



Opdrachtgever:



Ministerie van Economische Zaken  
en Klimaat

# DECISIO

## Meta-evaluatie risicokapitaalinstrumentarium

Eindrapportage

Arnhem, 17 juli 2024 | Kenmerk: 23276-006



## Auteurs



**Hendrik van der Meulen**  
Adviseur en partner KplusV



**Thomas Ticheloven**  
Adviseur KplusV



**Edwin Netjes**  
Adviseur en partner KplusV



**Jan Julian Peters Sengers**  
Adviseur KplusV



**Daan van Gent**  
Adviseur en partner Decisio

# Inhoud

<b>1. Samenvatting</b>	<b>5</b>
1.1 Doel en opzet onderzoek	5
1.2 Conclusies	5
1.3 Aanbevelingen	8
1.4 Tot besluit	8
<b>2. Management Summary</b>	<b>9</b>
2.1 Introduction	9
2.2 Conclusions	9
2.3 Recommendations	11
2.4 Final words	12
<b>3. Inleiding meta-evaluatie</b>	<b>13</b>
3.1 Aanleiding voor het onderzoek	13
3.2 Doel- en vraagstelling	14
3.3 Onderzoeksaanpak en -methodologie	14
3.4 Afbakeningen	15
3.5 Leeswijzer	15
<b>4. Uitgangspunten van de meta-evaluatie</b>	<b>16</b>
4.1 De context van risicodragend investeren	16
4.2 De risicokapitaalmarkt is een systeem	16
4.3 Samenhang in het systeem	17
4.4 Analyse kader	17
<b>5. Marktbeschrijving</b>	<b>19</b>
5.1 De risicokapitaalmarkt in Nederland	19
5.2 De actoren in de risicokapitaalmarkt	20
5.3 Het aanbod van risicokapitaal	22
5.4 De vraag naar risicokapitaal	31
5.5 De verbindingen tussen partijen	35
5.6 Knelpunten in de risicokapitaalmarkt	36
5.7 De ontwikkelingen in de risicokapitaalmarkt	40
5.8 Tussenconclusie	42
<b>6. Publieke interventies in de risicokapitaalmarkt</b>	<b>43</b>
6.1 Inleiding	43
6.2 Beleidsreconstructie inzet ministerie EZK op risicokapitaalmarkt	43
6.3 De rationale voor het overheidsingrijpen	51
6.4 Het niveau waarop de interventie wordt gedaan	54
6.5 Het belang van de interventies in de kapitaalmarkt	56
6.6 De overheidsinterventies in andere landen	57
6.7 Tussenconclusie	65

<b>7.</b>	<b>De doeltreffendheid van het instrumentarium</b>	<b>67</b>
7.1	Bijdrage aan beleidsdoelen	67
7.2	Een oplossing voor de knelpunten?	69
7.3	Het beleid van EZK	70
7.4	Het effect op de ondernemers	76
7.5	Effect op de inzet van privaat kapitaal	81
7.6	De doeltreffendheid nu en in de toekomst	83
7.7	Tussenconclusie	84
<b>8.</b>	<b>De doelmatigheid van het instrumentarium</b>	<b>86</b>
8.1	Inleiding	86
8.2	Een kostenefficiënt instrumentarium?	86
8.3	Kostenefficiënte alternatieven	911
8.4	De aansluiting van het instrumentarium	93
8.5	Waardering van het instrumentarium	96
8.6	Tussenconclusie	99
<b>9.</b>	<b>Conclusies</b>	<b>100</b>
9.1	Inleiding – een goed functionerend systeem	100
9.2	Conclusies per hoofdvraag	100
<b>10.</b>	<b>Aanbevelingen</b>	<b>106</b>
10.1	De risicokapitaalmarkt als systeem	106
10.2	Praktische knelpunten verhelpen	108
10.3	Kansen voor verbetering	109
10.4	Tot besluit	110
<b>Bijlagen</b>		<b>111</b>
Bijlage 1	Onderzoeksvragen	111
Bijlage 2	Definities	113
Bijlage 3	Gesprekspartners/deelnemers aan het onderzoek	114
Bijlage 4	Documentenlijst	116
Bijlage 5	Enquête/vragenlijst	117
Bijlage 6	Methodologie data-analyse	119
Bijlage 7	Beschrijvende statistiek/uitkomsten enquête	120
Bijlage 8	Uitkomsten per land	127

# 1. Samenvatting

## 1.1 Doel en opzet onderzoek

Het ministerie van Economische Zaken en Klimaat zet momenteel acht instrumenten in om risicokapitaal in Nederland te bevorderen, te weten:

- Dutch Venture Initiative (DVI)
- Groeifaciliteit
- Innovatiekrediet (IK)
- Invest-NL
- Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)
- Seed Capital-regeling
- Thematische Technology Transfer (TTT)-regeling
- Vroegefasefinanciering (VFF)

Deze instrumenten zijn recentelijk individueel geëvalueerd. Naast de individuele analyse wil EZK ook de effectiviteit van de samenhang van instrumenten evalueren via een meta-evaluatie. Daarin staan effectiviteit en doelmatigheid van het geheel aan instrumenten centraal.

De meta-evaluatie heeft een drietal hoofdvragen:

1. Is de samenhang van het publieke risicokapitaalinstrumentarium met haar verschillende uitvoerders en mate van subsidiëring effectief in het wegnemen van knelpunten op de risicokapitaalmarkt en slagen de samenhangende instrumenten erin om de toegang tot risicokapitaal te vergroten?
2. Hoe heeft de markt voor risicokapitaal zich ontwikkeld de afgelopen jaren en in hoeverre is het overheidsingrijpen via het huidige publieke instrumentarium gerechtvaardigd?
3. Zijn de instrumenten en de samenhang daartussen doelmatig en doeltreffend?

De onderzoeksresultaten zijn gebaseerd op de volgende activiteiten:

- Documenten- en data-analyse
- Interviews (40 interviews)
- Focusgroepen (2 focusgroepen met 11 deelnemers)
- Vragenlijst (15 ingevulde vragenlijsten)
- Meta-analyse (analyse van individuele evaluaties van de acht instrumenten).

## 1.2 Conclusies

### Risicokapitaalmarkt heeft zich sterk ontwikkeld

De risicokapitaalmarkt in Nederland is de afgelopen jaren fors gegroeid. Het aantal transacties, het geïnvesteerde bedrag per financiering, het aantal fondsen en het totaal beschikbare kapitaal is continu gegroeid. Vanuit publieke en private bronnen is een dekkend aanbod ontstaan voor startups en scale-ups. Over het algemeen komen vraag en aanbod bij elkaar. Op een aantal vlakken zien we echter een mismatch. Het gaat dan vooral om grote bedragen voor 'first time plants' en scale-up financiering. Op deze vlakken is het moeilijk om financiering aan te trekken. Ook zien we een potentieel knelpunt ontstaan in de start- en voorbereidingsfase.

Er is een volwassen en succesvolle sector ontstaan van private fondsen en fondsmanagers, mede dankzij de overheidsinterventies. Daarnaast groeien financieringsvormen als crowdfunding waar ook steeds meer risicokapitaal wordt opgehaald. Tegelijkertijd zien we dat bepaalde partijen nog meer mee kunnen doen, zoals, corporate investeerders, institutionele partijen, alumni van universiteiten en angel investeerders. Ook in Europa liggen mogelijkheden, Invest-NL kan deze verder ontsluiten ten behoeve van de Nederlandse markt.

Publieke financiering is dominant aanwezig in de risicokapitaalmarkt. Direct (bijvoorbeeld via de ROM's en VFF) en indirect (bijvoorbeeld DVI, Seed Capital) is er in meer dan 60% van het aantal financieringen een publieke inbreng. Met name in de vroege fases is het belang van publieke financiering groot.

### **Overheidsingrijpen is effectief, maar doelen op systeem ontbreken**

Het overheidsingrijpen vindt op vele manieren plaats, van kaderstellend, tot het direct financieren van bedrijven. We zien dat de overheidsinterventies gerechtvaardigd waren. Er waren duidelijke aanleidingen om instrumenten in te zetten. Dit heeft geleid tot een volwassen risicokapitaalmarkt. Marktfalen is echter nog niet opgelost en de inzet van het instrumentarium is nog steeds noodzakelijk. De invulling die de overheid kiest kan duidelijker gemaakt worden door deze direct te verbinden aan de doelstellingen van het beleid. De doelstellingen op het gehele systeem zijn echter nog impliciet.

De doelstellingen van het beleid voor de risicokapitaalmarkt als geheel zijn niet expliciet gemaakt door de Rijksoverheid. Op het niveau van het instrument zijn er wel doelstellingen bepaald. In het uitgevoerde onderzoek is een beleidstheorie geformuleerd om de doeltreffendheidsvraag te kunnen beantwoorden. Wij hebben de volgende doelen gedestilleerd voor de interventies in de risicokapitaalmarkt:

- Het mobiliseren van privaat kapitaal
- Het vergroten van het aanbod op de risicokapitaalmarkt
- Kennis en expertise opbouwen over en in de risicokapitaalmarkt

Overig overheidsbeleid zoals wet- en regelgeving is ondersteunend voor een goed financieringslandschap. Vaak genoemd worden consistentie van beleid, vestigingsklimaat voor startups en fiscale (on)mogelijkheden. Ook het maken van expliciete keuzes, zoals met sleuteltechnologieën is gebeurd, draagt bij aan het landschap.

Het instrumentarium is landsdekkend, maar er zijn regionale verschillen in het aanbod aan risicokapitaal. Het instrumentarium van de Rijksoverheid wordt landsdekkend ingezet, waarbij VFF samen dient te gaan met de inzet van regionale middelen. Dit is niet voor alle provincies mogelijk (en dit zal uitdagender worden). Ook zijn er grote verschillen in het aanbod in de provincies, waardoor ondernemers ongelijke kansen hebben. Er is nog geen gezamenlijke visie van de rijksoverheid en de provincies op de samenhang van de instrumenten.

De doelgroep startups en scale-ups staat centraal in het publieke risicokapitaalinstrumentarium en wordt hiermee goed bediend. Het innovatieve mkb en brede mkb wordt beperkt bediend vanuit het risicokapitaal-instrumentarium. Het komt alleen aan bod bij VFF, en kent daarmee geen mogelijkheden in het totale instrumentarium. Het brede mkb wordt eveneens heel beperkt (enkel – indirect – door de Groeifaciliteit) bediend vanuit de instrumenten.

### **Samenhang tussen publieke instrumenten is goed. Aansluiting met private partijen kan verbeterd worden**

Het samenhangende risicokapitaalsysteem is effectief, knelpunten zoals het gebrek aan kapitaal en sectorale uitdagingen worden geadresseerd en ondernemers krijgen toegang tot risicokapitaal voor de financiering van hun plannen. De geconcludeerde samenhang is te zien op verschillende niveaus. Er is sprake van op elkaar aansluitende instrumenten over de verschillende levensfasen, er is landelijke dekking van de instrumenten (met dus uitdagingen in de VFF), en ook qua bedragen sluit het instrumentarium op elkaar aan. Er is beperkte overlap tussen instrumenten en ondernemers maken gebruik van meerdere instrumenten gedurende het groeiproces. Voor specifieke sectoren zijn soms witte vlekken in het aanbod.

De meeste instrumenten zijn generiek opgezet en bieden op die manier in den brede mogelijkheden voor de verschillende sectoren en kunnen tevens specifiek gemaakt worden door calls zoals bij Seed capital en TTT is gedaan.

De samenwerking tussen partijen is vooral ad hoc vormgegeven, waardoor de keten niet altijd goed gesloten wordt. De ROM lijkt goed op veel andere instrumenten aan te sluiten, bij andere instrumenten is de aansluiting minder duidelijk en zijn combinaties minder voorkomend. Ook de samenwerking met private partijen in het systeem kan worden verbeterd.

### **Instrumentarium is doeltreffend, maar meetbaarheid kan verbeterd worden**

De verschillende instrumenten hebben een positief effect op de groei van omzet, werkgelegenheid en speur- en ontwikkelwerkzaamheden. Op basis van de beoordeling van het systeem en de instrumenten, is te stellen dat de risicokapitaalmarkt als geheel doeltreffend is, evenals de individuele instrumenten. Deze conclusie kan aan kracht winnen als er vanuit geëxpliciteerde doelstellingen gewerkt gaat worden.

Het systeem is organisch gegroeid zonder duidelijke kwantitatieve probleem- en doelstellingen (bijvoorbeeld ten aanzien van het marktfalen dat moet worden gemitigeerd). Daardoor zijn beperkt normen gesteld of te stellen voor wanneer iets goed is of waarmee de outcome te meten is. Mede om deze redenen is er geen expliciete koppeling met de gerealiseerde impact zoals strategische autonomie, brede welvaart en andere opgaven waar aan gewerkt wordt.

Door het ontbreken van expliciete doelen is moeilijk te beoordelen of afwegingen voor de inzet van instrumenten passend zijn. Bijvoorbeeld over wanneer direct en wanneer indirecte interventie passend is. Wanneer managet een overheidspartij een fonds, wanneer de markt.

### **Een efficiënt systeem**

De doelmatigheid van het systeem is beperkt te beoordelen doordat doelen voor het systeem ontbreken. Vanuit de individuele instrumenten zien we dat deze als kostenefficiënt worden beschouwd. De instrumenten zijn deels revolverend. Niet voor alle instrumenten kon een goed oordeel gegeven worden omdat er niet altijd voldoende data beschikbaar was om een betrouwbare analyse te maken. Ook voor de instrumenten geldt dat de kostenefficiëntie op verschillende manieren is beoordeeld en een norm ontbreekt.

De doelmatigheid bezien vanuit niet-financieel perspectief is goed. Het instrumentarium wordt goed gewaardeerd door ondernemers en financiers in het systeem. De instrumenten sluiten goed op elkaar aan qua criteria en eisen. Ook is samenwerking tussen de publieke uitvoerders vrij goed. De efficiëntie van het systeem kan nog verder groeien door samenwerking ter verbeteren tussen partijen en private partijen en daarmee ook samenhang te verbeteren. Dit kan mogelijk leiden tot efficiëntie op andere vlakken dan in kosten zoals kortere doorlooptijden van financieringsrondes, meer combinaties tussen instrumenten waardoor complexe financieringen beter aan geld komen en bedrijven sneller kunnen groeien.

### 1.3 Aanbevelingen

De aanbevelingen richten zich op drie onderdelen:

- De wijze waarop de risicokapitaalmarkt als systeem ingevuld kan worden
- De wijze waarop knelpunten in de huidige instrumenten weggenomen kunnen worden en
- De kansen die er liggen om het bestaande systeem verder te verbeteren

### 1.4 Tot besluit

Deze meta-evaluatie laat zien dat, mede door het overheidsingrijpen, de Nederlandse risicokapitaalmarkt sterk is ontwikkeld. Toegang tot kapitaal wordt verbeterd en knelpunten worden bediend. Marktfalens zijn echter nog niet opgelost. De inzet van de overheid blijft nodig om verder door te kunnen groeien. Met de aanbevelingen uit de losse instrumentevaluaties en uit deze meta-analyse kan het systeem verder doorgroeien. Bijvoorbeeld voor innovatief mkb dat nu nog beperkt bediend wordt.

Tot slot is het goed om te beseffen dat het uiteindelijk niet alleen om het aanbod van kapitaal gaat. Ook de aanwas van ondernemingen is van belang. En er zijn meer factoren dan alleen financiering die de groei van ondernemingen bepalen. Zie risicofinanciering dus in een geheel van interventies gericht op ondernemerschap.



## 2. Management Summary

### 2.1 Introduction

The Ministry of Economic Affairs and Climate Policy currently controls eight instruments to promote risk capital in the Netherlands, which are:

- Dutch Venture Initiative (DVI)
- Growth Facility (Groeifaciliteit)
- Innovation Credit (Innovatiekrediet; IK)
- Invest-NL
- Regional Development Agencies (Regionale Ontwikkelingsmaatschappij; ROM's)
- Seed Capital Scheme
- Thematic Technology Transfer (TTT) Scheme
- Early Phase Financing (Vroegefasefinanciering; VFF)

These instruments have recently been individually evaluated. In addition to the individual analysis, the Ministry of Economic Affairs and Climate Policy also wants to evaluate the effectiveness of the cohesion of these instruments through a meta-evaluation. The focus of this meta-evaluation is on the overall effectiveness and efficiency of the instruments.

