld	€5 mld	€9,2 mld	€136 mld	€34 mld	€80 mld	€4,5 mld
<b>Directe financiering</b>	<b>Leningen</b>	✓	✓	✓	Subsidie	✓	▨	✓	✓	
	<b>Equity</b>	✓		✓	Subsidie	✓		✓	▨	
<b>Indirecte financiering</b>	<b>Garanties</b>		✓			✓	✓	✓	✓	✓
	<b>Investering in fonds</b>	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>Niet-financiële diensten</b>	<b>Advies / referrals / intermediatie, veelal via online platforms</b>	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓

*Meerderheid activiteiten zijn uitvoering op contractbasis, staan op balans Britse overheid*

## Belangrijkste inzichten

- Binnen Nederland is het publieke financieringsaanbod verdeeld over meerdere organisaties
- Landen in de vergelijking hebben over het algemeen een entiteit die zich richt op het gehele mkb in het binnenland – en mogelijk zelfs buitenland (bv.: Denemarken, Duitsland en Italië)
- De British Business Bank heeft een **groot aanbod aan diensten**, maar **financiert doorgaans niet direct**. Er wordt samengewerkt met partners (banken, lease-maatschappijen, durfkapitaal en platforms) waar bedrijven hun aanvraag voor financiering bij indienen. Ook KfW en CDP financieren voornamelijk indirect

✓ Structureel aangeboden voor binnenlandse markt    ▨ Aangeboden, maar niet voor mkb, start-up of scale-up    Niet structureel aangeboden voor binnenlandse markt

Bronnen: 2022 jaarverslagen, 2023H1 halfjaarverslag EIFO, Bpifrance 10 years of impact. 1) Bedragen betreffen: Invest-NL – gerealiseerde investeringen in 2022; RVO – omzet 2022; ROM's – investeringen eigen fondsen in 2022; Nationaal Groeifonds – investeringen 2<sup>de</sup> ronde start 2022; EIFO – totale activa op de balans 2023; KfW binnenlandse investeringen in 2022; Bpifrance en CDP – totale geïnvesteerde bedragen (binnen- en buitenland) in 2022; British Business Bank – totale activa op de balans 2025. 2) RVO's financieringen in portefeuille bedragen €3 mld (2022), daarnaast staat €66 mld SDE uit; 3) Initiatief van de ministeries van Economische Zaken en Klimaat en Financiën, die het fonds beheren namens het kabinet. RVO speelt grote rol in de uitvoering.



# Financieringsbehoeften variëren per investment cycle fase; NPBI's bieden in de basis oplossingen aan voor elke fase

## Financieringsaanbod









### Voorbeeld type bedrijf en behoefte

- Bedrijf in bijvoorbeeld concept- of productontwikkelingsfase of onderneming die bezig is met initiële marketingactiviteiten
- Financieringsbehoefte ontstaat vanwege de onzekere aard van activiteiten en gebrek aan inkomsten in deze fase. Betreft vaak subsidies, seedkapitaal en startleningen

- Bedrijf dat (vaak) vroege fase financieringen succesvol doorlopen heeft (bv. subsidies, publieke vroege-fase financiering, early VC/angels)
- Behoeft aan financiering ontstaat voor commercialisering en opschaling (bv. proof of concept, productie-capaciteit). Betreft vaak *later-stage* venture capital en groeikapitaal

- Bestaand, op een markt opererend bedrijf dat door zou kunnen gaan met "business as usual"
- Behoeft aan financiering ontstaat om een transitie te bewerkstelligen of te versnellen (bv. digitalisering, verduurzaming) of om verder uit te breiden. Dit betreft vaak traditionele vormen van financiering, vreemd vermogen (bancair, leasing)

### Voorbeelden aanbod over investment cycle

	<b>Niet - limitatief</b>			
	Subsidies (RVO, Nationaal Groeifonds)	Vroege-fase-financiering (RVO)	Innovatiekrediet (RVO)	Co-financed leningen (Invest-NL)
	Seed Capital (RVO, ROM's)	Achtergestelde leningen en investeringen (ROM's)	Investeringen in fondsen (Invest-NL)	
		Vroege-fase-leningen (incl. i.s.m. Business Angels)	Garanties op leningen (bedrijven met minimaal eerste <i>commercial sales</i> )	
	Future Fund	Wachstumsfonds	ERP Digitaliserings- en Innovationskrediet	
	Subsidies, seed capital	ERP Start-Up Loan	ERP Promotional loans for SMEs	Syndicated loan sustainable transformation
	Equity (early-stage start-ups tot snelgroeïende bedrijven)	Investeringen in fondsen (regio-, tech-, digitaliseringsfocus) en fund-of-funds	Garanties op leningen	Co-financiering van leningen
	Subsidised (tot 90%)	Venture capital	Medium-long term finance	National Strategic Fund, Private Equity
	Loans for Innovation and Growth	Garanties (micro tot mkb en van ontwikkeling werkkapitaal tot groei tot verduurzaming)		
	Indirecte investeringen in AFP's (die bv. start-up loans aanbieden) of fondsen (bv. Future Fund Breakthrough, R&D fondsen, en ENABLE funding, asset- en leasefinance)			
		Verschillende soorten garanties voor (groeïende) bedrijven		

### Illustratief

### Belangrijkste inzichten

- Financieringsbehoeften van bedrijven **variëren** over de *investment cycle*. Waar vroeger in de investment cycle vooral behoefte is aan risicodragend kapitaal en subsidies, is later vaak behoefte aan traditionele vormen van financiering zoals (bancaire) leningen
- De verschillende NPBI's **bieden** over de investment cycle **verschillende producten** aan. Frankrijk lijkt het meest complete aanbod te hebben, van de subsidies en vroege-fase financiering (Nederlandse equivalent: RVO en Nationaal Groeifonds) tot producten voor volwassen bedrijven



# Aangeboden financieringsvormen – EIFO

## Financieringsaanbod

Financierings-/interventievorm	Toelichting	Aanbod per fase			
Directe financiering	Leningen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Directe leningen</b> samen met Deense banken en andere dienstverleners aangeboden, EIFO leent ≤50% van som uit</li> <li>• Leningen richten zich op <b>start-ups, volwassen bedrijven met investeringsplannen</b> en <b>exporterende bedrijven</b></li> <li>• Voorbeelden:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– <b>Venture Debt Loan</b> voor volwassen start-ups die al equity van een durfkapitaalfonds hebben ontvangen</li> <li>– <b>Solvency Loan</b> gericht op het versterken van het eigen vermogen en het verbeteren van toegang tot additioneel kapitaal</li> </ul> </li> <li>• <b>Achtergestelde leningen</b> worden aangeboden zodat andere financiers minder risicovolle deel van de leensom aanbieden</li> </ul>			
	Equity	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Directe investeringen</b> gericht op bedrijven in een duidelijke gedefinieerde markt, waar productontwikkeling (bijna) is afgerond                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Aantal ondernemingen per jaar: ca. 5-10 ondernemingen in verschillende sectoren, investeringen variëren DKK 5 tot 200 mln (€0,7 tot 27 mln)</li> </ul> </li> <li>• <b>Directe investeringen in durfkapitaalfondsen</b> met als doel deze naar DK te halen en financieringslandschap te versterken</li> </ul>			
	Export finance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Exportkrediet</b> voor bedrijven met internationaliseringsplannen</li> <li>• Verzekeringen en garanties voor bedrijven met internationaliseringsplannen</li> </ul>			
Indirecte financiering	Garanties	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Garantie op lening</b> met als doel verlaging van het risico voor banken (en daarmee de kans op afwijzing van financieringsaanvragen); het al dan niet afgeven van dergelijke garanties is afhankelijk van de kredietwaardigheid van de onderneming</li> </ul>			
	Investering in fonds	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Dansk Vækstkapital I, II en III:</b> investeert in durf- en buy-outfondsen die zijn opgericht als samenwerking tussen de Deense staat, pensioenfondsen en andere investeerders. EIFO zette leningen van pensioenfondsen om in laag-risicodebtinstrumenten om bereidheid tot investering onder partijen met lager risicoprofiel te creëren</li> <li>• Investering in <b>fund-of-funds</b> van voornamelijk nationale en internationale durfkapitaalfondsen die Deense ondernemingen van kapitaal, competenties en kennis kunnen voorzien</li> </ul>			
Niet-financiële diensten	Advies / referrals / intermediatie, veelal via online platforms	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Business Angel Matching Loan:</b> flankerende optie bij directe leningen die samen met business angels worden uitgevoerd; participerende Business Angels krijgen toegang tot kennis en netwerkmogelijkheden met bedrijven, investeerders en EIFO</li> </ul>			
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Country risk &amp; export transaction premium calculation tools</b> voor ondernemers om risico's en premies te berekenen</li> </ul>			

# Aangeboden financieringsvormen – KfW



## Financieringsaanbod

Aanbod per fase

Financierings-/interventievorm	Toelichting	Aanbod per fase		
Directe financiering	Export finance	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verschillende vormen van financiering voor bedrijven met internationaliseringsplannen (bv. krediet en projectfinanciering door KfW IPEX)</li> </ul>		
Indirecte financiering	Garanties	<ul style="list-style-type: none"> <li>Garanties door KfW aangeboden op verschillende leningen voor jonge bedrijven (lening aan te vragen bij de bank):                             <ul style="list-style-type: none"> <li><b>ERP Start-Up Loan StartGeld:</b> Startkapitaallening voor bedrijven jonger dan 5 jaar met garantie vanuit Europese regelingen (CIP, Europese Fonds voor strategische investeringen) waarbij de bank 20% van het kredietrisico draagt en KfW 80%</li> <li><b>ERP Promotional loan for SMEs:</b> Lening voor het mkb waarbij 50% van het risico voor banken wordt overgenomen door KfW</li> </ul> </li> <li>Verschillende <b>soorten garanties op leningen</b> (aan te vragen via de bank) voor een specifieke industrie of competentie, bijvoorbeeld gericht op energie en milieu (<b>KfW Environmental Protection Programme, KfW Syndicated Loan sustainable transformation</b>) of digitalisering (<b>ERP Digitalisierungs- und Innovationskredit</b>) of innovatie (<b>ERP Mezzanine for Innovation</b>, waarbij KfW een 100% garantie op de achtergestelde tranche van banken aanbiedt)</li> </ul>		
	Investering in fonds	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investerings in Duitse en Europese risicokapitaal- en durfkapitaalfondsen en fund-of-funds om hun kapitaalbasis te versterken en toegang tot kapitaal te verbeteren voor kleinere bedrijven. Voorbeeld is het <b>Wachstumsfonds</b>, een fund-of-funds gericht op het versterken van Duitse en internationale durfkapitaalfondsen waarin KfW en de Duitse staat anchor investor zijn en KfW ook investmentintermediair en adviseur is</li> <li>Coördinatie van het <b>Future Fund</b> van de overheid dat samen met private investeerders investeert in start-ups</li> </ul>		
Niet-financiële diensten	Advies / referrals / intermediatie, veelal via online platforms	<ul style="list-style-type: none"> <li>Online tools en diensten die bedrijven helpen bij het identificeren van geschikte producten en hoe deze aan te vragen, o.a.:                             <ul style="list-style-type: none"> <li><b>KfW-Förderassistenten</b> die helpen bij het voorbereiden van een KfW-Krediet aanvraag</li> <li><b>Produktfinder</b>-tool van KfW die helpt bepalen welk 'groene' financieringsproduct passend is</li> </ul> </li> </ul>		

# Aangeboden financieringsvormen – Bpifrance

## Financieringsaanbod

Aanbod per fase

Financierings-/interventievorm	Toelichting	Aanbod per fase			
Directe financiering	Leningen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Cofinanciering van</b> (structured) <b>leningen</b> om zo <b>risico en bedrag te delen</b> met private banken en financiers, en <b>meer bereidheid te creëren voor private investeringen</b>. Bpifrance geeft obligaties en commercial paper uit om haar leningen te financieren</li> </ul>			
	Equity	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Minderheidsaandelen</b> in groeiende bedrijven (doorgaans max 30%), van <i>seed</i> tot <i>transfer</i> fase, vaak naast private fondsen, in segmenten waar het private initiatief niet toereikend is. Gebeurt zowel <b>direct</b> als <b>via investeringsfondsen</b>. Bpifrance heeft verschillende investeringsfondsen die zich richten op specifieke doelgroepen (bv. het <b>FAN fund</b> dat zich richt op Franse early-stage tech start-ups, het <b>Small Caps fund</b> of de <b>Cleantech, Smart city &amp; Impact funds</b>)</li> </ul>			
	Export finance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Export finance</b> in de vorm van terugbetaalbare voorschotten en leningen</li> </ul>			
Indirecte financiering	Garanties	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Garantiefonds</b> dat het kredietrisico van Bpifrance (voor leningen zonder onderpand) en Franse commerciële banken dekt wanneer zij leningen verstrekken aan Franse bedrijven</li> </ul>			
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leningen met <b>staatsgaranties</b> die beheerd worden namens de Franse staat. Daarbij handelt Bpifrance als een intermediair tussen de Franse staat en banken</li> </ul>			
	Investering in fonds	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Bpifrance Assurance Export publieke exportgaranties</b> in naam, voor rekening en onder controle van de Franse staat. Kredietverzekeringen vormen een belangrijke drijfveer van exportkrediet en ondersteunen zo de exportactiviteit</li> </ul>			
Niet-financiële diensten	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investeringen in verschillende <b>fund-of-funds</b>, die vervolgens investeren in het mkb, start-ups en scale-ups. Dit zijn o.a. fondsen gericht op <b>groene technologie, bepaalde regio's</b> (in zowel Frankrijk als bv. Afrika) en <b>digitalisering</b></li> </ul>				
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aangeboden advies en kennis, zowel offline als online, aan op o.a. de volgende manieren: <ul style="list-style-type: none"> <li>– <b>Bpifrance Création</b>: ondersteunt ondernemers vanaf de oprichting van hun bedrijf in Frankrijk door vrijwilligers in te zetten en 500 methodologische modules en hulpmiddelen aan te bieden voor het maken van een business plan</li> <li>– <b>Consulting &amp; Coaching</b>: verleent <b>adviesdiensten, trainingsprogramma's</b> (bv. <b>SME Accelerator, Bpifrance Universit�</b>) en faciliteert <b>netwerkmogelijkheden</b> met twee strategische prioriteiten: 1) Re-industrialisatie en 2) Energie- en milieutransitie</li> <li>– <b>Digitale platforms</b>: via de platforms kunnen kleine bedrijven producten zoals leningen aanvragen, maar ook bijvoorbeeld e-learningprogramma's volgen</li> </ul> </li> </ul>				