The meta-analysis has three research questions:

1. Is the cohesion of the public risk capital instruments with their various implementers and levels of subsidization effective in addressing bottlenecks in the risk capital market, and do the cohesive instruments succeed in increasing access to risk capital?
2. How has the risk capital market developed in recent years, and to what extent is government intervention through the current public instruments justified?
3. Are the instruments and their cohesion efficient and effective?

The study's results are based on the following methods:

- Desk research and data analysis
- Interviews (40 interviews)
- Group discussions (2 sessions with eleven participants)
- Survey (15 completed surveys)
- Meta-analysis (analysis of the individual evaluation studies of eight instruments)

### 2.2 Conclusions

**The venture capital market in the Netherlands has seen significant growth in recent years.**

The number of transactions, invested amounts per financing, number of funds, and total available capital have all consistently increased. A comprehensive supply has emerged from both public and private sources to support startups and scale-ups, generally aligning supply with demand. However, mismatches are noted in areas such as funding for 'first-time plants' and scale-up financing, posing challenges to accessing capital. Potential bottlenecks are also emerging in the startup and preparatory phases.

Additionally, a mature and successful sector of private funds and managers has developed, supported in part by government interventions. New initiatives like crowdfunding are also gaining traction in raising venture capital. However, certain stakeholders such as corporate investors, institutional parties, university alumni, and angel investors could further integrate into the system. Opportunities in Europe, which Invest-NL could unlock for the Dutch market, are also apparent.

Public funding dominates the venture capital market, directly (e.g., through ROM's and VFF) and indirectly (e.g., DVI, Seed Capital), contributing to over 60% of financing activities. Public financing plays a crucial role, particularly in the early stages.

**Government interventions have proven effective, although systemic goals are not clearly defined.**

Government intervention is effective, yet system goals are lacking. Government intervention occurs in various forms, from regulatory frameworks to direct financing of businesses. We observe that these interventions were justified, responding to clear needs for deploying instruments. This has resulted in a mature venture capital market. However, market failures persist, necessitating continued use of the instruments. Government strategies could benefit from clearer alignment with policy objectives, which are currently implicit for the entire system.

Policy objectives for the venture capital market have not been explicitly articulated by the Dutch government. However, specific objectives have been set at the instrument level. The research conducted formulated a policy theory to address effectiveness. The following goals were distilled for interventions in the venture capital market:

- Mobilizing private capital
- Increasing supply in the venture capital market
- Building knowledge and expertise in the venture capital market

Other government policies, such as legislation and regulations, support a conducive financing landscape. Consistency in policy, startup-friendly environment, and fiscal policies (feasibilities) are often cited. Explicit choices, such as those involving key technologies, contribute to shaping this landscape.

The instruments cover the entire country, yet there are regional disparities in the availability of venture capital. The Dutch government's instruments are deployed nationwide, with VFF needing to align with regional resources, which poses challenges for all provinces and may become more challenging. Disparities in provincial offerings create unequal opportunities for entrepreneurs. A unified vision between the national government and provinces regarding instrument coherence is lacking.

The target group of startups and scale-ups is central to the public venture capital instruments and is well served. However, the innovative SMEs and broader SMEs are underserved by these instruments. They are addressed only indirectly through the VFF and Groeifaciliteit, respectively, within the instruments.

**The coherence between public instruments is good. Alignment with private parties can be improved.**

The integrated venture capital system is effective, addressing challenges such as capital scarcity and sector-specific issues, thereby granting entrepreneurs access to venture capital for their projects. The identified coherence is evident at various levels: instruments complement each other across different stages of growth, ensuring national coverage (though facing challenges in VFF), and harmonizing in terms of funding amounts.

There is limited overlap between instruments, and entrepreneurs utilize multiple instruments throughout their growth journey. Some sectors experience gaps in availability.

Most instruments are designed generically, offering broad possibilities across various sectors and can also be tailored through calls, as done with Seed Capital and TTT.

Partnership among stakeholders is largely ad hoc, leading to occasional gaps in the chain. ROMs seem to align well with many other instruments, while integration with others is less clear, and joint efforts with private entities in the system could be enhanced.

**The instruments are effective, but measurability can be improved.**

The various instruments positively impact revenue growth, employment, and research and development activities. Based on the evaluation of the system and its instruments, it can be concluded that the venture capital market is effective, as are the individual instruments. This conclusion could be strengthened with explicit objectives.

The system has organically evolved without clear quantitative problem statements or objectives (such as addressing market failures). Consequently, there are limited norms established for determining success or measuring outcomes. For these reasons, there is no explicit linkage with achieved impacts such as strategic autonomy, broad prosperity, and other goals being pursued.

The absence of explicit goals makes it difficult to assess whether decisions regarding the deployment of instruments are appropriate. For instance, determining when direct versus indirect intervention is suitable, and when it is appropriate for a government entity to manage a fund versus market management.

**An efficient system**

The efficiency of the system is challenging to assess due to the absence of overarching goals. From the perspective of individual instruments, they are considered cost-effective, with some being partially revolving. However, not all instruments could be adequately evaluated due to insufficient data availability for a reliable analysis. Additionally, efficiency in terms of costs lacks a standardized benchmark.

From a non-financial perspective, efficiency is rated positively. Entrepreneurs and financiers within the system value the instruments highly. The instruments align well in terms of criteria and requirements, and there is generally good collaboration among public operators. Further efficiency gains could be achieved by enhancing collaboration between parties and with private entities, thereby improving coherence. This could potentially lead to efficiencies beyond cost, such as shorter financing cycle times, better access to funding through more instrument combinations, and accelerated business growth.

## 2.3 Recommendations

The recommendations focus on three areas:

- How the venture capital market can be structured as a system
- How current instrument shortcomings can be addressed
- Opportunities for further enhancing the existing system

## 2.4 Final words

This meta-evaluation shows that, partly due to government intervention, the Dutch venture capital market has developed significantly. Access to capital is improving, and bottlenecks are being addressed. However, market failures have not yet been fully resolved. Continued government intervention is necessary to foster further growth. Recommendations from individual instrument evaluations and this meta-analysis can help propel the system forward, especially benefiting innovative SMEs that are currently underserved.

Lastly, it's important to recognize that it's not just about capital supply. The creation of new enterprises is also crucial. Moreover, factors beyond financing influence business growth. Therefore, view risk financing as part of a comprehensive set of interventions aimed at entrepreneurship.

## 3. Inleiding meta-evaluatie

Het ministerie van Economische Zaken en Klimaat zet momenteel acht instrumenten in om risicokapitaal in Nederland te bevorderen. Deze instrumenten zijn recentelijk individueel geëvalueerd. Naast de individuele analyse wil EZK ook de effectiviteit van de samenhang van instrumenten evalueren via een meta-evaluatie. Daarin staan effectiviteit en doelmatigheid van het geheel aan instrumenten centraal. Deze evaluatie ligt nu voor u.

### 3.1 Aanleiding voor het onderzoek

Het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft een beleidsambitie om Nederland tot een aantrekkelijke plek te maken voor startups en scale-ups.<sup>1</sup> Startups en scale-ups zorgen namelijk voor innovatie, werkgelegenheid en economische groei. Risicokapitaal is een belangrijke financieringsbron voor deze bedrijven. Risicokapitaalverschaffers investeren in bedrijven die nog in een vroege fase van hun ontwikkeling zijn en die daarom moeilijk toegang hebben tot bijvoorbeeld bancaire financiering. De financiering wordt niet altijd door private financiers verstrekt doordat risico's hoog zijn en rendementen vaak nog moeilijk in te schatten zijn. EZK heeft daarom instrumentarium opgezet om het aanbod van risicokapitaal te vergroten. In totaal zet EZK acht instrumenten in, te weten:

- Dutch Venture Initiative (DVI)
- Groeifaciliteit
- Innovatiekrediet (IK)
- Invest-NL
- Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)
- Seed Capital-regeling
- Thematische Technology Transfer (TTT)-regeling
- Vroegefasefinanciering (VFF)

In Nederland is de markt voor risicokapitaal de afgelopen jaren gegroeid. KplusV heeft eerder geconstateerd dat de markt voor risicokapitaal in de vroege fase vrij goed functioneert, maar dat er ook nog diverse kansen zijn om dit verder te verbeteren<sup>2</sup>. Ook in de groei- en doorgroefase zijn verbeteringen mogelijk. Er zijn namelijk nog knelpunten die de toegang voor ondernemers tot het risicokapitaal belemmeren. Deze knelpunten zijn onder meer.<sup>3</sup>

- Het gebrek aan risicokapitaalverschaffers die gespecialiseerd zijn in de vroege fase.
- Het gebrek aan kapitaal voor bedrijven die werken aan kapitaal- en kennisintensieve initiatieven.
- Het gebrek aan kapitaal voor bedrijven in latere fasen van ontwikkeling.
- Het gebrek aan kapitaal voor bedrijven die werken aan maatschappelijke vraagstukken zoals een circulaire of inclusieve economie.
- Het gebrek aan transparantie en zichtbaarheid van instrumenten op de risicokapitaalmarkt, waardoor bedrijven en financiers elkaar niet weten te vinden.

Deze knelpunten hebben een negatieve impact op de Nederlandse economie: innovatieve bedrijven zijn een belangrijke motor voor economische groei en werkgelegenheid. Als Nederland voorop wil blijven lopen als innovatief land, zal ook in voldoende en passend aanbod van de risicokapitaalmarkt geïnvesteerd moeten worden.

<sup>1</sup> Kamerbrief over startups en scale-ups als motor voor transitie en groei, 26 mei 2023

<sup>2</sup> Durfkapitaal in de vroege fase – onbenut potentieel verzilveren (2020).

<sup>3</sup> Kamerbrief over startups en scale-ups als motor voor transitie en groei, 26 mei 2023. Durfkapitaal in de vroege fase – onbenut potentieel verzilveren (2020).

Als aanvulling op de individuele evaluaties wil EZK, net als de Tweede Kamer,<sup>4</sup> graag inzicht in de samenhang van instrumenten. EZK en de Tweede Kamer vinden het belangrijk om structureel de effectiviteit van de samenhang te evalueren. De hier voorliggende meta-evaluatie van het publieke risicokapitaalinstrumentarium is gevraagd om inzicht te krijgen in de effectiviteit van de instrumenten in het wegnemen van de knelpunten op de risicokapitaalmarkt.

## 3.2 Doel- en vraagstelling

De meta-evaluatie heeft als doel om inzicht te geven in een drietal hoofdvragen:

1. Is de samenhang van het publieke risicokapitaalinstrumentarium met haar verschillende uitvoerders en mate van subsidiëring effectief in het wegnemen van knelpunten op de risicokapitaalmarkt en slagen de samenhangende instrumenten erin om de toegang tot risicokapitaal te vergroten?
2. Hoe heeft de markt voor risicokapitaal zich ontwikkeld de afgelopen jaren en in hoeverre is het overheidsingrijpen via het huidige publieke instrumentarium gerechtvaardigd?
3. Zijn de instrumenten en de samenhang daartussen doelmatig en doeltreffend?

Dit onderzoeksrapport geeft het antwoord deze hoofdvragen door verschillende deelvragen (zie Bijlage 1 voor een totaaloverzicht) te behandelen. Hiermee wordt inzicht gecreëerd in:

- Een beschrijving van de markt voor risicokapitaal in Nederland
- De (mis)match tussen vraag en aanbod
- Het perspectief van ondernemers en financiers
- De samenhang van de instrumenten
- De effectiviteit en doelmatigheid van de instrumenten

De onderzoeksvragen zijn onderverdeeld in vier categorieën:

- Marktbeschrijving
- Overheidsingrijpen
- Doeltreffendheid
- Doelmatigheid

In sommige gevallen wordt in deze rapportage ten behoeve van de leesbaarheid het nummer van de deelvraag met een verkorte weergave van de deelvraag gehanteerd. In alle gevallen wordt hier dan de volledige deelvraag mee bedoeld zoals deze in Bijlage 1 staat opgenomen.

## 3.3 Onderzoeksaanpak en -methodologie

In Bijlage 6 wordt de onderzoeksaanpak en -methodologie nader beschreven en toegelicht. De inhoud van de hoofdstukken 5 en 6 is vooral beschrijvend van aard. In hoofdstuk 7 worden de uitkomsten van de data-analyse besproken, hoofdstuk 8 zijn meer analyserend van aard. In de basis zijn de volgende onderzoeksmethoden benut:

- Documenten- en data-analyse: op basis van een analyse van beleidsdocumenten, bestaande onderzoeken, data over het gebruik van instrumenten en individuele evaluaties is een beeld gevormd van het systeem van risicokapitaalinstrumenten en de samenhang daartussen.
- Interviews: het beeld dat is opgehaald uit de documentenanalyse is daarna getoetst in 40 interviews met meerdere internationale, landelijke en regionale partijen.
- Focusgroepen: de inzichten uit de interviews en documenten- en data-analyse zijn getoetst in een tweetal focusgroepen met 11 deelnemers.

<sup>4</sup> Motie De Jong et al, Kamerstuk 35 420, nr. 495.

- Vragenlijst: De ervaringen en inzichten van ondernemers zijn opgehaald door middel van een vragenlijst. Door middel van de vragenlijst zijn ervaringen en inzichten van 15 ondernemers meegenomen.
- Meta-analyse: de inzichten uit de verschillende individuele evaluaties worden bij elkaar gevoegd. Op basis hiervan proberen we een uitspraak te doen over doeltreffendheid en doelmatigheid van de instrumenten ten opzichte van elkaar.

### 3.4 Afbakeningen

Voor dit onderzoek gelden de volgende afbakeningen:

- Deze meta-evaluatie is alleen gericht op de acht instrumenten voor risicokapitaal van EZK zoals beschreven in paragraaf 3.1. Andere (bedrijfs-)financiering blijft buiten beschouwing.
- Dit onderzoek gaat voornamelijk over het risicokapitaal in vroegere fases met startups en scale-ups als doelgroep. Risicokapitaal wordt ook ingezet voor reguliere mkb-bedrijven, daar waar van belang zal hier aandacht aan worden gegeven. Het gevestigde mkb wordt in dit onderzoek meegenomen.
- Risicokapitaal is onderdeel van een geheel aan bedrijfsfinanciering. Vaak is er een link met andersoortige financiering zoals subsidies, (achtergestelde) leningen, projectfinanciering of hybride vormen. Deze link is in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten.
- Het behoorde niet tot de scope van het onderzoek om *equity gaps* in kwantitatieve zin uit te werken. In het onderzoek proberen we deze knelpunten en gaten zo goed mogelijk te duiden door de inzichten uit het eigen onderzoek en andere onderzoeken.
- Het onderzoek is uitgevoerd gedurende de periode november 2023 en juli 2024. Wensen, visies of citaten vanuit EZK in deze rapportage behoren eveneens bij die periode.
- We hebben in Bijlage 2 een lijst met definities opgenomen.

### 3.5 Leeswijzer

Deze rapportage is als volgt opgebouwd:

- Hoofdstuk 4 beschrijft de uitgangspunten van de meta-evaluatie met daarin de context van het onderzoek
- Hoofdstuk 5 beschrijft de ontwikkelingen in de markt
- Hoofdstuk 6 gaat in op het overheidsingrijpen
- Hoofdstuk 7 gaat daarna in op de doeltreffendheid van het instrumentarium
- Hoofdstuk 8 beschrijft de doelmatigheid van het overheidsingrijpen
- In hoofdstuk 9 en 10 volgen de conclusies en aanbevelingen

In het document laten we zien waar welke onderzoeksvraag wordt beantwoord. Aan het begin van een hoofdstuk of paragraaf staat een verwijzing naar de onderzoeksvragen opgenomen.