# Aangeboden financieringsvormen – CDP

## Financieringsaanbod

Aanbod per fase

Financierings-/interventievorm	Toelichting	Aanbod per fase				
Directe financiering	Equity	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Directe investering</b> in (grote) bedrijven via verschillende fondsen gericht op sectoren die van strategisch belang zijn voor de Italiaanse economie</li> </ul>				
	Export finance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verschillende vormen van <b>exportfinanciering</b>, waaronder leningen voor internationalisering</li> </ul>				
Indirecte financiering	Garanties	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aanbieden van verschillende directe en indirecte <b>garanties</b> voor leningen, via Europese programma's (bv. <b>External Investment Plan</b>) en een nationaal <b>Guarantee Fund</b></li> </ul>				
	Investering in fonds	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Indirecte investering</b> in verschillende fondsen. Dit doet CDP bijvoorbeeld door kapitaal op te halen bij andere investeerders en obligaties uit te geven (bv. <b>National Enterprise Restructuring Fund – Indirect Investments</b>)</li> </ul>				
Niet-financiële diensten	Advies / referrals / intermediatie, veelal via online platforms	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>French-Italian Accelerator</b>: training- en businessmatchingprogramma om Italiaanse bedrijven op de Franse markt te helpen</li> </ul>				
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Business Matching</b>: digitaal platform dat Italiaanse bedrijven (vooral mkb) ondersteunt die willen uitbreiden naar het buitenland</li> </ul>				
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Ditigal Xcelerator</b>: E-learningplatform dat de startende ondernemer ondersteunt in het ontwikkelen van vaardigheden</li> </ul>					

# Aangeboden financieringsvormen – British Business Bank



## Financieringsaanbod

Financierings-/interventievorm	Toelichting	Aanbod per fase		
Indirecte financiering	<b>Garanties</b> Twee soorten aangeboden <b>garanties</b> : <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Recovery Loan Scheme</b>: vergroot toegang tot leningen voor VK bedrijven die willen investeren en groeien</li> <li>• <b>ENABLE guarantees &amp; ENABLE build</b>: vergroot capital of funding efficiëntie voor financiers d.m.v. een overheidsgarantie</li> </ul>			
	<b>Investering in fonds</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Indirecte investeringen in <b>alternatieve aanbieders</b> (Alternative Finance Providers, AFPs) van <b>debt finance</b> of <b>debt fund-of-funds</b>:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– <b>British Business Investments (BBB) – Investment Programme</b>: leningen voor kleinere bedrijven via partnerships met AFPs (Debt Funds, FinTech en Structured Capital Solutions)</li> <li>– <b>Start Up Loans</b>: leningen verstrekt door twee AFPs (Growth Company en Street UK) en mentoring voor mensen die hun eigen bedrijf willen opzetten. Mensen hebben toegang tot online trainingmodules waar ESG een groot onderdeel van is om bedrijven te helpen begrijpen wat <i>net zero</i> is en wat dit betekent voor hun onderneming</li> <li>– <b>ENABLE funding</b>: asset- en leasefinance voor kleinere bedrijven. BBB helpt hierbij kleinere bedrijven die niet de schaal hebben om de kapitaalmarkt te betreden geld van institutionele investeerders aan te boren</li> </ul> </li> <li>• Indirecte investeringen in alternatieve aanbieders (Alternative Finance Providers) van <b>equity</b> of <b>equity fund-of-funds</b>:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– <b>BBI – Managed Funds</b>: investeert in fund-of-funds met als doel het vergroten van lange-termijn institutioneel kapitaal voor innovatieve bedrijven die aan het opschalen zijn</li> <li>– <b>BBI – Regional Angels Programme</b>: investeert samen met business angels met als doel het verbeteren van regionale disbalansen</li> <li>– <b>Enterprise Capital Funds</b>: vergroot aanbod aan vroeg stadium durfkapitaal voor opschalende bedrijven en verlagen de drempel voor fondsmanagers om de durfkapitaalmarkt te betreden (gesubsidieerd vanuit de overheid)</li> <li>– <b>Angel Cofund</b>: investeert samen met business angels syndicaten om het volume vroege-fasefinanciering te vergroten.</li> </ul> </li> <li>• Indirecte investeringen in <b>Nations and Regions Investment Funds</b>, programma dat zowel debt als equity aanbiedt en zich richt op het beter laten werken van regionale financieringsmarkten voor kleine bedrijven</li> </ul>			
Niet-financiële diensten	<b>Advies / referrals / intermediaat, veelal via online platforms</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Referral platform</b>: sinds 2016 zijn grote banken wettelijk verplicht om afgewezen financieringsaanvragen door te verwijzen naar 3 alternative finance platforms die vervolgens hun diensten aanbieden aan bedrijven. Voor bedrijven is doorverwijzing vrijwillig</li> <li>• <b>Finance Hub</b>: online informatieportaal, met onder andere <i>6-step Finance Finder</i> en interactieve content, Business guides, netwerk- en <i>investment readiness</i> programma's</li> </ul>			

# Aangeboden financieringsvormen – NL



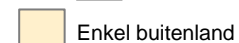
## Financieringsaanbod

Financierings-/interventievorm

Instelling & toelichting

Aanbod per fase

Financierings-/interventievorm	Instelling & toelichting	Aanbod per fase													
Directe financiering	Leningen	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>(Achtergestelde) leningen</b> voor tickets tussen de <b>€5-50 mln</b> waarbij Invest-NL maximaal 50% van het bedrag verschaft en de totale financieringsvraag (incl. andere financiers) groter is dan €10 mln</li> </ul>	<table border="1"> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> </table>												
	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Verschillende leningen</b>, doorgaans met tickets onder de <b>€5 mln</b>, waaronder: <b>achtergestelde leningen</b> voor snelgroeiende bedrijven vanuit eigen ROM-fondsen en fondsen in beheer en tijdens Covid ook <b>overbruggingsleningen</b> voor tickets tot €2 mln</li> </ul>	<table border="1"> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> </table>													
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Innovatiekrediet</b> leningen voor tickets van max. €5 mln voor klinische ontwikkelingsprojecten en max. €10 mln voor technische ontwikkelingsprojecten. Innovatiekrediet financiert doorgaans maximaal 45% van het project en is voor zowel startende als gevestigde bedrijven</li> </ul>	<table border="1"> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> </table>														
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Vroegefasefinanciering (VFF)</b>, kleine leningen (totaal budget ~€2 mln) waarmee starters en mkb'ers kunnen onderzoeken of hun innovatie rendabel is</li> </ul>	<table border="1"> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> </table>														
Equity	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Directe participatie</b> met een minderheidsbelang (&lt;50%), doorgaans investering van €5-50 mln</li> </ul>	<table border="1"> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> </table>													
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Directe participatie</b> van doorgaans &lt;€5 mln</li> </ul>	<table border="1"> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> </table>														
Export finance	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verschillende vormen van <b>exportfinanciering</b> (debt en equity)</li> </ul>	<table border="1"> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td></td><td></td><td></td></tr> </table>													



# Aangeboden financieringsvormen – NL

## Financieringsaanbod



Financierings-/interventievorm	Instelling & toelichting	Aanbod per fase
Indirecte financiering	<b>INVESTNL</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Financiering met garanties via het InvestEU-programma, waarbij investeringen deels worden gedekt (50% van de nominale waarde) via Invest-NL als uitvoerende partner van het programma. Looptijd van 3-12 jaar voor maximaal €30 mln, met €175 mln als totaal garantiebudget</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verschillende garanties op leningen, bv <b>Borgstelling MKB-kredieten (BMKB)</b> en <b>Garantie Ondernemingsfinanciering (GO)</b> die banken respectievelijk een 90% en 50% staatsgarantie geven op leningen van respectievelijk maximaal €1,5 mln en €150 mln</li> <li><b>Groefaciliteit (garantie op equity)</b> gericht op bedrijven die risicodragend vermogen zoeken (bv. voor bedrijfsovernames of expansies)</li> </ul>	
	<b>INVESTNL</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Investeringen in fondsen, alleen of in samenwerking met het <b>Europees Investeringsfonds (EIF)</b> (bv <b>Dutch Future Fund</b>). Doorgaans participaties van €5-25 mln per fonds, waarbij ten minste 50% van de fondsomvang wordt geïnvesteerd door private partijen die onder dezelfde voorwaarden investeren als Invest-NL</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investeringen in programma's of fondsen (bv Quantum Delta NL dat investeert in Nederlandse start-ups in de kwantumtechnologie)</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investeringen in fondsen met internationale focus die bijdragen aan Duurzame Ontwikkelingsdoelen (SDGs)</li> </ul>	
Niet-financiële diensten	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Seed Capital-regeling</b> waarmee de Nederlandse Staat een renteloze lening verstrekt aan een investeringsfonds. Gericht op het bieden van zekerheid voor investeerders en het delen in de kans op succes voor start-ups</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verschillende begeleidingsprogramma's voor bedrijven. Voorbeelden zijn het <b>Investor Readiness Program (IRP)</b> (10-weekse begeleiding van start-ups bij het opstellen van een financieringsaanvraag) en geboden <b>financieringsadvies</b></li> </ul>	



# Daarnaast bieden NPBI's financiering aan via verschillende Europese regelingen

## Financieringsaanbod

Niet limitatief

### Voornaamste Europese Regelingen

		Nederland				EIF				KFW		bpi		france		cdp		British Business Bank		
		Invest-NL	RVO	ROM's	Nationaal Groeifonds	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF	EIF
<b>InvestEU</b> (waaronder EFSI)	EIB / Europese Commissie initiatief gericht op lange-termijn-financiering van bedrijven en het mobiliseren van private investeringen voor EU-beleidsdoelen d.m.v. fonds- en adviesdiensten	✓	✓			✓				✓										n.a.
<b>COSME<sup>1</sup></b>	COSME richt zich op het vergemakkelijken van de toegang tot financiering voor het mkb over de hele lifecycle d.m.v. leningen, equity en garanties		✓			✓				✓										n.a.
<b>EGF<sup>2</sup></b>	European Guarantee Fund ingericht tijdens Covid dat bedrijven (voornamelijk mkb) voorzag van directe financiering, fondsen en garanties					✓														n.a.
<b>Andere investering i.s.m. EIF / EIB</b>	Andere instrumenten opgezet in samenwerking met EIF/EIB (bijvoorbeeld fondsen of kredietlijnen)	✓	✓																	n.a.

✓ Regeling via NPBI aangeboden      Niet aangeboden







### Details

- NPBI's bieden verschillende EU regelingen aan waarbij zij, gezien de kennis van het lokale financierings- en bedrijfslandschap, de rol van intermediair nemen
- Voorbeelden van dergelijke regelingen zijn InvestEU waarbij EU NPBI's de implementerende partner zijn<sup>3</sup>
- Daarnaast bieden verschillende NPBI's i.s.m. EIB/EIF financiering aan. Bijvoorbeeld:
  - NL: DACI (Dutch Alternative Credit Instrument) dat niet-bancaire financiers voorziet van fondsen om mkb te bedienen en het Dutch Future Fund dat het innovatieve Nederlandse mkb voorziet van funding
  - IT: EIB biedt CDP een kredietlijn aan van 24 maanden en €400 mln om groene en innovatieve investeringen in mkb en mid-cap te kunnen doen

Bronnen: Europese Commissie, [Access to EU Finance](#), EIB, "EIB and CDP provide €400 million in financing for green and innovative investments by SMEs and mid-caps". (1) Na 2020 zijn enkele activiteiten ondergebracht bij InvestEU; (2) Ingericht tijdens Covid en sinds 2023 niet meer actief; (3) CDP is daarnaast ook implementing partner van de Connecting Europe Facility, een financieel instrument gericht op het verbeteren van transport-, energie- en telecomnetwerken


# De aangeboden instrumenten en diensten helpen het financieren van mkb, transities en verkrijgen van risicokapitaal

## Geadresseerde knelpunten per financieringsvorm

	Knelpunten	Voorbeeld(en)	
Transitiefinanciering	Vraag	Beperkte informatievoorziening 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Bpifrance Création</b> ondersteunt ondernemers door hulpmiddelen en modules aan te bieden voor het maken van een businessplan en het voorbereiden van aanverwante benodigde documentatie. Dit geeft ondernemers handvaten om financiers van de juiste informatie te voorzien</li> </ul>
		Ongebruikelijke vraag 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investering in fund-of-funds van nationale en internationale durfkapitaalfondsen die van kapitaal en kennis kunnen voorzien. Deze dragen bij aan de volwassenheid van de sector, die zo sneller vernieuwende aanvragen aan kan</li> </ul>
	Aanbod	Beperkt aanbod lange termijn kapitaal 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• De <b>Dansk Vækstkapital</b> investeert in durf- en buy-outfondsen die zijn opgericht als samenwerking tussen o.a. de Deense staat en pensioenfondsen, waarbij EIFO leningen van pensioenfondsen omzet in laag-risicodebtinstrumenten om de bereidheid tot investering onder partijen met een lager risicoprofiel te creëren</li> </ul>
		Beperkend beleid Beperkte kennis voor de beoordeling	
mkb	Vraag	Beperkt inzicht in financieringslandschap 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• BBB helpt SME's bij het vinden van financieringskanalen via een <b>referralprogramma</b>, en banken die een financieringsaanvraag afwijzen zijn verplicht (met toestemming van het bedrijf) door te verwijzen naar een aantal online platforms die mogelijk wel financiering kunnen bieden</li> <li>• Het <b>Business Matching Platform</b> van CDP verbindt Italiaanse bedrijven met buitenlandse partners (incl. investeerders) en geeft bedrijven daarmee beter inzicht in het financieringslandschap en contacten</li> </ul>
		Beperkt inzicht in vereisten propositie 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bpifrance voorziet bedrijven van <b>online en offline advies</b></li> </ul>
	Aanbod	Beperkende (Europese) regelgeving Transactiekosten kleine aanvragen 	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EIFO <b>cofinanciert leningen</b> samen met banken en andere financiële instellingen om risico te delen en meer bereidheid te creëren bij private partijen om leningen te verstrekken</li> </ul>

# De aangeboden instrumenten en diensten helpen het financieren van mkb, transitie en verkrijgen van risicokapitaal

## Geadresseerde knelpunten per financieringsvorm

		Knelpunten	Voorbeeld(en)
Risicokapitaal	Vraag	Bepert inzicht in financieringslandschap	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• BBB helpt SME's bij het vinden van financieringskanalen via een <b>referral programma</b>, en banken die een financieringsaanvraag afwijzen zijn verplicht (met toestemming van het bedrijf) door te verwijzen naar een aantal online platforms die mogelijk wel financieren kunnen bieden</li> <li>• Het <b>Business Matching Platform</b> van CDP verbindt Italiaanse bedrijven met buitenlandse partners (incl. investeerders) en geeft bedrijven daarmee beter inzicht in het financieringslandschap en contacten</li> </ul>
		Terughoudendheid in delen van informatie	
		Bepert inzicht in vereisten propositie	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Bpifrance Création</b> ondersteunt ondernemers door hulpmiddelen en modules aan te bieden voor het maken van een businessplan en voorbereiden van aanverwante benodigde documentatie. Dit geeft ondernemers handvaten om financiers van de juiste informatie te voorzien</li> </ul>
	Aanbod	Transactiekosten kleine aanvragen	  <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Garanties verlagen het risico van banken (en daarbij de afwijzingskans)</b> bijvoorbeeld <b>ERP Loan-StartGeld</b> leningen van KfW (KfW draagt 80% van het kredietrisico en de bank 20%)</li> <li>• <b>Co-financed leningen</b> van EIFO geven het signaal af aan andere financiers (bv. banken) dat het een kwalitatief goed project betreft omdat EIFO zelf ook kapitaal verschaft</li> </ul>
		Beperte schaal voor hogere tickets	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Bpifrance identificeert strategisch prioritaire gebieden (<i>deep tech</i>) waar <b>grotere</b> durfkapitaalfondsen en <b>-tickets</b> nodig zijn. Fondsen worden benaderd en aangemoedigd te groeien in Frankrijk m.b.v. co-investeringen</li> </ul>
		Beperte kennis van propositie	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• EIFO investeert direct in <b>buitenlandse VC-fondsen</b> met als doel de investeerders van deze fondsen ertoe aan te zetten om ook in Deense bedrijven te investeren en zich in Denemarken te vestigen. Een voorbeeld van een fonds waarin EIFO geïnvesteerd heeft is Rockstart. Met hun komst werd ook specifieke sector- en technologiekennis naar Denemarken gehaald en daarmee een speler die betere kennis van de propositie van bedrijven heeft</li> </ul>