# 4. Uitgangspunten van de meta-evaluatie

## 4.1 De context van risicodragend investeren

Risicodragend kapitaal of risicokapitaal wordt geïnvesteerd in bedrijven in ruil voor aandelen en zeggenschap, of verstrekt via een converteerbare lening.<sup>5</sup> Het is vaak gericht op het ondersteunen van innovatieve ondernemingen met productontwikkeling, marktintroductie of versnelling van de groei. Zonder financiering kunnen innovaties niet worden doorontwikkeld en naar de markt gebracht worden of kunnen succesvolle businessmodellen niet opgeschaald worden. Financiering is daarmee een belangrijke randvoorwaarde voor het realiseren van economische en maatschappelijke impact. Een sterke financieringsketen is een van de belangrijkste randvoorwaarden voor een goed functionerend start-up en scale-up ecosysteem.

Een goed functionerende risicokapitaalmarkt is dus belangrijk voor de groei van startups en scale-ups. De overheid zet in op de groei van startups en scale-ups omdat zij bijdragen aan innovatiekracht, werkgelegenheid en productiviteitsgroei, katalysator zijn van verandering en bijdragen aan het technologisch leiderschap van Nederland in Europa.<sup>6</sup>

## 4.2 De risicokapitaalmarkt is een systeem

De risicokapitaalmarkt functioneert als een markt waar vraag en aanbod bij elkaar komen. Aanbieders en vragers van risicokapitaal veranderen naarmate de levensfase van bedrijven vordert. De prijs die tot stand komt op deze markt uit zich in de voorwaarden van financiering zoals de waardering die betaald wordt voor aandelen van bedrijven of rente op leningen. Een groot deel van deze markt functioneert naar behoren, maar op sommige plekken is sprake van marktfalen. In hoofdstuk 5 wordt uitgewerkt waar knelpunten in de markt zitten. Hoofdstuk 6 gaat verder in op het marktfalen en hoe de interventies van EZK hierop inspelen.

De risicokapitaalmarkt is meer dan alleen een optelling van een aantal financiers en instrumenten. Wij bezien de risicokapitaalmarkt dan ook als een systeem waarin veel stakeholders actief zijn. Door een goede systeemanalyse wordt zoveel meer duidelijk dan alleen de prestaties van de markt en de instrumenten op zichzelf. Die richten zich namelijk alleen op het aanbod van kapitaal. Het systeem als geheel functioneert pas goed als ook aan andere elementen wordt voldaan zoals transparantie, samenhang tussen financieringsmogelijkheden en als deze elkaar versterken. Het systeem kan vanuit verschillende perspectieven worden bekeken. Ondernemers, financiers en overheid hebben allen een ander belang en lopen tegen andere zaken aan. In dit onderzoek komen deze verschillende perspectieven aan bod. Op deze manier kunnen we een samenhangende conclusie trekken over de effectiviteit en doelmatigheid van de samenhang van de instrumenten die EZK inzet in dit systeem.

Het systeem van risicokapitaal bestaat uit meerdere lagen. Zo zijn er zowel private als publieke financiers, evenals mixvormen. Het systeem kent ook als dimensies de effecten op het individu (de ondernemer, de financier) en de effecten op systeemniveau (de risicokapitaalmarkt, ontwikkelingen in sectoren).

<sup>5</sup> Een lening die kan worden omgezet in aandelen van het bedrijf dat de lening verstrekt heeft gekregen.

<sup>6</sup> Kamerbrief over startups en scale-ups als motor voor transities en groei, 26 mei 2023



Die komen ook terug in de reflectie op een rol voor de overheid (zie hoofdstuk 6). Uitdagingen die zich op systeemniveau kunnen uiten, zijn bijvoorbeeld positieve externe effecten en transitiefalen. Op individueel niveau kan er sprake zijn van informatieasymmetrie tussen individuele bedrijven en financiers en dat geldt ook 'moral hazard'.<sup>7</sup> Dit laat zien dat de verschillende dimensies in het systeem goed in kaart gebracht moeten worden om een oordeel te vellen over het geheel.

### 4.3 Samenhang in het systeem

Samenhang is een belangrijk begrip om het systeem goed te kunnen duiden. Samenhang gaat over hoe de instrumenten en actoren in het systeem met elkaar verband houden. Risicokapitaal is een grote markt waar veel actoren actief zijn. Samenhang kan dan ook op verschillende manieren bekeken worden. Wij duiden samenhang aan de hand van een aantal onderwerpen.

- **Levensfase.** In elke levensfase van de onderneming is financiering nodig voor de realisatie van plannen. Per levensfase zijn verschillende financiers actief. Welke instrumenten en financiers zijn beschikbaar voor ondernemers en financiers per fase? Zitten hier verschillen in, is het voor elke levensfase voldoende beschikbaar?
- **Regio.** Ook per regio geldt dat er mogelijk verschillen zijn in financieringsmogelijkheden. Samenhang op regio houdt in dat ondernemers in andere regio's vergelijkbare mogelijkheden hebben om financiering aan te trekken.
- **Sector.** Hetzelfde geldt voor sectoren. Financiers richten zich vaak op specifieke sectoren. Is er verschil tussen sectoren in de beschikbaarheid van kapitaal en het aanbod van financiers, inclusief de instrumenten van het Rijk?
- **Samenwerking.** Daarnaast is ook de samenwerking tussen verschillende financiers van belang. Het gaat om samenwerking tussen financiers in dezelfde fase en waar fases elkaar raken. Weten financiers elkaar te vinden om bijvoorbeeld gezamenlijk te financieren maar ook voor vervolgfinitanciering, dealflow, et cetera?
- **Rol.** Tot slot is samenhang te duiden door de rollen van de diverse actoren in het systeem in kaart te brengen. Zijn rollen duidelijk geformuleerd en worden deze ook herkend? Daarbij is onderscheid te maken in rollen die faciliterend zijn, kaderstellend en ook uitvoerend. Ook kan onderscheid gemaakt worden tussen op welke wijze partijen financieren, is dat direct aan ondernemers of indirect via financiers.

De verschillende onderdelen geven inzicht in de samenhang. Hiermee worden succesfactoren en knelpunten geïdentificeerd. Het draagt bij aan beter begrip van waar precies knelpunten zitten en wat de achtergrond hiervan is. Belangrijk voor een goede samenhang is in hoeverre partijen op elkaar aansluiten, er onderlinge samenwerking is en de mate van additionaliteit: wat voegt een nieuwe aanbieder toe ten opzichte van het scenario waarin de aanbieder niet zou toetreden.

### 4.4 Analyse kader

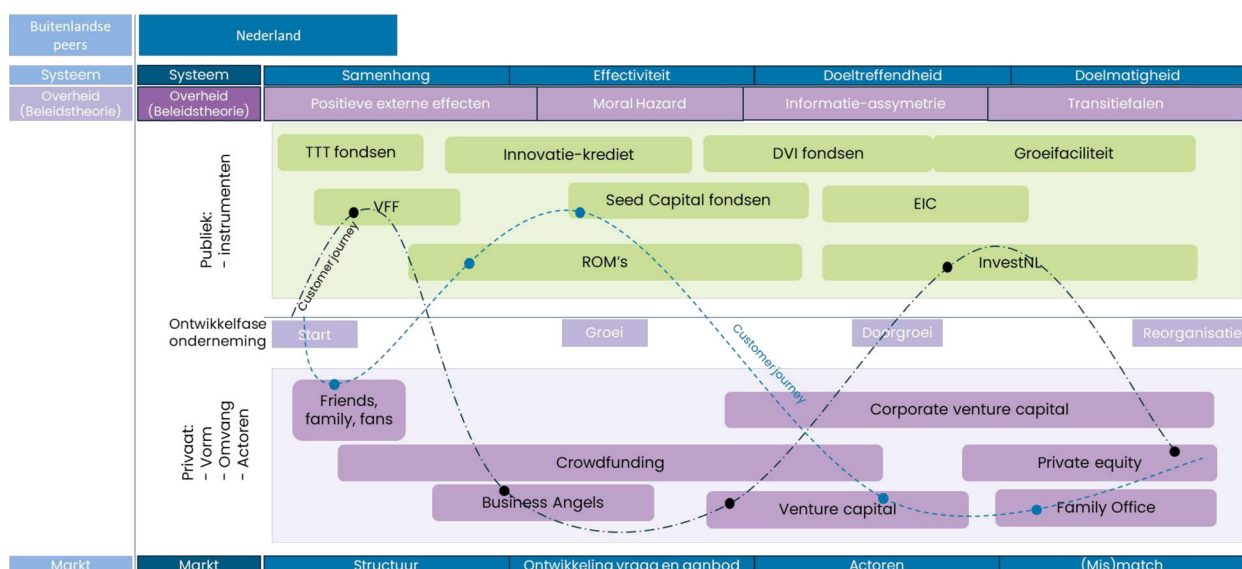
Het systeem van risicokapitaal is het uitgangspunt van dit onderzoek. De meta-evaluatie ziet zo niet alleen toe op een combinatie van de acht individuele evaluaties, maar kan juist de effecten op systeemniveau onderzoeken. Door de perspectieven van de ondernemer/onderneming, financier en ook van de overheid mee te nemen in het onderzoek, kan het systeem als geheel worden beschouwd.

---

<sup>7</sup> In paragraaf 6.2.1 worden de redenen voor een overheid om te interveniëren nader toegelicht.

In de hiernavolgende figuur is het analysekader met de verschillende elementen van het onderzoek uitgewerkt. Het is als volgt opgebouwd:

- In de horizontale rijen zijn de onderzoeksonderwerpen weergegeven.
- Bovenin zijn de beoordelingscriteria voor het systeem weergegeven. De samenhang, effectiviteit, doeltreffendheid en doelmatigheid zijn de uitgangspunten waarop het hele systeem wordt geanalyseerd.
- De beleidstheorie met de redenen voor overheidsingrijpen in de markt staan in de rij hieronder. Aan de hand van de analyse van het systeem worden deze getoetst.
- Aan de andere kant van het spectrum wordt de markt voor risicokapitaal onderzocht. Daar gaat het om de structuur, ontwikkeling van vraag en aanbod, actoren en (mis)match van vraag en aanbod.
- In het analysekader zijn eveneens publieke en private actoren in het systeem weergegeven en een illustratie van customer journeys door dit systeem. Deze zijn ingedeeld op de ontwikkelfase van de onderneming.
- Naast Nederland is ook de situatie in het buitenland bij vergelijkbare landen onderzocht en zijn goede voorbeelden geïnventariseerd.



Figuur 4-1: Analyse kader

Bovenstaand figuur is een illustratie van hoe customer journeys eruit kunnen zien. De onderwerpen uit het analysekader krijgen in de volgende hoofdstukken hun plaats.

# 5. Marktbeschrijving

## 5.1 De risicokapitaalmarkt in Nederland

### 1.1 Hoe ziet de marktstructuur voor risicokapitaal eruit?

Een marktstructuur of het systeem voor risicokapitaal bestaat uit een groot aantal belanghebbenden. Een marktstructuur bestaat uit vraag en aanbod. Het aanbod bestaat voornamelijk private partijen en overheden die hierin interveniëren. De vraag bestaat uit ondernemers die op zoek zijn naar financiering. Om uiteindelijk van een systeem te kunnen spreken is er een bepaalde mate van interactie, samenhang en is samenwerking nodig tussen stakeholders om vraag en aanbod bij elkaar te brengen. Daarnaast is het nodig dat vraag en aanbod elkaar weten te vinden om het systeem voor risicokapitaal te laten functioneren. Waar dit niet of niet goed gebeurt is er sprake van marktfalen. Ook transparantie en de investeringsbereidheid zijn belangrijk. Om dan het systeem voor risicokapitaal in kaart te brengen is het belangrijk om het begrip risicokapitaal te definiëren in het kader van dit onderzoek:

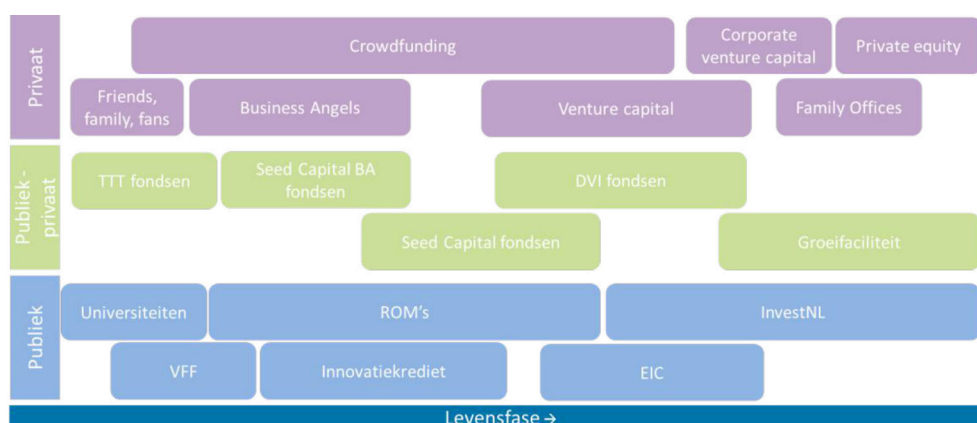
**Definitie risicokapitaal:** Financiering bedoeld voor ondernemingen met een hoog risicoprofiel, doordat het zich richt op innovatie en snelle groei of actief is in een transitie, en waarbij de financier een groter risico loopt de inleg te verliezen. Risicokapitaal wordt vaak beschikbaar gesteld in de vorm van aandelenkapitaal of een achtergestelde lening. Ook wel durfkapitaal of risicodragend kapitaal genoemd.

In Figuur 5-1 is het aanbod in het systeem van risicokapitaal in Nederland schematisch weergegeven. Direct wordt duidelijk dat er veel partijen betrokken zijn. Zo op papier lijkt er behoorlijke samenhang en ordening te zijn: weinig witte vlekken en aansluitende mogelijkheden/financiers. Uit eerder onderzoek weten we echter dat de praktijk niet altijd overeenkomt met deze papieren werkelijkheid,<sup>8</sup> iets wat in deze meta-evaluatie terugkomt (zie paragraaf 5.3). In de evaluatie komen diverse elementen van de marktstructuur naar voren zoals sectoren, omvang van de markt, welke partijen in de markt acteren, het belang van deze partijen en recente ontwikkelingen.

Het is niet altijd mogelijk om te spreken over één risicokapitaalstructuur in Nederland. Het systeem is bijvoorbeeld niet gelijk voor elke sector. In veel sectoren mist een sluitende financieringsketen. Voor elke sector is de (risico)financieringsmarkt op een eigen manier ontwikkeld. Voor bedrijven die zich richten op belangrijke maatschappelijke vraagstukken en nieuwe onderwerpen zoals circulaire economie is dit bijvoorbeeld een nog groter knelpunt.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Financiële instrumenten voor kennisintensieve startups, KplusV (2021)

<sup>9</sup> Circulair financieren, RoyalHaskoningDHV & KplusV (2023)



Figuur 5-1: Systeem van Risicokapitaal. Bron: KplusV

Het systeem van risicokapitaal is onderdeel van het geheel aan bedrijfsfinanciering. Vaak bestaat er nog een link met andersoortige financiering zoals subsidies, (achtergestelde) leningen, projectfinanciering of hybride vormen.

## 5.2 De actoren in de risicokapitaalmarkt

### 1.1.c Welke (andere) spelers zijn relevant op deze markt en wat is hun rol, denk aan intermediairs en investeerders?

#### 5.2.1 Aanbieders van risicokapitaal

Om het aanbod van kapitaal te begrijpen, is het nodig het onderscheid tussen de voorkant en achterkant van het systeem te begrijpen. De voorkant van het systeem bestaat uit de kanalen van waaruit het geld wordt uitgezet. Dat zijn de partijen die in Figuur 5-1 zichtbaar zijn en in paragraaf 5.3 verder worden geïntroduceerd. Het geld dat zij investeren komt van de investeerders achter deze kanalen. Daarin is een aantal categorieën te onderscheiden:

- **Particuliere investeerders.** Dit zijn vermogende personen die vaak zelf succesvol ondernemer zijn geweest. Zij zijn op verschillende manieren actief in het systeem. Dat kan als business angel waarbij direct in bedrijven geïnvesteerd wordt, maar particuliere investeerders zijn ook actief via crowdfunding of indirect als investeerder in venture capital fondsen.
- **Family offices.** Vermogende families investeren vaak als investeerder in venture capital of private equity fondsen.
- **Bedrijven** stellen soms middelen beschikbaar voor eigen investeringsfondsen om daarmee te investeren in bedrijven die passen bij de eigen activiteiten.
- **Overheden** zijn op diverse manieren actief in het systeem, hier staan we in hoofdstuk 6 uitgebreid bij stil. Zo investeert het via regelingen samen met private investeerders in bedrijven of fondsen. Ook wordt geld beschikbaar gesteld voor publieke investeringsfondsen. De bijdrage van overheden is zowel regionaal (o.a. provinciale bijdrage aan ROM's) en landelijk als op Europees niveau (met name EIF) georganiseerd.
- **Institutionele investeerders** zoals, banken en pensioenfondsen zijn ook actief als financier van venture capital of private equity fondsen. Daarnaast heeft bijvoorbeeld de Rabobank een instrument gecreëerd voor achtergestelde leningen aan innovatieve ondernemingen en is daarmee ook als risicofinancier actief.

## 5.2.2 Vragers van risicokapitaal

De uiteindelijke ontvangers van risicokapitaal zijn **ondernemingen**. Het risicokapitaal dat deze (vaak innovatieve ondernemingen) nodig hebben wordt vaak ingezet om productontwikkeling, marktintroductie of versnelling van de groei mogelijk te maken. De financieringsketen wordt gevormd over een aantal fases die een onderneming doorloopt. In dit onderzoek houden we het vier-fasen model aan.<sup>10,11</sup> Per fase heeft een onderneming een andere financieringsvraag. In elke fase zijn andere financiers actief en worden andere soorten (risico)financiering gebruikt.

**Fase 1: Voorbereidingsfase/ startfase:** in deze fase wordt (i) het bedrijfsidee gecreëerd voor het op de markt brengen van het product/dienst en (ii) een gefinancierd bedrijfsplan opgesteld.

**Fase 2: Groei:** In deze fase wordt (i) met het gefinancierde bedrijfsplan de eerste klant en omzet binnengehaald of is er zicht op de eerste klant en omzet via bijvoorbeeld pilots of trials en (ii) wordt uiteindelijk toegewerkt naar een winstpositie.

**Fase 3: Doorgroei/consolidatie:** In deze fase gaat de winstgevende onderneming snel groeien.

**Fase 4: Reorganisatie/balansversterking:** In deze fase is de onderneming zo gegroeid dat de onderneming moet worden gereorganiseerd zodat deze passend is voor de omvang van de onderneming.

Een andere doelgroep van (indirecte) vragers van risicokapitaal zijn **fondsmanagers**. Zij beheren middelen van investeerders die in paragraaf 5.2.1 zijn beschreven en investeren die in bedrijven. Fondsmanagers hebben een belangrijke rol in het systeem door het beschikbare kapitaal te ontsluiten richting ondernemingen. Risicokapitaalfondsen zijn vaak gesloten fondsen. Vaak is het fonds actief voor een periode van 10-12 jaar en daarna sluit het fonds weer. In de eerste 5-6 jaar worden de investeringen gedaan en de laatste jaren is de Beheersfase waarin exits plaats moeten vinden. Om ervoor te zorgen dat het fonds niet stilvalt, moet dus ook elke 5-6 jaar een nieuw fonds opgericht worden die weer nieuwe investeringen kan doen. Zo bouwt een fondsmanager ook een trackrecord op waarmee nieuwe (grotere) fondsen aangetrokken kunnen worden. Fondsmanagers hebben daarom vaak meerdere fondsen onder beheer. Daarin zit onderscheid tussen actieve fondsen en fondsen die niet meer investeren, maar nog in de Beheersfase zitten. Ook zijn er fondsmanagers die meerdere actieve fondsen beheren, bijvoorbeeld in meerdere fases zodat succesvolle bedrijven verder gefinancierd kunnen worden vanuit een volgend fonds.

## 5.2.3 Intermediairs en adviseurs

Rondom de kernactoren in het systeem zit een grote schil met ondersteunende partijen. Deze partijen helpen om het systeem goed te laten functioneren. Deze partijen spelen een rol in het verhogen van de *investment readiness* van ondernemingen, helpen bij het vinden van de weg naar de juiste financier of ondersteunen risicofinanciers bij het uitvoeren van hun taken. In deze schil zijn zowel publieke, private als hybride partijen actief.

- Ondernemers kunnen bij legio partijen terecht voor **ondersteuning gericht op het verkrijgen van risicokapitaal**. Adviseurs helpen bij het uitwerken van businessplannen, keuzes voor geschikte financiers en financieringsvormen en het in contact komen met investeerders. Op dit vlak zijn veel private partijen actief. Ook wordt dit vanuit ROM's en Invest-NL wordt gedaan vanuit **Business Development afdelingen**, en regio's hebben ook vaak meerdere programma's die ondernemers hierbij kunnen helpen.

<sup>10</sup> RSM Erasmus Universiteit, Erasmus Center for Entrepreneurship, Dialogic, Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative, 21 december 2018

<sup>11</sup> Gedurende het rapport worden soms andere aanduidingen voor levensfasen gebruikt als gevolg van andere definities in gebruikte bronnen. In Bijlage 2 wordt een overzicht gegeven voor hoe deze andere levensfasen te vergelijken zijn met de vier fasen die we hanteren.

Ook zijn er intermediairs zoals **corporate finance adviseurs** die een rol spelen (veelal meer in de latere fase, met grotere financieringen). Daarnaast zijn er ook online en fysieke **platforms** die ondernemers en financiers bij elkaar brengen.

- Financiers maken eveneens gebruik van **adviseurs in het investeringsproces**. Zo worden bijvoorbeeld **adviseurs** ingeschakeld voor due diligence onderzoeken (gericht op de technologie, risico's, de kwaliteit van het team et cetera), **juristen** voor het opstellen van contracten en een **notaris** voor het formaliseren van contracten en de financiering. Ook worden gespecialiseerde adviseurs ingezet bij de verkoop van een onderneming.
- Waar ondernemers gebruik kunnen maken van adviseurs om financiering aan te trekken zijn er ook adviseurs die financiers inzetten bij het **aantrekken van nieuwe financiering** voor hun fondsen.

## 5.3 Het aanbod van risicokapitaal

**1.1.a Geef een beeld van de (ontwikkeling van) de aanbodkant van de kapitaalmarkt en besteed hier ruimte aan de nieuwe en bestaande aanbieders, en hun onderlinge samenhang.**

### 5.3.1 Aanbieders in verschillende fasen

In Tabel 5-1 *Aanbieders van risicofinanciering*

worden de verschillende aanbieders van risicokapitaal (voor ondernemingen) in beeld gebracht. In iedere levensfase van een onderneming zijn typisch ook andere financiers actief.

Er zijn geen harde scheidslijnen te trekken tussen levensfasen en waar financiers actief zijn.

Ook hier blijkt dat de theorie en praktijk verschillen, in werkelijkheid investeren financiers in vaak veel latere fasen dan hetgeen ze communiceren en/of reglementair mogen.<sup>12</sup>

In dit onderzoek beschrijven we waar financiers zich dan ook hoofdzakelijk op richten, wetende dat er altijd uitzonderingen zijn en de werkelijkheid soms anders is. In het overzicht hierna worden de verschillende financiers toegelicht.

Soort financier	Fase	Omschrijving
Friends, family & fans	Vorbereiding	Het eerste risicokapitaal komt vaak van personen dicht bij de ondernemer en die willen ondersteunen het bedrijf op te zetten. Soms worden aandelen uitgegeven, maar vaak ook in de vorm van een achtergestelde of converteerbare lening.
Universiteiten	Vorbereiding	Universiteiten hebben vaak eigen financieringsinstrumenten om valorisatie te financieren. Het gaat daarbij om de toepassing van academische kennis in een onderneming. Universiteiten financiering hier vaak risicodragend en zijn daarna als aandeelhouders actief.
RVO	Vorbereiding, Start, Groei, Doorgroei en Volwassen	RVO biedt als uitvoerder diverse regelingen aan waar ondernemers en financiers gebruik van kunnen maken. Over alle levensfasen zijn hier regelingen beschikbaar. Dat begint in de vroegste fasen met subsidies en regelingen zoals TTT en Vroegefasefinanciering. Daarna kunnen ondernemers ook bij RVO terecht voor Innovatiekrediet.

<sup>12</sup> [Verbeteren financiering voor wetenschappelijke startups | Science to Impact \(science-to-impact.nl\)](#)

		Naast risicodragende financieringsmogelijkheden biedt RVO nog veel andere financieringen die minder risicodragend zijn. Ook financiers kunnen bij RVO financiering vinden voor hun fondsen. Zo voert RVO de volgende regelingen uit waar financiers extra kapitaal kunnen aantrekken: de TTT, Seed Business Angel regeling, Seed Capital regeling en Groeifaciliteit.
Business angels	Start	Business angels/informal investors zijn vaak (oud) ondernemers die investeren in de start- en eerste groeifase van ondernemingen. Naast het ingelegde kapitaal neemt een angel veelal ook specifiek kennis (bijvoorbeeld m.b.t. sector, internationalisering, etc.), ervaring en een netwerk met zich mee. Dit wordt ook wel Smart Money genoemd. Een ontwikkeling die steeds meer gaande is, is dat verschillende business angels samen investeren in een bedrijf. Hierdoor wordt het totale investeringsbedrag groter en is er sprake van meer risicospreiding. Over het algemeen worden deze groei investeringen ten opzichte van individuele angel investeringen in een latere fase gedaan. Voor deze samenwerkingen kunnen de angels cofinanciering ontvangen vanuit de Seed Business Angel regeling.
Crowdfunding	Start	Via crowdfunding kunnen particulieren bedrijven financieren of in investeren. Het crowdfunding platform verzorgt de investering en zorgt dat investeerders een goede beslissing kunnen nemen. Via crowdfunding zijn risicofinancieringen mogelijk, maar ook andere vormen van financiering (leningen) worden aangeboden. Investeerders via crowdfunding zijn vaak als groep aandeelhouder maar hebben vaak geen zeggenschap in een bedrijf, maar krijgen alleen economisch recht.
Bancaire producten	Start	Hoewel banken beperkt risicodragend financieren zien we initiatieven zoals de Rabo Innovatielening die met achtergestelde leningen toch investeert in een hele vroege fase met risicodragend kapitaal.
Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)	Start en Groei	De ROM's zijn een instrument van het ministerie van EZK en de regio's. De ROM's zijn actief in alle provincies. EZK neemt deel als financier, aandeelhouder en subsidieverstrekker. De ROM's zijn opgericht om de regionale economische structuur te versterken. De ROM's versterken het ecosysteem in hun regio door het delen van kennis en het samenbrengen van ondernemers, kennisinstellingen en overheden. Verder investeren de ROM's in innovatieve en snelgroeiende bedrijven en stimuleren ze innovatie in het mkb. Per regio hebben ROM's eigen speerpunten en aandachtsgebieden. Ook de fase waarin ROM's investeren verschilt per regio. Dat komt door ROM's in enkele gevallen ook regionale fondsen beheren en daarmee een breder instrumentarium hebben dan alleen de middelen vanuit EZK. Recent is een aantal ROM's de regionale variante van de VFF uit gaan voeren.

		Hierdoor kunnen ROM's van vroege fase tot later investeren. De ROM's dienen revolverend te financieren en hun kernkapitaal in stand te houden. Tot slot werken de ROM's samen met het NFIA bij het aantrekken en behouden van buitenlandse bedrijven van en naar de regio waarin de ROM gevestigd is.
Corporate Venture Capital	Groei en Doorgroei	Een bijzondere categorie binnen venture capital zijn fondsen gerelateerd aan corporate venturing, vaak vanuit het grootbedrijf opgezet. Deze bedrijven investeren in startups omdat deze in de toekomst een aanvulling kunnen vullen op het product en dienstenportfolio van het bedrijf. Denk aan bijvoorbeeld KPN Ventures of DSM Venturing.
Venture Capital (VC)	Start en Groei	Venture capital fondsen investeren vooral in innovatieve en snelgroeiende bedrijven die in een korte termijn een grote markt verwachten te veroveren. VC-fondsen zijn typisch privaat gefinancierd en hebben een sterke commerciële focus. Het gros van de VC-fondsen heeft een specifieke focus op sector of technologie. VC-fondsen zijn in verschillende fasen actief: van <i>seed</i> , <i>early stage vc</i> , en <i>later stage vc</i> . VC-fondsen investeren vaak als de eerste klanten zijn aangesloten en omzet is gerealiseerd.  VC-fondsen kunnen gebruik maken van meerdere regelingen van overheden om extra kapitaal te verkrijgen, zoals de Seed Capital regeling, DVI (niet meer actief), TTT-regeling. Ook via Europese middelen kunnen VC-fondsen extra kapitaal aantrekken.
Europese Commissie	Start, Groei en Doorgroei	De Europese Commissie heeft voor individuele mkb bedrijven de EIC-accelerator gelanceerd. Dit instrument maakt het mogelijk om aandelenparticipaties te nemen in een vroege fase bedrijf (van € 500.000 tot € 15 miljoen) én tegelijkertijd subsidie te verstrekken (€ 500.000 tot € 2,5 miljoen). Een <i>blended</i> instrument. Aanvragen werkt in de vorm van tenders, waardoor er geen continue aanvraag van financiering mogelijk is. De toekomst van dit instrument is afhankelijk van verdere onderhandelingen over het EU-budget.
Invest-NL	Groei en Doorgroei	Invest-NL is een publiek investeringsfonds en investeert direct in bedrijven. Invest-NL investeert in principe vanaf € 5 miljoen, maar kan in sommige gevallen hiervan afwijken. Invest-NL investeert specifiek in bedrijven die bijdragen aan maatschappelijke transitie. Het kan ook als investeerder in een fonds optreden. Daarvoor is bijvoorbeeld het Dutch Future Fund opgezet. Invest-NL is daarnaast opgezet om meer middelen vanuit Europa aan te kunnen trekken.



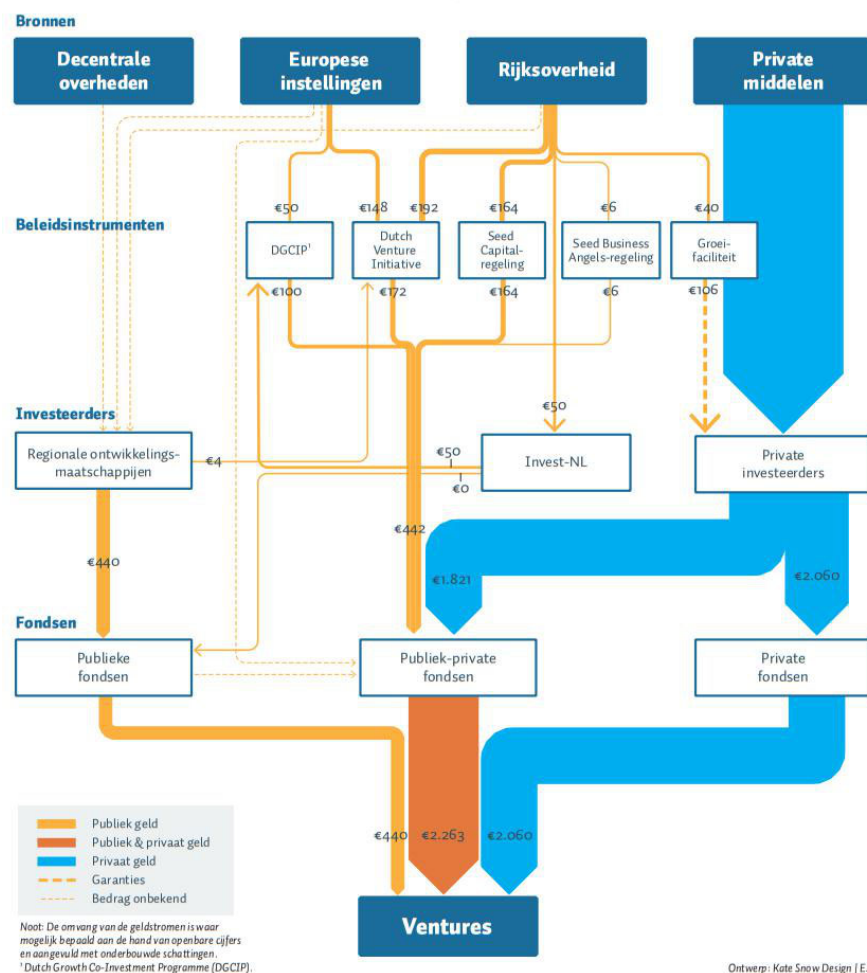
Family Offices	Groei, Doorgroei en Reorganisatie	Family offices zijn structuur waarin kapitaal van vermogende families wordt beheerd. Directe investeringen in ondernemingen zijn soms ook onderdeel van de mix van activiteiten. Family offices zijn vaak actief in latere fases.
Private Equity (PE)	Doorgroei en Reorganisatie	Private equity fondsen zijn privaat gefinancierde fondsen die zich met name richten op bedrijven die winstgevend zijn of die met inzet van PE-fondsen winstgevend gemaakt kunnen worden. PE-fondsen investeren vaak niet in bedrijven waar nog (veel) technologische risico's zijn.