 Knelpunt niet direct adresseerbaar door NPBI

# Verskillende NPBI's zijn erin geslaagd een substantieel volume aan private investeringen te ontvangen of faciliteren

## Aantrekkelijkheid private investeerders

Niet limitatief

NPBI

Gekozen vorm

Gemobiliseerd bedrag

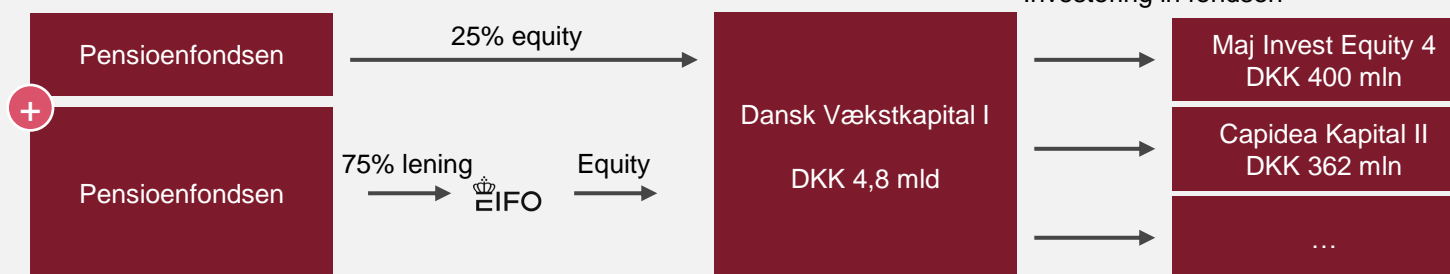
Dansk Vækstkapital (DV I - III), **fund-of-funds constructies om investeringen van pensioenfondsen in Deense small-cap-, mid-cap-, venture- en mezzaninefondsen te mobiliseren**. Dankzij hun track record en goede resultaten was over tijd steeds minder risico en minder investering vanuit EIFO nodig. Omdat de VC markt zich steeds verder ontwikkelde werden de fund-of-funds over tijd kleiner

Investerings bij pensioenfondsen werden voor DVI (2011) op een hybride manier opgehaald, zodat pensioenfondsen slechts 25% van het risico droegen:

- Via **rechtstreekse equity-investeringen van pensioenfondsen in DVI**
- Via **op garanties gebaseerde debtinstrumenten** uitgegeven door Vækstfonden (voorloper EIFO), waarbij een rente werd betaald van Deense staatsobligaties plus een illiquiditeitspremie. Vækstfonden investeerde vervolgens equity in DV. Pensioenfondsen konden zo bijdragen aan de financiering van het mkb via laag-risicodebtinstrumenten



DVI-structuur



DVI:  
DKK 4,8 mld  
(€640 mln)

DVII:  
DKK 3,0 mld  
(€400 mln)

DVIII:  
DKK 2,3 mld  
(€315 mln)

# Verskillende NPBI's zijn erin geslaagd een substantieel volume aan private investeringen te ontvangen of faciliteren

## Aantrekkelijkheid private investeerders

Niet limitatief

NPBI

Gekozen vorm

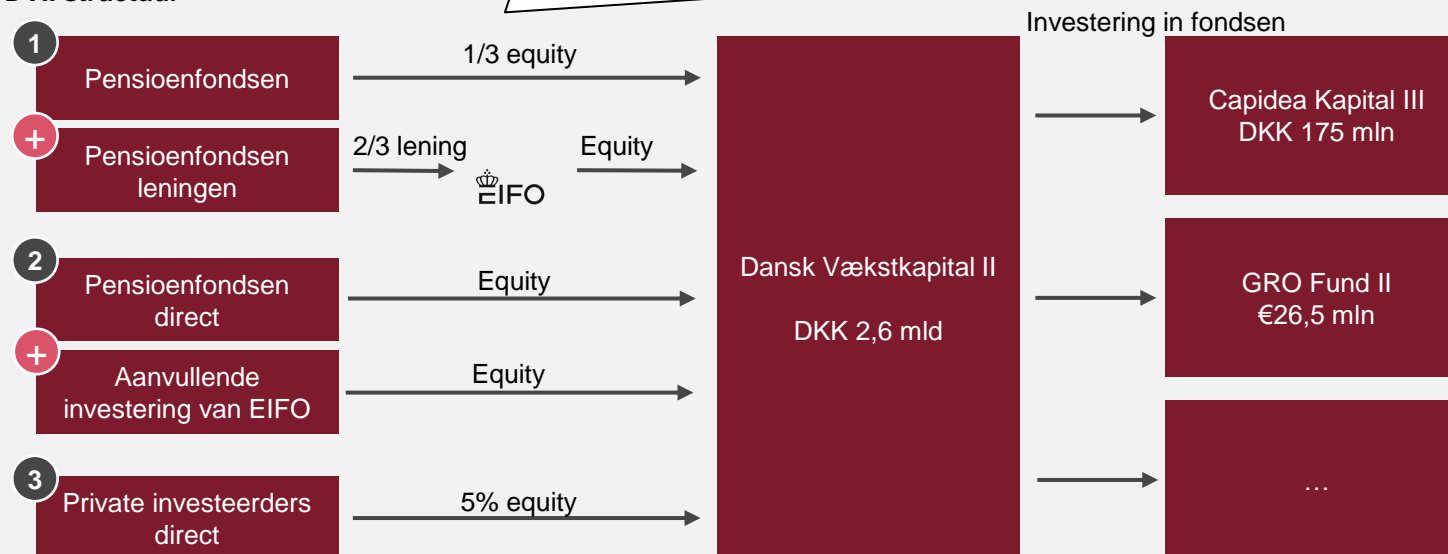
Gemobiliseerd bedrag

Voor DVII (2017 *final close*) hadden pensioenfondsen de volgende manieren om te investeren:

- 1 De manier van investeren in DVI (dit keer met 33% van het risico ipv 25% van DVI)
- 2 De mogelijkheid om direct te investeren in DVII. Hierbij vulde EIFO de investering van pensioenfondsen aan door 50% van het direct geïnvesteerde bedrag te investeren in DVII. Hierbij ontvingen de pensioenfondsen *preferred returns*
- 3 Naast EIFO en pensioenfondsen werd 5% direct geïnvesteerd door private investeerders

EIFO gaf 55% van het kapitaal via omgezette leningen en aanvullende investeringen, pensioenfondsen gaven 39% van het kapitaal (percentages betreffen beide totalen van 1 en 2)

DVII structuur



DVI:  
DKK 4,8 mld  
(€640 mln)

DVII:  
DKK 3,0 mld  
(€400 mln)

DVIII:  
DKK 2,3 mld  
(€315 mln)

# Verskillende NPBI's zijn erin geslaagd een substantieel volume aan private investeringen te ontvangen of faciliteren

## Aantrekkelijkheid private investeerders

Niet limitatief

### NPBI

### Gekozen vorm

### Gemobiliseerd bedrag

Voor DVIII (close in 2023) investeerden EIFO en private investeerders op pari-passuvoorwaarden, dus EIFO nam in deze ronde geen risico op zich voor private investeerders. Het fund-of-funds is gesloten in 2023 met een totaalbedrag van €322 mln. Investeringen in fondsen vinden plaats tot 2025