Tabel 5-1 Aanbieders van risicofinanciering

Aanbieders van risicofinanciering zijn zowel publiek als privaat gefinancierd. Het aandeel van privaat en publiek kapitaal op de risicokapitaalmarkt is zichtbaar in Figuur 5-2.<sup>13</sup> Het beeld dat hieruit naar voren komt is nu nog vrij actueel. De omvang van Invest-NL was destijds nog niet geheel helder. Inmiddels is bekend dat Invest-NL € 1,7 miljard financieringsbudget heeft.

Geldstromen voor risicokapitaal in Nederland in miljoenen euro, 2014–2019

FIGUUR 1



Figuur 5-2: Geldstromen voor risicokapitaal. Bron: Eveleens en Vogelaar in ESB, 2021

<sup>13</sup> Ontleend aan: Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning (ESB), 2021

Daarmee wordt het deel potentieel 'publiek geld' fors groter. Het figuur laat geïnvesteerd kapitaal zien. In 2023 heeft Invest-NL ongeveer € 285 miljoen geïnvesteerd in bedrijven en fondsen.<sup>14</sup> Deze zouden daarmee toegevoegd kunnen worden aan het figuur.

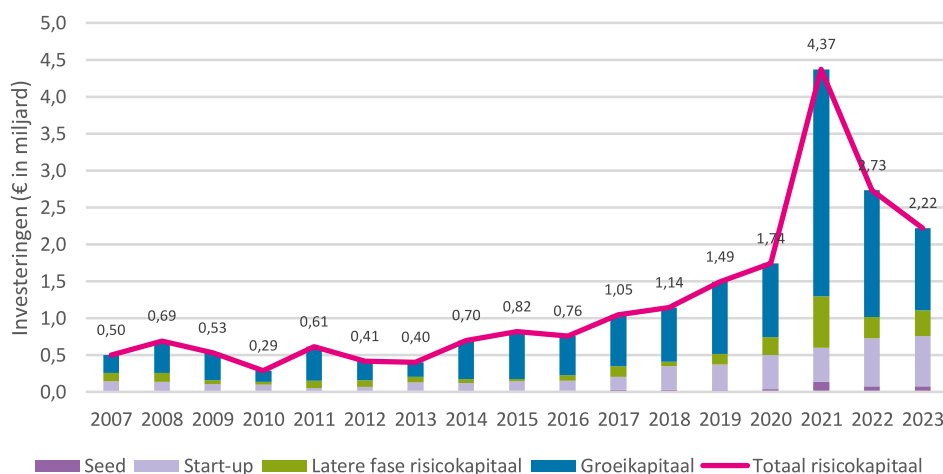
In het figuur wordt zichtbaar dat private partijen de grootste bijdrage leveren aan de financiering die verstrekt is aan ondernemingen. Dat doen ze via volledig private fondsen en publiek-private fondsen. Het grootste deel van de financieringen wordt gedaan door publiek-private fondsen. In het figuur wordt geen onderscheid gemaakt tussen verschillende fases van ondernemingen. Ook wordt hierin niet inzichtelijk gemaakt waar de verstrekte financiering terecht komt, private fondsen investeren bijvoorbeeld ook veel in het buitenland.

### 5.3.2 Dynamiek in de markt

De risicokapitaalmarkt in Nederland is in de afgelopen jaar in omvang fors gegroeid. Dit wordt aan de hand van een aantal figuren inzichtelijk gemaakt. De volgende paragraaf laat vooral een overzicht zien van de venture capitalmarkt. Dit is het grootste deel van de risicokapitaalmarkt en hierover is veel data beschikbaar. Waar informatie beschikbaar is over andere bronnen van financiering is dit toegevoegd.

Risico-investeringen in Nederland nemen al jaren toe, zoals te zien is in Figuur 5-3.<sup>15</sup> In tien jaar tijd is het geïnvesteerde bedrag in Nederland meer dan verviervoudigd. Sinds 2017 is een versnelde groei te zien in het totaal geïnvesteerde bedrag in Nederland. In 2017 werd in voor het eerst de grens van € 1 miljard aan risico-investeringen gepasseerd. In 2023 was dat meer dan € 2,2 miljard. En in 2021 was er een enorme piek te zien van € 4,4 miljard, voornamelijk veroorzaakt door een aantal megadeals.<sup>16</sup> Zo zijn in 2021 door Mollie en Messagebird allebei rondes van ongeveer € 660 miljoen opgehaald. Over alle fases is forse groei te zien ten opzichte van 2020 en hiervoor.

Ten opzichte van het topjaar 2021 wordt duidelijk dat met name in de grootste financieringsrondes verschillen ontstaan. In deze fase daalt het dealvolume van circa € 3,1 miljard in 2021 naar € 1,1 miljard in 2023. Dat is nog steeds 10% hoger dan het niveau in 2019 en 2020 in deze fase. Voor vroegere fases is te zien dat ten opzichte van 2020 voor de seed, startup en latere fase risicokapitaal respectievelijk een verandering zichtbaar is van +122%, +47% en +42%. Hiermee blijft een stijgende lijn in het aangetrokken risicokapitaal zichtbaar.



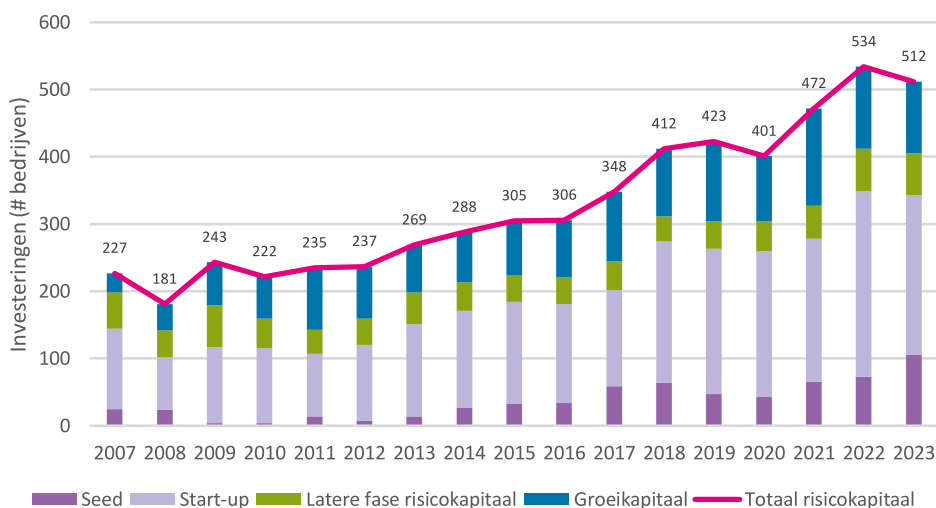
Figuur 5-3: Ontwikkeling risicokapitaalinvesteringen (in €) in Nederland. Bron: NVP-marktcijfers, Invest Europe, bewerking door KplusV

<sup>14</sup> Jaarverslag 2023 Invest-NL

<sup>15</sup> We gaan hierbij uit van venture capital investeringen en nemen private equity investeringen hierin niet mee.

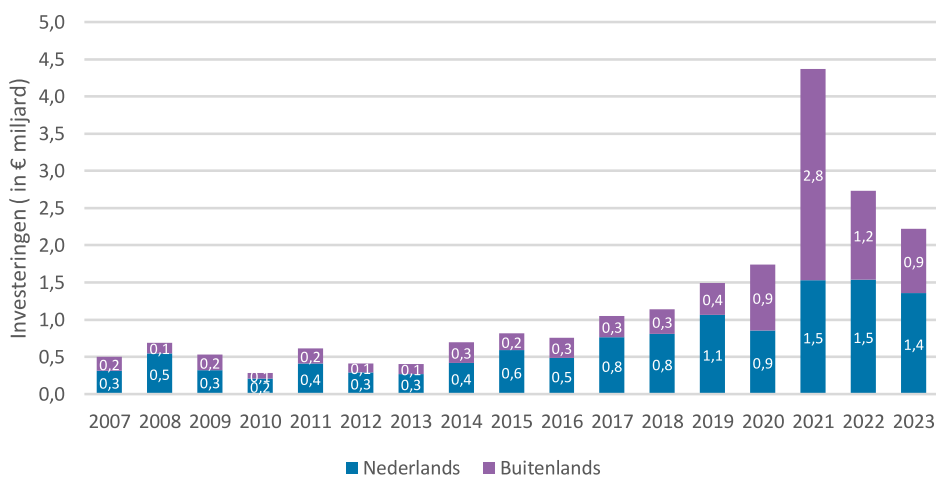
<sup>16</sup> NVP-marktcijfers

Het aantal investeringen blijft ook groeien, met 2022 als voorlopige recordhoogte, zie Figuur 5-4. Over tien jaar is het aantal investeringen bijna verdubbeld. Het aantal investeringen groeit over de gehele breedte, waarbij met name in de vroege fases het aantal investeringen groeit. Vooral het aantal investeringen in de seedfase heeft een flinke vlucht gekregen. Van minder dan 20 per jaar in 2013 naar meer dan 100 in 2023. Er zijn dus tekenen dat het systeem van risicokapitaal in Nederland groeit in omvang.



Figuur 5-4: Ontwikkeling risicokapitaalinvesteringen (in aantallen) in Nederland. Bron: NVP-marktcijfers, Invest Europe, bewerking door KplusV

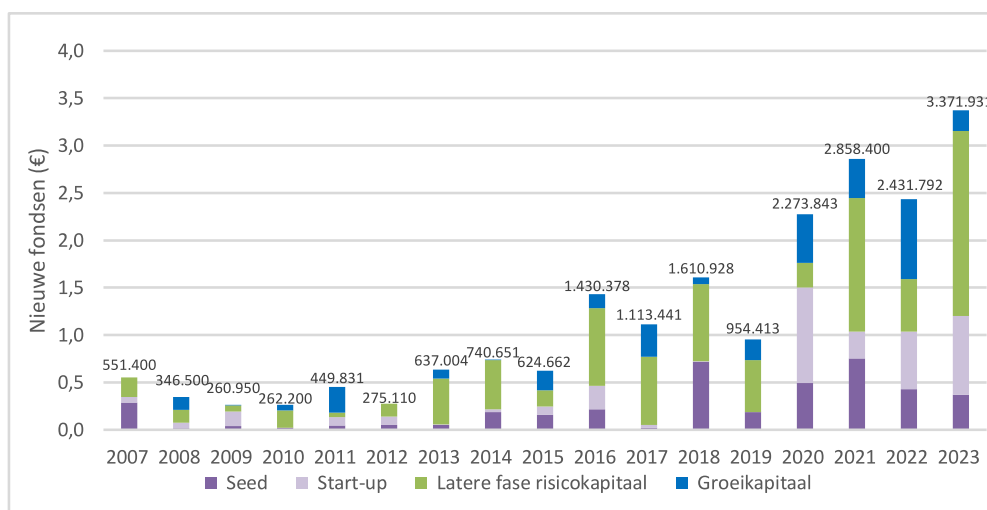
Een andere ontwikkeling in de risicokapitaalmarkt in Nederland is de groeiende betrokkenheid van buitenlandse financiers, zoals ook te zien in Figuur 5-5. Tot en met 2019 kwam ongeveer tweederde van het totaalbedrag aan risicofinancieringen van Nederlandse investeerders. In 2020 en 2021 is het bedrag dat buitenlandse investeerders financierden gestegen naar meer dan 60% van het totaal. In 2022 is het aandeel van buitenlandse investeerders weer wat afgenomen en is het ongeveer 50%/50% en in 2023 is het aandeel ongeveer 60%/40%.



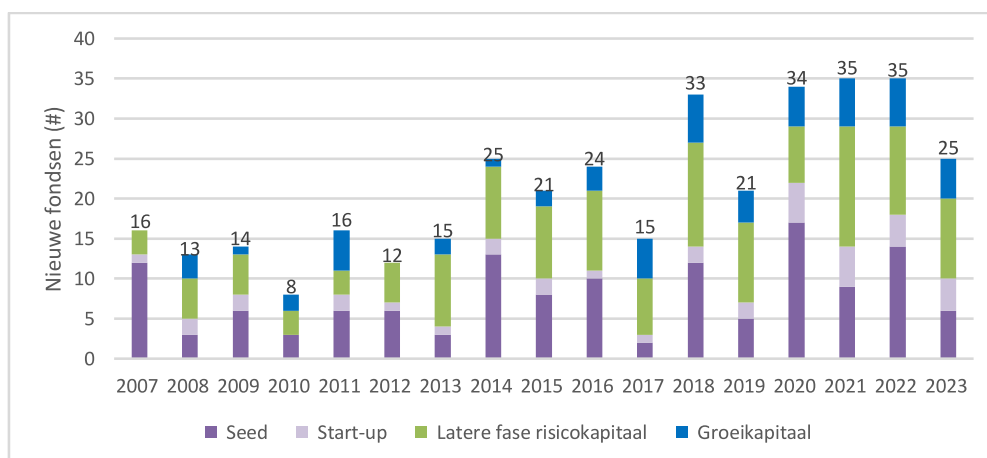
Figuur 5-5: Herkomst investeringen in Nederlandse bedrijven (in €). Bron: NVP-marktcijfers, Invest Europe, bewerking door KplusV

Ook het aantal nieuwe fondsen groeit. De groei in het aantal fondsen is al een aantal jaren terug ingezet. Vanaf 2014 is een groei te zien in het aantal fondsen. Die groei stabiliseert wat. Wel worden steeds grotere fondsen opgezet. In Figuur 5-6 en Figuur 5-7 is te zien dat het aantal fondsen en het totaal opgehaalde kapitaal door nieuwe fondsen een stijgende lijn kent.

In 2023 is voor ongeveer € 3,5 miljard door nieuwe fondsen aangetrokken. Wat opvalt is dat fondsen voor groeikapitaal slechts een klein deel uitmaken van het aantal nieuwe fondsen en de opgehaalde middelen in Nederland. In deze fase kwam slechts € 216 miljoen nieuw beschikbaar voor fondsen. Zelfs in de Seed fase,<sup>17</sup> waarin ticket sizes een stuk lager zijn, werd bijna € 400 miljoen aan nieuw kapitaal aangetrokken. Voor latere fase groeikapitaal zijn wel een groot aantal nieuwe fondsen gestart die veel middelen hebben aangetrokken. De fondsen zetten hun kapitaal vervolgens uit in Nederland, maar ook daarbuiten.



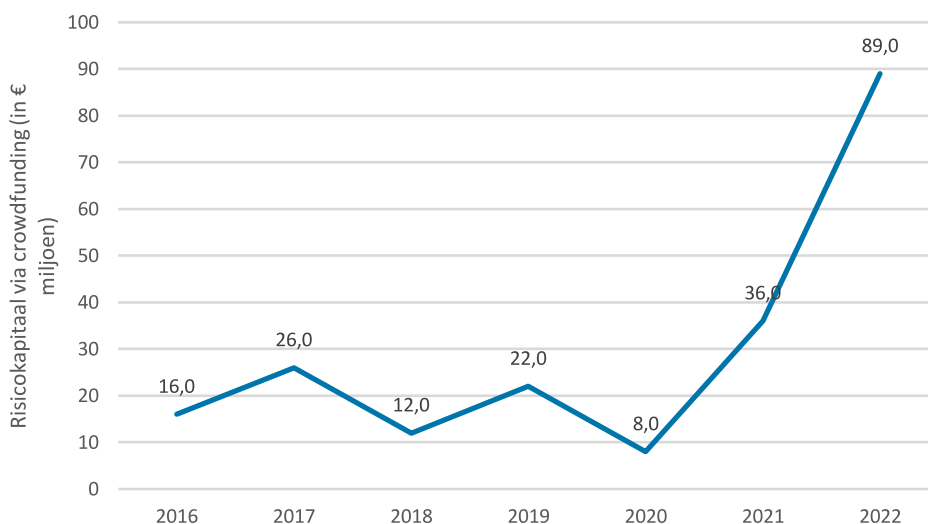
Figuur 5-6. Aantal nieuwe fondsen (in miljarden €), per jaar. Bron: NVP-Marktdata, Invest Europe, bewerking door KplusV



Figuur 5-7: Aantal nieuwe fondsen (in aantallen), per jaar. Bron: NVP-Marktdata, Invest Europe, bewerking door KplusV

<sup>17</sup> Er wordt hier een andere indeling gebruikt in de data dan de levensfasen zoals die verder in stuk worden gehanteerd. In bijlage 2 wordt de aansluiting met het vierfasenmodel beschreven.

Ook andere onderdelen van de risicokapitaalmarkt groeien. Risicofinanciering die via crowdfunding is aangetrokken via aandelen en/of converteerbare leningen is in 2022 gestegen naar de recordhoogte. Tot en met 2020 zijn risicofinancieringen via crowdfunding redelijk stabiel gebleven rond de € 20 miljoen per jaar. Sinds 2021 is een grote stijging zichtbaar naar € 36 miljoen en in 2022 naar € 89 miljoen,<sup>18</sup> zie ook Figuur 5-8. Hiermee is crowdfunding nog een beperkte bron voor risicofinanciering.



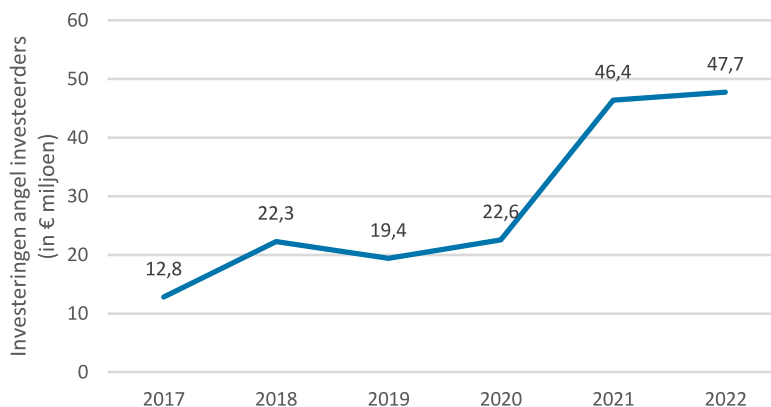
*Figuur 5-8: Risicokapitaal via crowdfunding (in €). Bron: crowdfunding in cijfers, bewerking door KplusV*

Voor angel investeerders geldt dat de markt weinig inzichtelijk is omdat veel investeringen niet gepubliceerd worden. De cijfers over de zichtbare markt zijn dus een sterke onderschatting van het totaal. In Nederland is het zichtbare bedrag gestegen van € 12,8 miljoen in 2017 naar € 47 miljoen in 2022.<sup>19</sup> Dit is weergegeven in Figuur 5-9. Op basis van eerder onderzoek uit 2012 werd het aandeel van zichtbare angel investeringen geschat op 10% van het totaal.<sup>20</sup> Met het beter beschikbaar komen van data is dit aandeel inmiddels waarschijnlijk hoger. Het blijft echter overeind dat een groot deel van de angel investeringsmarkt onzichtbaar blijft. Op Europees niveau is zichtbaar dat investeringen ook stijgen in deze fase. De gemiddelde investering per bedrijf steeg van € 180k in 2017 naar € 260k in 2022.

<sup>18</sup> crowdfundingincijfers.nl

<sup>19</sup> EBAN Statistics Compendium 2022 en EBAN Statistics Compendium 2019

<sup>20</sup> Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final report, 2012, Centre for Strategy and Evaluation Services



Figuur 5-9: Investerings door angel investeerders (in €). Bron: EBAN, bewerking door KplusV

### 5.3.3 Samenhang in het aanbod

Het totale beschikbare kapitaal, het aantal aanbieders alsook de gemiddelde omvang van een investering zijn toegenomen. De toename van het aanbod betekent echter niet dat de mate van samenhang tussen financiers ook is toegenomen. Belangrijk voor een goede samenhang is in hoeverre partijen op elkaar aansluiten tussen levensfasen, verschillen tussen regio's of sectoren, of er onderlinge samenwerking is en de rollen die actoren in het systeem aannemen (zie ook paragraaf 4.3). Deze aspecten komen hieronder aan bod.

#### Levensfase

Op papier is het aanbod van risicofinanciering over de levensfasen voldoende dekkend. In alle fasen is er aanbod, van publieke of private partijen, of van beide. Het aanbod is op sommige vlakken gegroeid. Zo is crowdfunding een grotere rol gaan spelen<sup>21</sup> en zijn de ROM's landsdekkend geworden. Ook zien we dat angel investeerders actiever zijn geworden en dat er meer fondsen zijn ontstaan in de afgelopen jaren. In de vorige paragraaf wordt ook zichtbaar dat het aantal fondsen voor expansiekapitaal beperkt is in Nederland.

Over het algemeen geldt dat in vroegere levensfasen kleinere bedragen worden aangetrokken. Ook vinden deze financieringsrondes vaker in de nabijheid van de onderneming plaats. Denk aan FFF (family, friends, fans), fondsen van kennisinstellingen waar de onderneming haar oorsprong vindt of angel investeerders. Het aanbod in de vroegste fasen is dan ook vooral regionaal ingericht. Hoe verder het bedrijf komt hoe meer ook mogelijkheden op nationaal en Europees niveau passend zijn.

#### Regio

Zoals hierboven beschreven hangt het aanbod per levensfase vaak ook samen met de regio. Het aanbod van financieringsinstrumenten verschilt echter per regio. De EZK-instrumenten zijn in principe landsdekkend. Daarnaast worden ook regionale instrumenten ingezet. Hier ontstaan soms verschillen tussen regio's. Dat wordt bijvoorbeeld zichtbaar in de regionale variant van de VFF die niet in elke regio beschikbaar is. Ook hebben grotere en rijkere provincies vaak extra mogelijkheden dan de kleinere provincies in Nederland. Dit kan ervoor zorgen dat er regionale verschillen ontstaan op het gebied van risicokapitaal.

<sup>21</sup>[https://www.stichtingmkbfinanciering.nl/contentfolder/uploads/2023/04/SMF\\_MKB\\_Onderzoek\\_Non\\_Bancaire\\_Financiering\\_2\\_022\\_web2.pdf](https://www.stichtingmkbfinanciering.nl/contentfolder/uploads/2023/04/SMF_MKB_Onderzoek_Non_Bancaire_Financiering_2_022_web2.pdf)

## Sector

Het aanbod van risicofinanciering is niet voor elke sector gelijk. Het grootste deel van het risicokapitaal in Nederland gaat naar de sectoren ICT en Biotech.<sup>22</sup> Op het gebied van duurzaamheid is het aantal financiers en financieringen de afgelopen jaren sterk gegroeid.<sup>23</sup> Daarnaast zijn voor sommige sectoren weinig financiers beschikbaar, zoals bijvoorbeeld in deeptech.<sup>24</sup> De publieke instrumenten zijn grotendeels voor alle sectoren beschikbaar. Een aantal instrumenten zijn selectiever. De TTT-regeling is bijvoorbeeld niet voor iedere sector beschikbaar en Invest-NL richt zich alleen op maatschappelijke opgaven. Ook de ROM's hebben vaak een aantal speerpunten waarbinnen ze voornamelijk actief zijn.

## Samenwerking en rol

De samenwerking tussen publieke uitvoerders krijgt steeds meer vorm. Zo werken ROM's steeds meer samen onder de noemer ROM-NL (een samenwerkingsverband van de ROM's). Ook Invest-NL sluit aan bij dit netwerk met de ROM's. Vanuit de regionale VFF variant is ook veel afstemming met de ROM's. Daar is dan aan de publieke kant een groot deel van de keten gedekt. Uit de VFF evaluatie volgt ook dat de afstemming tussen de landelijke VFF bij RVO en bijvoorbeeld ROM's nog beter kan.<sup>25</sup> De samenwerking tussen private financiers en publieke uitvoerders is vaak ad hoc vormgegeven. Een aantal private financiers geeft aan goede contacten te onderhouden met andere financiers of bijvoorbeeld ROM's of Invest-NL. Dit is vaak uit eigen beweging opgezet en betreft één-op-één afstemming. Daarnaast wordt door veel partijen aangegeven voornamelijk op dealbasis samen te werken. Er wordt niet structureel doorverwezen naar elkaar.

Samenwerking verschilt ook per fase. In de vroegste fases is bijvoorbeeld weinig samenwerking te zien met en tussen angel investeerders. In latere fases lijken investeerders elkaar beter te vinden. Punt van aandacht is dat er vanuit diverse gesprekken met private fondsmanagers naar voren gekomen is dat er zorgen zijn bij de rol die Invest-NL mogelijk zou innemen als centraal aanspreekpunt of 'one-stop-shop'. Dit wordt enerzijds ervaren als potentiële concurrentie voor marktpartijen en er is angst dat een one-stop-shop leidt tot minder keuze voor ondernemers.

## 5.4 De vraag naar risicokapitaal

### 1.1.b. Geef een beeld van de (ontwikkeling van) de vraagkant van de kapitaalmarkt, bijvoorbeeld gericht op de gevraagde financieringsvormen

#### 5.4.1 De ondernemers op zoek naar risicokapitaal

Jaarlijks wordt in de Financieringsmonitor van het CBS de vraag van het mkb naar financiering in kaart gebracht.<sup>26</sup> Startups vallen hier onder, maar de conclusies worden door het CBS getrokken op het niveau van het mkb als geheel. Het belangrijkste inzicht hierin is dat van alle ondernemingen in het mkb in de business economy, 15% behoefte heeft aan nieuwe externe financiering. Het gaat hierbij om vreemd vermogen of om eigen vermogen dat buiten het bedrijf of buiten het eigen geld van de ondernemer wordt gezocht. De behoefte aan nieuwe externe financiering is vergelijkbaar met het voorgaande jaar. Toen had 16% van het mkb in de business economy financiering nodig. Het gezochte bedrag aan externe financiering is daarentegen wel verdubbeld ten opzichte van vorig jaar, met een mediaan van € 250.000 (vorig jaar: € 125.000). Daarmee zet de toename van het gevraagde bedrag verder door. In de Financieringsmonitor van 2021 was het mediane gezochte bedrag nog 99 duizend euro.

<sup>22</sup> NVP Marktdata 2023

<sup>23</sup> State of European Tech 2023, Atomico

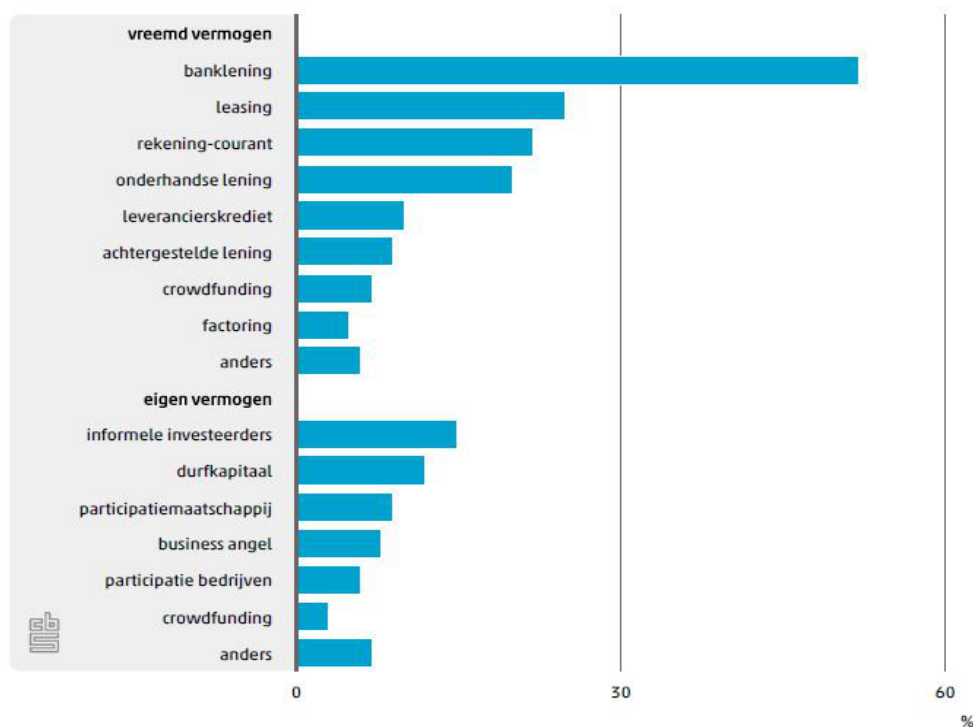
<sup>24</sup> Perspectief op financiering van transitities, innovatie en het mkb ter versterking van de Nederlandse economie, PWC 2024

<sup>25</sup> Evaluatie Vroegefasefinanciering 2024, Technopolis, Dialogic, SEO

<sup>26</sup> Financieringsmonitor 2023, CBS, januari 2024

In de zoektocht naar financiering komen ondernemers steeds minder vaak bij banken terecht. De Financieringsmonitor laat zien dat het volume aan uitstaande kredietverlening van banken aan het mkb boven de € 1 miljoen in 2022 stabiliseert, terwijl het volume aan uitstaande kredietverlening tot € 1 miljoen blijft afnemen. De afname geldt voor zowel de uitstaande leningen als de rekening-courantkredieten en is tot 11 procent lager dan in 2021. De bank is nog wel de eerste financier waar bedrijven naartoe gaan.

Voor eigen vermogen financiering wordt het meest informele investeerders en durfkapitaalpartijen benaderd, zie ook Figuur 5-10. Ondernemers oriënteren zich echter weinig op risicokapitaal. De verschillende vormen van eigen vermogen financiering wordt door niet meer dan 15% van de geldzoekers overwogen.

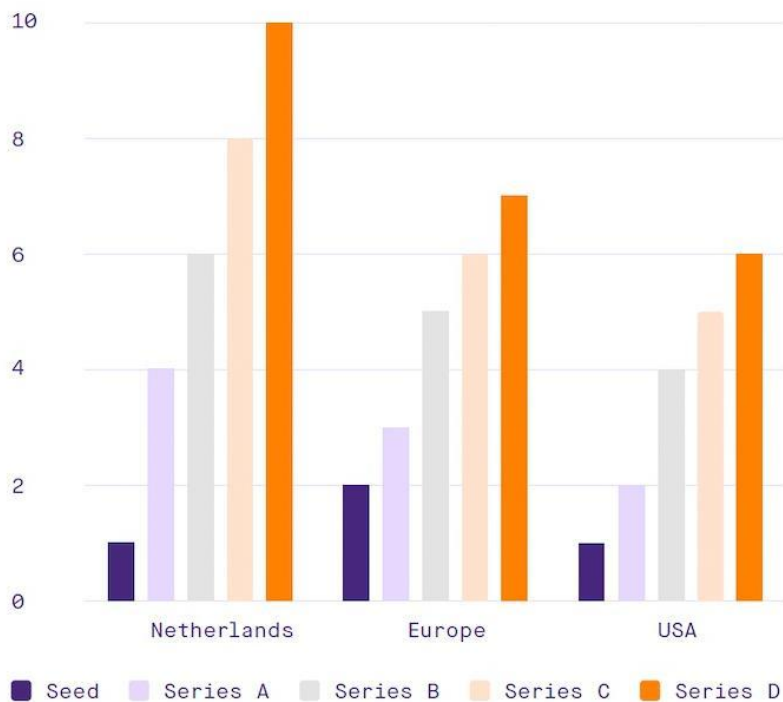


Figuur 5-10: Oriëntatie op externe financiering door mkb. Bron Financieringsmonitor 2023, CBS

Nederlandse startups en scale-ups doen gemiddeld langer over het ophalen van nieuw kapitaal dan vergelijkbare bedrijven in Europa en Verenigde Staten. Seed investeringen worden relatief snel aangetrokken, vaak in het eerste jaar na oprichting. Daarna duurt het lang voordat een tweede financieringsronde wordt opgehaald. Nederlandse startups en scale-ups halen gemiddeld elke twee jaar een nieuwe financieringsronde op. In de Verenigde Staten is dat ongeveer ieder jaar. Ook in Europa is het beeld dat startups sneller financiering aantrekken dan in Nederland.<sup>27</sup> In Figuur 5-11 is dit inzichtelijk gemaakt. Uit het onderzoek wordt niet duidelijk waar dit precies door komt en of het een positief of negatief effect heeft.