#### DVIII structuur



DVI:  
DKK 4,8 mld  
(€640 mln)

DVII:  
DKK 3,0 mld  
(€400 mln)

DVIII:  
DKK 2,3 mld  
(€315 mln)



EIFO investeert direct in buitenlandse durfkapitaalfondsen met als doel investeerders van deze fondsen ertoe aan te zetten ook in Deense bedrijven te investeren en/of zich mede te vestigen in Denemarken. Hierdoor haalt EIFO investeerders met specifieke kennis naar Denemarken. Een voorbeeld van een investeerder waar EIFO in heeft geïnvesteerd zodat deze ook een kantoor in Denemarken zou openen is Rockstart (focus op technologie, agricultuur en energie)



Totale bedrag niet bekend  
Elke door EIFO geïnvesteerde euro  
levert €4 aan investeringen in  
Denemarken op

# Verschillende NPBI's zijn erin geslaagd een substantieel volume aan private investeringen te ontvangen of faciliteren

## Aantrekkelijkheid private investeerders

Niet limitatief

### NPBI

### Gekozen vorm

### Gemobiliseerd bedrag

**KfW**

**KfW Capital investeert in durfkapitaalfondsen** die vervolgens in bedrijven investeren. Investerings van KfW maken de kapitaalbasis van deze fondsen sterker, waardoor ze beter in staat zijn financiering aan te bieden

**KfW Capital is samen met de Duitse Staat anchor investor** van het **Wachstumsfonds**, een fund-of-funds dat samen met andere investeerders investeert in het versterken van Duitse en internationale durfkapitaalfondsen

Het Wachstumsfonds wordt **voornamelijk gefinancierd door private middelen**. Het Wachstumsfonds heeft, naast KfW Capital en het Future Fund, **meer dan 20 private investeerders**, waaronder verzekeraars, pensioenfondsen, stichtingen, vermogensbeheerders en *large family offices*. Daarnaast zijn de federale overheid en KfW Capital ankerinvesteerders

Het fonds is opgezet als **twee parallelle investeringsvehikels** en kan daardoor beter **risicovoorkeuren van de verschillende groepen investeerders** accommoderen. German Insurance Association (GDV) en haar leden spelen een rol bij de structurering van het Wachstumsfonds

Universal Investment Group, Clifford Chance en BNP Paribas Securities Services zijn beheerders, KfW Capital is **investmentintermediair en adviseur**

*Volume investeringen private partijen niet beschikbaar.*

KfW Capital committeerde in 2022 **€1,3 mld**, geïnvesteerd kapitaal had een **multiplier van 4,6** voor Duitsland

**€1 mld** target fondsgrootte behaald

Bestaat voornamelijk uit privaat geld afkomstig van meer dan 20 institutionele investeerders (o.a. Allianz, BlackRock, Debeka, Generali)



# Verschillende NPBI's zijn erin geslaagd een substantieel volume aan private investeringen te ontvangen of faciliteren

## Aantrekkelijkheid private investeerders

Niet limitatief

NPBI

Gekozen vorm

Gemobiliseerd bedrag

**bpifrance**

**Cofinanciering van leningen** door Bpifrance om zo het **risico te delen** met private banken en financiers en zo **meer bereidheid te creëren voor private investeringen**

*Volume lening private partijen n.b.*

In 2023 had Bpifrance **€42,1 mld** aan uitstaande co-financed loans op haar balans staan (gefinancierd uit Bpifrancemiddelen of bond issuance programmes)

**Garantiefonds** dat het kredietrisico van Bpifrance (voor leningen zonder onderpand) en Franse commerciële banken dekt wanneer zij leningen verstrekken aan Franse bedrijven. Het **verlaagde risico** zorgt ervoor dat banken eerder bereid zijn financieringsaanvragen te accepteren

**€19,1 mld** aan garantiecommitments\*

\*Bevat ook (delen van) leningen die door Bpifrance worden gefinancierd

**Leningen met staatsgarantie:** Bpifrance beheert leningen met staatsgaranties namens de Franse staat. Daarbij acteert Bpifrance als intermediair tussen de Franse staat en banken. Het **verlaagde risico** zorgt ervoor dat banken eerder bereid zijn financieringsaanvragen te accepteren

**€82 mld** aan uitstaande leningen met staatsgarantie momenteel in beheer bij Bpifrance

Bpifrance **versterkt** VC-funds en fund-of-funds als **anchorinvesteerder**. Dit vergroot de bereidheid van private partijen om ook te investeren.

Per **€1** geïnvesteerd investeren private partijen **€5-6**

Bpifrance is ook een van de partner investeerders van het **Tibi**-initiatief, dat gericht is op het (grootschalig) mobiliseren van kapitaal voor investeringen in tech (focus Tibi 1 lag op late-stage tech, focus Tibi 2 ligt op early stage, deeptech en cleantech)

Gemobiliseerd kapitaal onder institutionele investeerders<sup>1</sup>:  
Tibi 1: **€6 mld**  
Tibi 2: doel om **€7 mld** te mobiliseren

(1) Betreffen tientallen institutionele investeerders zoals Aéma Groupe, Allianz, AXA, BNP Cardif, en Bpifrance zelf. Zie [Franse Thesaurie](#) voor volledig overzicht. Bronnen: KfW 2023 Investor report, [KfW press release](#), Bpifrance Investor reports, PwC Strategy&-analyse

# Verschillende NPBI's zijn erin geslaagd een substantieel volume aan private investeringen te ontvangen of faciliteren

## Aantrekkelijkheid private investeerders

Niet limitatief

### NPBI

### Gekozen vorm

### Gemobiliseerd bedrag



Verschillende **garanties** die het risico van intermediairs, banken en andere financiers verlagen en er zo aan bijdragen dat zij eerder bereid zijn financieringsaanvragen te accepteren

*Volume lening private partijen n.b.*

**Investeringen in verschillende fondsen** van banken en intermediairs voor het mkb (Enterprises Platform Fund, Capital Goods Fund, Leasing Fund, Confidi Fund). Dankzij de additionele investeringen van CDP, zijn andere financiers bereid in te stappen en eerder financieringsaanvragen te accepteren

*Volume lening private partijen n.b.*



Verschillende **garantieschema's voor leningen** die het risico voor investeerders verlagen en daardoor meer bereidheid creëren om in mkb, start-up en scale-up te investeren

- Het **Recovery Loan Scheme** geeft de financier een 70% overheidsgarantie op het openstaande bedrag na afronding van gebruikelijke terugvorderingsprocessen
- **ENABLE** geeft tegen vergoeding staatsportefeuillegaranties aan financiers op een portefeuille van leningen. Dankzij de garantie zijn niet-bancaire spelers zoals ThinCats samen met banken (zoals Citi, die als *senior funder* acteren) bereid in te stappen

**€5,4 mld** gecommiteerd door private investeerders via RLS sinds '21

**€1,0 mld** gecommiteerd door private investeerders via ENABLE in FY22

**Investeringen in financiers** ('Delivery Partners', doorgaans kleinere niet-bancaire spelers) van kleinere bedrijven. BBB heeft twee commerciële takken die zich d.m.v. investeringen toespitsen op het verbeteren van de financieringsmogelijkheden van kleine bedrijven. Dankzij investeringen van:

- **British Business Investment** (equity- en debtfondsen) investeert (pari passu) in verschillende alternatieve financieringsaanbieders om zo het financieringslandschap diverser te maken
- **British Patient Capital** (equity-fondsen) investeert in lange-termijndurfskapitaalfondsen, met een focus op life sciences en R&D-intensieve bedrijven