<sup>27</sup> State of Dutch Tech 2024, Techleap





Figuur 5-11: Mediane jaren voor het bereiken van financieringsrondes.

Bron: Techleap en Dealroom

#### 5.4.2 De karakteristieken van de kapitaalvraag

Zoals in paragraaf 5.2 aangegeven zijn er twee doelgroepen die op zoek zijn naar risicokapitaal. Dat zijn de ondernemingen die gebruik maken van risicokapitaal en de fondsen die het kapitaal beheren en uitzetten.

##### Fondsen

Fondsmanagers zijn over het algemeen op zoek naar directe aandeelhouders (of Limited Partners/LP's) in het fonds. Dit zijn de investeerders van het fonds. De financiers van deze fondsen zijn in paragraaf 5.2.1 beschreven. Naast de directe investeerders in het fonds zijn er diverse regelingen waarbij de overheid ook als financier optreedt. Dat kan bijvoorbeeld via een lening zoals in de Seed Capital regeling. Ook garanties worden ingezet om financiers deels af te dekken, zoals bijvoorbeeld bij de Groeifaciliteit.

##### Ondernemingen

Risicokapitaal kent in de verschillende levensfasen van een onderneming diverse vormen:

- In de **voorbereidings- en startfase** is er nog weinig/geen historie van een onderneming, daarmee is nog weinig informatie aanwezig om een zekere beoordeling te maken van de potentie van een bedrijf. De waardering is dan niet altijd makkelijk te maken. Een waardering wordt in deze fase daarom vaak afgeleid van andere bronnen zoals wat een ondernemer wil weggeven aan aandelen, of wat er nodig is om kapitaal aan te trekken. Ook wordt in de vroegste fasen de discussie over waarderingen uitgesteld door te werken met een converteerbare lening. Hierbij wordt een lening verstrekt die op een later moment in aandelen converteert tegen vaak vooraf afgesproken voorwaarden. Achtergestelde leningen worden ook in deze fase wel gebruikt, maar vaak met specifieke afspraken over de aflossingsperiode. Er is namelijk vaak nog geen liquiditeit beschikbaar voor aflossingen of rentebetalingen. Financieringsrondes in deze levensfase worden vaak aangeduid met *pre-seed en seed* financieringen.

- In de **groeifase** is de meest gebruikelijke methode om aandelenkapitaal uit te geven. Met de gegevens die aanwezig zijn kan beter een waardering opgesteld worden. Vaak zijn ook meer professionele financiers betrokken die hier veel ervaring mee hebben. In de groeifase vinden vaak meerdere financieringsrondes plaats, vaak aangeduid met *Series A, B, C, et cetera*. Converteerbare leningen komen minder vaak voor in deze fase, behalve als korte overbrugging naar een volgende financieringsronde.
- In de **doorgroeifase** is een breder palet aan financieringsmogelijkheden beschikbaar voor ondernemingen. Bedrijven zijn hier vaak winstgevend waardoor ook vreemd vermogen financiering beschikbaar wordt. Hierdoor is een combinatie te maken van aandelenkapitaal, (achtergestelde) leningen en eventueel 'venture debt'.
- In de **reorganisatiefase** is er behoefte aan risicokapitaal dat gericht is op het herstructureren van de organisatie.

Financieringsbedragen worden steeds hoger naarmate bedrijven in een latere fase komen. In een overzicht van Pitchbook<sup>28</sup> wordt zichtbaar hoe de mediane financieringsvraag per fase zich ontwikkelt voor startups en scale-ups in de EU, zie hieronder in Tabel 5-2. In het rapport worden andere definities gebruikt voor de levensfasen. In de tweede kolom is zichtbaar hoe de fase zich verhoudt tot de levensfasen die in dit rapport worden aangehouden. Ook wordt inzichtelijk gemaakt hoe de financieringsbedragen zich hebben ontwikkeld per fase sinds 2020. Hier wordt duidelijk dat de mediane financieringsbedragen flink zijn gestegen, voornamelijk in de vroegste fasen. Deels is dit te verklaren doordat het in 2021 en 2022 relatief makkelijk was om geld aan te trekken en daarmee ook snel hogere financieringsrondes zijn gerealiseerd. Verder valt op dat de mediane financieringsbedragen in de 'early vc' fase lager is dan in de seedfase. Een duidelijke verklaring is hier niet voor te geven. Met name de harde stijging van de bedragen in de seedfase zorgen ervoor dat het in 2022 voor het eerst hoger is dan in de 'early vc' fase.

Levensfase	Sluit aan bij:	Mediane omvang financieringsbedrag (in € x miljoen)	Groei t.o.v. 2020
Pre-seed	Vorbereidingsfase	0,6	+ 108%
Seed	Startfase	1,8	+ 106%
Early VC	Groeifase	1,5	+ 69%
Late VC	Groeifase	3,5	+ 75%
Venture Growth	Doorgroeifase	6,7	+ 22%

Tabel 5-2: Financieringsvraag per levensfase. Bron: Pitchbook

### 5.4.3 Investeringsgereedheid en transparantie in de markt

Vanuit dit onderzoek zien we dat voor de ondernemer een tweetal zaken van belang is. Ten eerste weet hij/zij de juiste financier te vinden tussen alle opties (transparantie) en ten tweede heeft de ondernemer zelf de juiste kennis en vaardigheden om te weten waar financiering kan worden aangetrokken en hoe uiteindelijk te komen tot financiering (investeringsgereedheid).

- **Transparantie.** Voor veel ondernemers geldt dat zij het ingewikkeld vinden om de juiste financier te vinden. Er zijn veel mogelijkheden en het is voor ondernemers niet altijd helder waar ze het best kunnen aankloppen. Dat geldt met name in de vroege fase waarin bijvoorbeeld angel investeerders een belangrijke rol hebben. Deze financiers zijn vaak moeilijk vindbaar in het openbare circuit. Tegelijkertijd wordt ook juist de omvang van het aanbod gewaardeerd omdat dit leidt tot keuzevrijheid. Vanuit ondernemers werd de transparantie dubbelzinnig beoordeeld. Een groot deel van de ondernemers gaf aan dat het onvoldoende duidelijk is welke partij te benaderen voor welke financieringsvraag.

<sup>28</sup> The Q4 2023 PitchBook European Venture First Look, Pitchbook

Aan de andere kant gaf ook een bijna even groot deel aan dat het voldoende duidelijk is. Van de betrokken ondernemers kende een groot deel het publieke instrumentarium dat direct gericht is op ondernemers. Innovatiekrediet, Invest-NL en de ROM's worden goed herkend door de ondernemers. TTT en VFF worden minder goed herkend.

- **Investeringsgereedheid.** De investeringsgereedheid van ondernemers neemt toe naarmate de levensfase van het bedrijf vordert. Dan is er ervaring opgedaan met het aantrekken van financiering in eerdere rondes. Ook wordt de organisatie verder opgebouwd waarmee meer kennis en ervaring in het bedrijf terecht komt. In de vroege fases is het vaak nieuw voor ondernemers. De bevroegde scale-up ondernemers geeft voor het grootste deel aan dat zij genoeg kennis en ervaring hebben voor het succesvol aantrekken van financiering. Veel ondernemers maken gebruik van adviseurs om financiering aan te trekken. De adviseurs helpen bij het voorbereiden op de financieringsronde en het benaderen van financiers.

## Keuzemogelijkheden

In alle fases zijn meerdere aanbieders beschikbaar voor risicokapitaal. Wel worden door meerdere respondenten zorgen geuit over de keuzevrijheid omdat het publieke aanbod steeds meer exclusief georganiseerd wordt rondom de ROM's en Invest-NL. Dit is positief voor de vindbaarheid, maar kan er ook voor zorgen dat er minder keuzemogelijkheden zijn voor ondernemingen. Op het moment dat een onderneming op één instrument wordt afgewezen, is de kans klein dat het wel in aanmerking komt bij andere instrumenten die door dezelfde organisatie worden beheerd. Ook bij fondsmanagementbedrijven bestaat er onduidelijk over de insteek van de overheid. Hierin bestaan ook regionale verschillen.

## 5.5 De verbindingen tussen partijen

### 1.2 Hoe sluiten de vraagkant en de aanbodkant van de (risico)kapitaalmarkt op elkaar aan? Welke partijen weten elkaar goed te vinden en welke niet?

Over het algemeen zien we dat vraag en aanbod op de risicokapitaalmarkt elkaar vrij goed weten te vinden. Dat blijkt ook uit de toename van het aantal financieringen in vrijwel alle fases. Ook binnen de instrumenten van EZK is zichtbaar dat budgetten voor een groot deel benut worden en dat het aanbod hier ook de vraag bedient. Op een aantal vlakken zien we dat aansluiting nog beter kan.

- Voor angel investeerders geldt dat zij vaak onzichtbaar zijn voor ondernemers. Het zijn informele investeerders en zijn vaak alleen zichtbaar en benaderbaar via netwerken of persoonlijke contacten. De vraag vindt hierbij niet altijd de weg naar het aanbod. Daarnaast zijn angel investeerders vaak niet-professionele investeerders en weten zij zelf ook niet altijd hoe ondernemers bereikt moet worden of hoe een goede deal gesloten kan worden. Het kennisniveau, van met name startende investeerders, is daarmee niet altijd hoog genoeg om succesvol tot een match te komen, ondanks dat beide partijen willen.
- Corporate Venturing heeft nog beperkt een plek in de Nederlandse risicokapitaalmarkt. Uit onderzoek blijkt dat het aantal corporate venturing fondsen in Nederland relatief beperkt is en nog niet is meegegroeid met de wereldwijde groei op dit onderwerp. Hieruit blijkt ook dat de fondsen de gereedheid van ondernemingen nog beperkt vinden, maar dat de fondsen ook niet altijd aan de wensen kunnen voldoen als het gaat om de financieringsvragen van ondernemingen.<sup>29</sup>
- Voor de Groefaciliteit geldt dan budgetten niet altijd benut zijn geweest en dat vraag en aanbod elkaar niet altijd goed gevonden hebben.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> The next chapter for Corporate Venture Capital, Deloitte, 2019

<sup>30</sup> Evaluatie Groefaciliteit, 2024, Decisio & KplusV

- Voor het innovatieve mkb en brede mkb geldt dat hiervoor beperkte mogelijkheden zijn om risicokapitaal op te halen. Binnen de VFF is een luik voor innovatief mkb, maar hiervan is het bereik beperkt.<sup>31</sup> Ook de Groeifaciliteit is beschikbaar voor innovatief mkb en het brede mkb, maar ook hier is het bereik beperkt.<sup>32</sup>
- Op een aantal vlakken komen vraag en aanbod niet bij elkaar. In paragraaf 5.6 worden knelpunten op de risicokapitaalmarkt voor zowel ondernemers als financiers besproken.

## 5.6 Knelpunten in de risicokapitaalmarkt

### 1.3 Welke knelpunten zijn er op de risicokapitaalmarkt, en is er sprake van markt-, systeem-, transitie en overheidsfalen?

In de zoektocht naar risicokapitaal wordt een aantal knelpunten ervaren. De knelpunten richten zich op de ondernemers die risicokapitaal zoeken, maar ook financiers ervaren knelpunten. We introduceren op deze plek ook kort verschillende vormen van marktfaalen en lichten beknopt toe wat systeem-, transitie en overheidsfalen is:<sup>33</sup>

- Marktfaalen uit zich onder andere in verschillende vormen:
  - Informatieasymmetrie houdt in de kern in dat vermogensverstrekkers (financiers) niet over dezelfde informatie beschikken als de ondernemer. (Potentiële) financiers hebben vaak weinig informatie en ondernemers veel. Dit zorgt ervoor dat financiers vaak het risico niet goed kunnen inschatten en mede om die reden minder vaak instappen. Dit geldt voor bepaalde doelgroepen (jonge bedrijven) en/of specifieke activiteiten (innovatie) in sterkere mate.
  - Coördinatiefaalen treedt op als gevolg van hoge zoek- en transactiekosten, waardoor ondernemer en financier elkaar niet vinden.
  - Marktmacht treedt op wanneer er zo weinig financiers actief zijn op de aanbodzijde dat de 'marktucht' verdwijnt.
- Systeemfaalen kan optreden door het ontstaan of bestaan van hoge transactiekosten.<sup>34</sup> Als om die reden bepaalde actoren binnen het innovatiesysteem afwezig zijn of noodzakelijke interacties tussen onderzoekers, ontwikkelaars en gebruikers van kennis (zoals bedrijven en burgers) onderontwikkeld zijn, dan is sprake van systeemfaalen (ook wel 'interaction failure' genoemd). Overheden kunnen een interventie plegen door transactiekosten te verlagen en samenwerking en coördinatie stimuleren. Een andere vorm van systeemfaalen gaat over het ontbreken van de juiste vaardigheden bij partijen om mee te kunnen doen in het systeem (capability failure).
- Bij transitiefaalen speelt met name de ambitie of noodzaak om maatschappelijke opgaven aan te pakken. Transitie worden niet altijd door de markt zelf opgepakt, wat het kan legitimeren dat overheden interventies plegen om zaken in gang te zetten.
- Met overheidsfaalen wordt bedoeld op diverse randvoorwaarden en flankerend beleid waar een overheid verantwoordelijk voor is. Het gaat bijvoorbeeld om wet- en regelgeving en nog breder het zorgdragen voor een goed vestigingsklimaat.

Op verschillende plekken in het rapport gaan we nader in op 1) knelpunten die er zijn voor ondernemers en financiers, 2) de verschillende instrumenten die de overheid inzet en 3) de rationele daarachter. Bij elk van deze drie onderdelen leggen we een koppeling tussen de verschillende vormen van markt-, systeem-, transitie en overheidsfaalen.

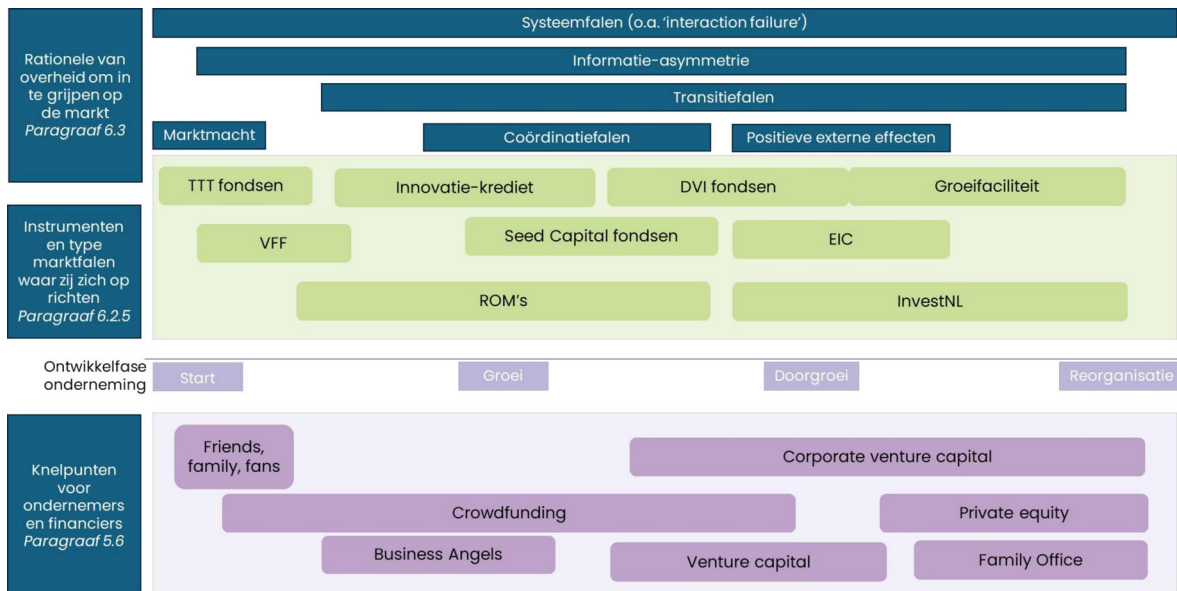
<sup>31</sup> Evaluatie Vroegefasering, 2024, Technopolis, Dialogic & SEO

<sup>32</sup> Evaluatie Groeifaciliteit, 2024, Decisio & KplusV

<sup>33</sup> Onder meer afgeleid uit onderzoek van Dialogic (2019) '[Onderzoek MKB financieringsinstrumentarium](#)', publicaties van de Europese Unie (onder meer '[Staatssteun ter bevordering van risicokapitaalinvesteringen in het MKB](#)' | EUR-Lex (europa.eu)) en mede gebaseerd op de [Terms of Reference voor deze Meta-evaluatie vanuit het ministerie van EZK](#).