**British Business Investment**  
**€1,1 mld** geïnvesteerd door private investeerders (€450 mln door BBI zelf) in FY22

**British Patient Capital**  
**€13,0 mld** geïnvesteerd door private investeerders (€2,2 mld door BBI zelf) sinds '18

# Ook Nederlandse partijen slagen erin een substantieel volume aan private investeringen te ontvangen of faciliteren

## Aantrekkelijkheid private investeerders
















De dienstverlening in Nederland loopt, naast Invest-NL, via verschillende partijen die ook significante volumes aan private investeringen mobiliseren

Niet limitatief

NPBI	Gekozen vorm	Gemobiliseerd bedrag
INVESTNL	<p><b>Converteerbare lening</b> die de mogelijkheid biedt om een onderneming te ondersteunen, maar ook de vrijheid geeft om als vreemd-vermogendfinancier te profiteren van waardecreatie bij succes</p>	<p>€168 mln aan uitstaande leningen bij Invest-NL. Private partijen cofinancieren minimaal 50% per lening</p>
	<p>Co-financiering van leningen door Invest-NL om zo het <b>risico te delen</b> met private banken en financiers en zo <b>meer bereidheid te creëren voor private investeringen</b></p>	<p><b>DFF I:</b> €848 mln gecommiteerd aan Nederlandse bedrijven, waarvan €150 mln door Invest-NL en EZK gecommiteerd werd</p>
	<p>Het <b>Dutch Future Fund (DFF)</b> is een samenwerking tussen het Europees Investeringsfonds, het Ministerie van EZK en Invest-NL. Het doel van DFF is om meer kapitaal beschikbaar te stellen voor innovatieve scale-ups in Nederland. De investeringen worden uitgevoerd en gemanaged door <b>EIF (Europees Investeringsfonds)</b></p>	

# Buitenlandse NPBI's hebben over het algemeen een breed focusgebied

## Mate van integratie en breedte focusgebied



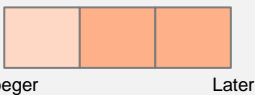



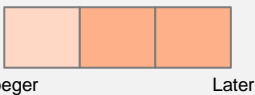



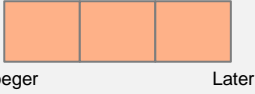



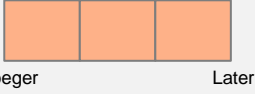



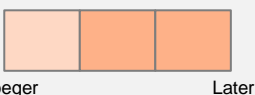

NPBI	Breedte focus	Toelichting
  <small>Export &amp; Investment Fund of Denmark</small>		Focus op het financieren en ondersteunen van duurzame oplossingen (in brede zin), de energietransitie en internationalisering
 		Brede focus op het verbeteren van de economische, sociale en het milieu in Duitsland en wereldwijd. Investerings in duurzame en innovatieve projecten en projecten die bijdragen aan de 17 Duurzame Ontwikkelingsdoelen (SDG's)
 		Brede focus op de ontwikkeling en competitiviteit van Franse bedrijven in lijn met het Franse economisch beleid (France 2030 plan), met het klimaat, R&D en <i>deep tech</i> als belangrijke speerpunten
 		Brede focus op duurzame ontwikkeling in Italië, met als focus klimaat, duurzame groei, innovatie, digitalisering en het ondersteunen van waardeketens. CDP neemt ook aandelen in voor de Italiaanse economie strategische bedrijven
 		Brede focus op duurzame groei en welvaart in het Verenigd Koninkrijk en transitie naar net-zero-economie voor 2050. Ontwikkeling van regio's speelt daarbij een belangrijke rol

## Belangrijkste inzichten

- Bbuitenlandse **NPBI's** hebben **vaak een breed focusgebied**, gericht op meerdere transities
- Deze NPBI's leggen ook nadruk op projecten die de **binnenlandse economie bevorderen**, met een specifieke focus op arbeidsmarktgroei en regionale ontwikkeling
- Focusgebieden zijn **in lijn met nationale beleidsdoelen**, zoals het France 2030-plan, en internationale overeenkomsten zoals de Klimaatakkoorden en de SDG's

# De mate van integratie van NPBI's verschilt, waarbij Bpifrance het meest als one-stop-shop opereert

## Mate van integratie en breedte focusgebied

Land	NPBI	Bedrijfsfase		Integratie productaanbod	
		Aanbod per fase	Toelichting	Mate van integratie	Toelichting
	 Export & Investment Fund of Denmark	 Vroeger Later	EIFO ondersteunt bedrijven met name vanaf het moment dat zij dicht bij het betreden van de markt zijn, met marktconforme instrumenten		Biedt naast financiering ook begeleidingsprogramma's aan. Beperkte mate van synergiën tussen de verschillende producten, integratie van voorlopers van EIFO nog gaande
		 Vroeger Later	KfW ondersteunt ondernemingen over het grootste deel van de investment cycle, met name in de post-subsidiefase		Biedt financiering en in beperkte mate ook tools en verwante diensten. Integratie met name gedreven door banken waar regelingen geautomatiseerd zijn ondergebracht
		 Vroeger Later	Bpifrance ondersteunt ondernemingen in vrijwel elke fase van de investment cycle		Fungeert als een volledige one-stop-shop waarbij ondernemingen van advies worden voorzien en productaanbod aansluit bij behoeften over tijd
		 Vroeger Later	CDP ondersteunt ondernemingen in vrijwel elke fase van de investment cycle		Biedt vooral indirect financiering aan (relatief weinig direct contact met mkb), (advies)diensten in ontwikkeling
		 Vroeger Later	BBB ondersteunt ondernemingen enkel indirect, via garanties of investeringen in fondsen, met name in de post-subsidiefase		Biedt begeleiding bij het vinden passende financiële ondersteuning, garantie/ intermediairstak en investeringstak opereren afzonderlijk van elkaar

Aanbod voor fase binnen NPBI:  Niet aangeboden →  Breed aanbod

Mate van integratie:  Volledige afzondering →  Volledige integratie

# Vergeleken met buitenland zitten de belangrijkste gaten in NL op grotere tickets en centraal punt voor informatie en advies



**Perspectief relevantie voor Nederlandse markt**

Niet limitatief

Fase	Belangrijkste gaten in NL	Invulling van deze gaten in het buitenland
<b>Vroegere fase</b> Subsidie, seed, kleine debt & equity tickets	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Geen belangrijke gaten</b>, het financieringsaanbod in de vroege fase in Nederland sluit aan bij het aanbod in het buitenland</li> </ul>	n.v.t.
<b>Latere fase</b> Grote durfkapitaaltickets	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gebrek aan <b>grote durfkapitaaltickets</b> voor bedrijven die significante investering moeten maken voor bijvoorbeeld opschaling or commercialisering</li> </ul>	<p><b>Bpifrance</b> heeft op twee manieren ingezet op het vergroten van VC-spelers en hun mogelijkheden om grotere tickets te financieren voor o.a. deep tech en zo te voorkomen dat spelers naar de grotere fondsen in de VS moeten:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Door <b>gebieden te identificeren</b> waar het belangrijk is voor Frankrijk om grotere fondsen te hebben (bv. deep tech) en <b>fondsen actief</b> te benaderen en het belang van hun groei te ondersteunen</li> <li>• Door te <b>co-investeren met deze fondsen</b> om hun groei en hun vermogen om grotere tickets te voorzien te ondersteunen</li> </ul> <p><b>EIFO</b> is de grootste <b>investeerder in durfkapitaalfondsen</b> van Denemarken en draagt daarbij sterk bij aan de volwassenheid en breedte van het aanbod aan durfkapitaal (wel met name gericht op kleinere tickets)</p>
<b>Latere fase</b> Grotere debt tickets en garanties	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gebrek aan <b>grotere leningen</b> (&gt;€1 mln) met bredere <b>garantstelling of publieke cofinanciering</b> voor bedrijven die significante investering moeten doen voor opschaling</li> <li>• Borgstelling MKB-kredieten (BMKB) geeft 90% overheidsborgstelling op tickets tot €1 mln (tijdelijk tot €1,5 mln), terwijl garantie ondernemersfinanciering (GO) op tickets van €1,5-€150 mln een 50% staatsgarantie geeft</li> </ul>	<p><b>BBB</b> biedt een bredere set aan garanties voor verschillende ticket sizes, zowel garanties op individuele leningen, als een <b>portfolio-based garantiestelsel met tranching (ENABLE)</b>, waarbij banken voor een portefeuille aan leningen op het meest senior deel instappen en zo hun risico verlagen. CDP biedt garanties op tickets tot €2,5 mln</p> <p><b>Bpifrance</b> biedt grotere leningen aan van doorgaans €5-10 mln (in co-financiering met banken, al dan niet met garantie) en is van plan dit uit te breiden tot €20-50 mln voor o.a. renewables en innovatieve nieuwe industrieën</p>
<b>Algemeen</b> Centraal punt met informatie over financieringsaanbod	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Een <b>centraal punt</b> waar ondernemers terecht kunnen met <b>informatie</b> over financieringsvormen over verschillende fases en advies ontbreekt. Nederland biedt via verschillende instellingen zowel financieringsvormen aan als informatie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bij <b>Bpifrance</b> kunnen ondernemers in verschillende fases terecht voor financiering en dus ook <b>informatie over de beschikbare financieringsvormen</b></li> </ul>





# Verschillende buitenlandse initiatieven zouden een oplossing kunnen bieden voor de problematiek in Nederland



## Perspectief relevantie voor Nederlandse markt

Niet limitatief

### In het buitenland gekozen oplossing



#### Directe investeringen in durfkapitaalfondsen

- EIFO biedt co-investeringen aan als deze durfkapitaalfondsen met specifieke kennis zich in DK zouden vestigen (bv. **Rockstart**)
- Bpifrance identificeert, als onderdeel van het Tibi-initiatief, strategisch prioritaire gebieden (*deep tech*) waar **grotere** durfkapitaalfondsen en **-tickets** nodig zijn. Fondsen worden benaderd en aangemoedigd te groeien in Frankrijk m.b.v. co-investeringen



#### Investeringen in fund-of-funds constructies waar institutionele investeerders met verschillende risk appetite levels bereid zijn in te stappen

- KfW zette in het **Wachstumsfonds** daar twee parallelle investeringsvehikels voor op
- EIFO bood bij **Dansk Vækstkaptal** de mogelijkheid voor investeerders om in te stappen via laag-risicodebtinstrumenten



#### Geïntegreerd aanbod van financierings- en adviesdiensten

Ondernemers (van idee tot volwassen stadium) kunnen bij Bpifrance terecht op **één centraal punt**, waar zowel financiering kan worden verkregen als kennis van de financieringsmogelijkheden en hoe deze succesvol aan te boren. Integratie in Duitsland vindt plaats via banken, waar regelingen gericht zijn ondergebracht en geautomatiseerd



#### Bredere garantstelselsysteem, incl. portfolio-based garantiestelsel met tranching

Met **ENABLE** krijgen banken een staatsgarantie aangeboden via BBB op een portefeuille van leningen aan kleinere bedrijven aan in ruil voor een vergoeding (commercieel). De garantie verlaagt de hoeveelheid benodigd kapitaal en junior funding

### Effect van de oplossing

#### Investeerders met betere kennis die bedrijf op waarde kunnen schatten (DK) en ruimer aanbod aan hogere risicokapitaaltickets

- Volwassener durfkapitaallandschap en specifieke sector- en technologiekennis naar Denemarken gehaald. Dit leidt tot meer investeringen omdat investeerders beter in staat zijn een bedrijf op waarde te schatten
- Verschillende grote fondsen (>€1 mld) ontstaan op strategisch prioritaire gebieden (deeptech) in Frankrijk die in staat zijn grote VC-tickets te servicen

#### Meer investeringen van institutionele investeerders die dankzij een aangepaste risicoverdeling bereid waren in te stappen in durfkapitaal

- Beide fund-of-funds grotendeels gefinancierd met privaat geld omdat investeerders met een lager risicoprofiel bereid waren in te stappen
- Wachstumsfonds heeft een omvang van €1 mld, voornamelijk van private investeerders. Dansk Vækstkaptal fund-of-funds van in totaal ongeveer €1,4 mld, waarbij EIFO over €700 mln het risico droeg en €100 mln zelf pari passu investeerde

#### Beter inzicht in financieringsmogelijkheden voor bedrijven en eisen en randvoorwaarden bij financieringsaanvragen

- Hoog en groeiend gebruik van adviesdiensten Bpifrance. Door Bpifrance ondersteunde bedrijven lieten 2-3x hogere groei zien dan vergelijkbare niet-ondersteunde bedrijven

#### Meer financiers bereid leningen aan kleinere bedrijven te verschaffen dankzij verlaagde fundingkosten en -risico

- Succesvol programma, meer dan £915m (€1,1 mld) uitstaande garanties. Samenwerking met tientallen niet-bancaire financiers en banken (doorgaans *senior funders*). Bijvoorbeeld ThinCats committeerde in 2021 €350 mln samen met Citi en was dankzij de garantie bereid in te stappen
- Verlaagt de hoeveelheid kapitaal en junior funding die nodig is om risicovolle tickets te financieren. Draagt daarmee bij aan verruimen van het op dit moment beperkte aanbod aan tickets voor het mkb



# Disclaimer

April 2024

Deze rapportage is opgesteld door PwC onder verantwoordelijkheid van Selwyn Moons (Partner) en onder toezicht van Brecht Gijsbertsen (Director). We hebben onze werkzaamheden gebaseerd op de aan ons ter beschikking gestelde informatie. Wij hebben aangenomen dat deze informatie juist, volledig en niet misleidend is. Wij hebben geen accountantscontrole uitgevoerd met betrekking tot deze informatie, noch een beoordeling gericht op het vaststellen van volledigheid en juistheid daarvan conform internationale audit of reviewstandaarden. Dit document is bedoeld voor informatieve doeleinden. U blijft ten alle tijde volledig verantwoordelijk voor enige beslissing(en) die op basis van dit rapport kan (kunnen) worden genomen. PwC aanvaardt geen aansprakelijkheid (ook niet voor nalatigheid) voor de gevolgen van enig handelen of nalaten van u en/of derden op basis van (de inhoud van) het rapport en wijst iedere verantwoordelijkheid, zorgplicht en/of aansprakelijkheid hetzij contractueel, uit onrechtmatige daad (inclusief nalatigheid) of anderszins af voor enige beslissing op basis van (de inhoud van) het rapport. Wij hebben de rapportage uitsluitend opgesteld voor het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat als opdrachtgever, en conform de opdracht van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat. Voor het gebruik van het rapport door andere partijen dan het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat aanvaarden wij geen verantwoordelijkheid, zorgplicht of aansprakelijkheid contractueel, op basis van onrechtmatige daad (inclusief nalatigheid) of anderszins. Het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat vrijwaart PwC te allen tijde voor aanspraken van derden die voortvloeien uit of verband houden met door ons ten behoeve van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat verrichte werkzaamheden, behoudens indien en voor zover er sprake is van opzet of bewuste roekeloosheid aan de zijde van PwC.

Op dit document alsmede enig geschil voortvloeiende uit of verband houdende met (de inhoud van) dit document worden uitsluitend beheerst door Nederlands recht.



© 2024 PwC. All rights reserved. PwC refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity. Please see <http://www.pwc.com/structure> for further details.