<sup>34</sup> Afgeleid uit: Inspectie der Rijksfinanciën (2020) 'Innovatieve samenleving'. Geraadpleegd via: De overheid kan de transactiekosten verlagen en samenwerking en coördinatie stimuleren

Om inzicht te geven in waar we wat bespreken is onderstaand schema opgesteld, daarin zijn de verschillende vormen van 'falen' geplot naar ontwikkelfase van de onderneming en is een verwijzing opgenomen naar de paragraaf waar we en vanuit welk perspectief de verschillende relevante elementen bespreken.



Figuur 5.12 Verschillende vormen van 'marktfalen'

## 5.6.1 Knelpunten voor ondernemers

### 1.3.a Welke knelpunten ondervinden ondernemers in het verkrijgen van risicokapitaal financiering?

Uit analyse (onder meer gebaseerd op een verschillende gesprekken met publieke en private partijen die op de risicokapitaalmarkt actief zijn, onder meer als financier of facilitator, deskresearch en enquêtes onder ondernemers) komt naar voren dat ondernemers een aantal knelpunten ervaren bij het aantrekken van risicofinanciering. Een aantal van de knelpunten uit zich op een groot deel van de customer journey van ondernemers, andere uiten zich specifiek op een onderdeel hiervan. Over het algemeen zijn de geïnterviewden positief over de ontwikkelingen die het Nederlandse risicokapitaalsysteem heeft doorgemaakt. Met name in de vroege fase ervaren respondenten relatief positieve ontwikkelingen. De knelpunten die desondanks (ook in deze fase) veel genoemd worden richten zich voornamelijk op onderstaande onderwerpen. Per knelpunt is ook aangegeven of sprake is van markt-, systeem-, transitie- of overheidsfalen.

- **Deeptech en 'first of a kind plants.'** Eén van de meest genoemde knelpunten is het gebrek aan financiering voor deeptech ondernemingen en voor 'first of a kind plants'. Dit soort financiering kenmerkt zich door grote investeringsbedragen terwijl er vaak nog niet direct zicht is op inkomsten op korte termijn. De doorlooptijden zijn vaak erg lang tot dit soort hoogtechnologische bedrijven winst draaien. Door het hoge technologische karakter is specialistische kennis nodig om het technologierisico in te schatten. Veel financiers kunnen het risico niet inschatten van een dergelijke financiering. Het gaat hier met name om financieringen van meer dan € 10 miljoen.<sup>35</sup> Er zijn weinig fondsen in Nederland (en Europa) die op dit thema grote financieringen kunnen doen.

<sup>35</sup> O.a. in Shaping the future of the Dutch capital market, 2024, KPMG, interviews en focusgroep

Deze technologieën passen vaak binnen de Nationale Technologiestrategie en zijn daarmee ook van strategisch belang voor Nederland. Ook in de vroege fase is het instrumentarium vaak niet geschikt om de grotere tickets te financieren die in deze sectoren nodig zijn.<sup>36</sup>

Falen: Transitiefalen, marktfalen (informatie-asymmetrie)

- **Scale-up financiering.** Ook voor scale-ups is het moeilijk in Nederland om grote financieringen aan te trekken. Hierbij gaat het om investeringen van circa € 30 miljoen of meer. Scale-ups maken dan vaak gebruik van buitenlandse investeerders, vooral uit de Verenigde Staten of Azië. Dit wordt politiek niet altijd als wenselijk gezien, vooral als bedrijven ook belangrijk zijn vanuit het oogpunt van strategische autonomie. Dit terwijl er in andere Europese landen juist gestreefd wordt naar het aantrekken van buitenlands kapitaal als versneller van de groei. In deze fase is vaak ook behoefte aan venture debt als onderdeel van de financieringsronde. Ook dit is relatief beperkt aanwezig in Nederland en wordt als knelpunt ervaren.<sup>37</sup>

Falen: Marktfalen, systeemfalen

- **Transparantie en toegankelijkheid.** Het knelpunt op gebied van transparantie en toegankelijkheid uit zich in verschillende fases.
  - De markt voor angel investeerders is niet transparant. Deze investeerders zijn vaak moeilijk vindbaar en niet altijd direct te benaderen voor ondernemers. Toegang tot deze investeerders loopt vaak via tussenpersonen of programma's, die vaak wel bekendheid genieten.
  - In de voorbereidings- en startfase zijn voor ondernemers meerdere instrumenten beschikbaar. Uit de analyse volgt dat de communicatie over de instrumenten beter kan zodat ondernemers de weg naar de instrumenten beter weet te vinden.
  - Een aantal respondenten geeft aan dat vaak de ondersteuning van een externe adviseur nodig is om een succesvolle aanvraag te doen bij financiers (zowel de instrumenten van EZK als private financiers). Dit zorgt enerzijds voor een verkleinde toegankelijkheid, anderzijds zorgt het ook voor dat ondernemingen met de juiste kennis en expertise financiering aantrekken waardoor het proces versneld wordt.

Falen: Coördinatiefalen

- **Kennis en competenties.** Ondernemers hebben niet altijd voldoende kennis en competenties om succesvol risicokapitaal aan te trekken. Met name in de voorbereidings- en startfase lopen ondernemers hier tegenaan. In latere fases vinden ondernemers zich vaker voldoende onderlegd om financiering aan te trekken. Gebrek aan kennis en competenties zorgt voor dat verkeerde financiers worden benaderd of niet de juiste informatie wordt aangeleverd. Dit kan ertoe leiden dat financieringsrondes langer duren of helemaal niet gerealiseerd worden.

Falen: marktfalen (Informatie-asymmetrie)

- **Kleine financieringen en lange financieringsprocessen.** Nederlandse startups en scale-ups halen relatief kleine tickets op vergeleken met Europese peers.<sup>38</sup> Daarnaast duurt het relatief lang voordat Nederlandse startups en scale-ups een volgende ronde ophalen. De combinatie van lagere financieringsbedragen en langere perioden tussen rondes kan mogelijk het groeiproces vertragen. Een aantal factoren die daarin een rol speelt staat beschreven in 5.4.3.

Falen: marktfalen (coördinatiefalen)

<sup>36</sup> Evaluatie Vroegefasefinanciering, 2024, Technopolis, Dialogic & SEO, Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angel regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022, 2024, Dialogic, SEO & Technopolis

<sup>37</sup> Shaping the future of the Dutch capital market, 2024, KPMG

<sup>38</sup> State of Dutch Tech 2024, Techleap

## 5.6.2 Knelpunten voor aanbieders/financiers

### 1.3.b Wat zijn de achterliggende redenen van afwijzingen? Zijn deze terecht of kunnen regels of commerciële aspecten financiers weerhouden om te financieren?

Voor financiers zijn er een aantal redenen om bedrijven niet te financieren. Dat kan zijn omdat ze het niet kunnen volgens het mandaat dat ze hebben, de investering een te hoog risicoprofiel heeft, geen vertrouwen is in het team of dat regels weerhouden. We hebben voor financiers een aantal knelpunten geïdentificeerd die beïnvloeden waarom financiering niet tot stand komt. Een aantal knelpunten van financiers hangt samen met de knelpunten die worden ervaren door ondernemers. Ook hier is weer aangegeven of er sprake is van markt-, systeem-, transitie- of overheidsfalen.

- **Deeptech en ‘first of a kind plants.’** Bij veel investeerders ontbreekt de benodigde kennis om de technologie van deeptech bedrijven goed te kunnen analyseren en risico's in te kunnen schatten. Er is veel inhoudelijke expertise nodig voor dit soort investeringen. Hierdoor zijn maar een klein aantal fondsen die het risico durven lopen om dit soort investeringen te doen. Daarnaast passen fondsmodellen niet altijd goed op dergelijke lange termijn investeringen. Gemiddeld richt een fonds op een exit in vijf tot zeven jaar. Bij deeptech bedrijven is de kans groot dat het langer duurt voordat er een exit moment komt voor financiers die al vroeg instappen. Voor een closed-end fonds is het daarom niet altijd mogelijk om een investering te doen met zo'n lange termijn.  
Falen: Marktfalen (Informatie-asymmetrie)
- **Scale-up financiering.** Om grotere tickets te kunnen verstrekken zijn grotere fondsen nodig van enkele honderden miljoenen. De huidige risicokapitaalmarkt is hier nog onvoldoende voor ontwikkeld in Nederland. Er zijn weinig fondsen in Nederland die dergelijke financieringen kunnen doen. Om dergelijke fondsen op te richten moet extra kapitaal gemobiliseerd worden zoals van institutionele partijen. Het kapitaal komt echter ook nog beperkt in beweging omdat nog weinig fondsmanagers het trackrecord hebben om dergelijke grote fondsen te managen.  
Falen: marktfalen
- **Investeringsgereedheid ondernemingen.** Financiers wijzen ondernemers soms af omdat ze onvoldoende vertrouwen hebben in de onderneming. Dit sluit aan bij het knelpunt voor ondernemers dat ze niet altijd investeringsgereed zijn.  
Falen: Marktfalen (Informatie-asymmetrie)
- **Ticketsizes.** Voor een aantal instrumenten geldt dat uitvoerders knelpunten ervaren in de omvang van de maximale financiering. Onder andere bij VFF- en de Seed Capital-regeling wordt het plafondbedrag als te laag gezien om bepaalde startups te financieren. Met name als het gaat om technologische bedrijven zoals in deeptech of medtech.<sup>39</sup> Hierdoor kunnen financiers niet altijd voldoen aan de financieringsvraag van bedrijven in de vroege fase.  
Falen: systeemfalen (interactions failure, vanwege het ontbreken van passende instrument)
- **Wet- en regelgeving.** Financiers ervaren ook knelpunten op gebied van wet- en regelgeving, iets wat ook naar voren komt in veel onderzoeken over de financiering van transitie. Door veel respondenten wordt vooral genoemd dat continuïteit van beleid en regelgeving van belang is. Financiers willen graag zo groot mogelijk kans dat technologische innovatie ook echt een weg vindt naar de markt. Op transitie onderwerpen zoals energie, mobiliteit, et cetera zijn keuzes op beleid ook bepalend voor technologieën die hierbij passen.  
Falen: Overheidsfalen (continuïteit beleid)

<sup>39</sup> Evaluatie Vroegefasefinanciering, 2024, Technopolis, Dialogic & SEO, Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angel regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022, 2024, Dialogic, SEO & Technopolis

Op basis van bovenstaande wordt zichtbaar dat de redenen voor afwijzen van ondernemingen voor een deel liggen aan het niet kunnen voldoen aan de vraag, deels geen match is met de ondernemer en in sommige gevallen ook door wet- en regelgeving beperkt wordt.

## 5.7 De ontwikkelingen in de risicokapitaalmarkt

### 1.4 Welke (conjuncturele en structurele) trends, ontwikkelingen en transitie zien we op de markt voor risicokapitaal, zowel in Nederland als in het buitenland?

In paragraaf 5.3.2 wordt zichtbaar dat de afgelopen jaren veel verandering is geweest in de markt voor risicokapitaal. In 2021 was een grote piek te zien in investeringsbedragen en waren financieringsrondes wereldwijd op de top. Hierna heeft een correctie plaatsgevonden. Door hogere energieprijzen, hogere rentes en meer geopolitieke onrust zijn risicofinanciers terughoudender geworden. Voor 2023 wordt ook verwacht dat investeringsniveaus lager liggen dan in het topjaar 2021.<sup>40</sup> Dit is met name merkbaar in latere fases. De mediane<sup>41</sup> investeringsbedragen zijn alleen in de laatste fases gedaald ten opzichte van eerdere jaren. Waarderingen voor bedrijven in deze fase zijn in 2023 gedaald met 25% ten opzichte van 2022. Voor andere fases blijft het stabiel.<sup>42</sup>

Er wordt veel geschreven in de media over sterk dalende waarderingen. Dat lijkt met name voor megarondes te gelden die een groot effect hebben op het gemiddelde. Ter illustratie: de waarderingen van 'venture growth' bedrijven of late fase groeibedrijven daalden van *gemiddeld* € 579 miljoen in 2021 naar € 191 miljoen in 2023, een daling van 67%. Echter, de *mediane* waardering daalde van € 29 miljoen naar € 24 miljoen, een daling van 17%.<sup>43</sup> Hieruit wordt duidelijk dat in dit geval het gemiddelde geen goede maat is om de totale populatie te beschrijven. De megarondes met enorme waarderingen hebben een grote impact op hoe de cijfers zich ontwikkelen. In de breedte van de markt is de impact van het teruglopen van de markt minder groot.

### 5.7.1 Nederland

In Nederland is veel aandacht voor maatschappelijke transitie vanuit de overheid en in het nieuws. Dat vertaalt zich ook naar de risicokapitaalmarkt. Er is een groeiend aantal financiers dat zich richt op onderwerpen als energietransitie, duurzaamheid in het algemeen of meer sociale initiatieven. Op Europees niveau wordt zichtbaar dat ongeveer 30% van alle investeringen in 'climate tech' bedrijven wordt gedaan, een verdrievoudiging van het aandeel ten opzichte van 2021.<sup>44</sup> Met name op *deeptech* is veel in ontwikkeling. Met de Nationale Technologiestrategie wordt meer ingezet op sectoren die onder *deeptech* geschaard kunnen worden. Het vergroten van toegang tot financiering voor startups en scale-ups wordt in dit plan eveneens als aandachtspunt en doelstelling geformuleerd.<sup>45</sup>

Met het wegvallen van de Groeifonds aanvraag voor het Deltaplan Valorisatie ontstaat mogelijk een knelpunt in de voorbereidingsfase. In het plan waren diverse fondsen opgenomen voor starters vanuit de universiteit. Mogelijk ontstaat er meer vraag naar dergelijke financiering vanuit publieke bronnen. Dat valt de komende jaren te bezien.

<sup>40</sup> State of European Tech, Atomico et al. Q4 2023, First Look European Venture Capital, Pitchbook

<sup>41</sup> Omdat er veel spreiding in investeringsbedragen zit, met een aantal megarondes die veel impact hebben op het gemiddelde is het gemiddelde geen representatieve maat en gebruiken we hier de mediaan.

<sup>42</sup> Q4 2023, First Look European Venture Capital, Pitchbook

<sup>43</sup> Q4 2023, First Look European Venture Capital, Pitchbook

<sup>44</sup> State of European Tech, Atomico et al.

<sup>45</sup> De Nationale Technologiestrategie, ministerie van EZK, 2024



In gesprekken met financiers zien we nog weinig ontwikkelingen in het gebruik van technologie bij financiers zelf. Risicofinanciers vertrouwen nog vaak op hun eigen beoordelingsmethoden en gebruiken nog relatief weinig technologieën als kunstmatige intelligentie. Hoe groter de financier, hoe meer er ook gebruik gemaakt wordt van data om een investeringsbeslissing te maken.

Dat heeft waarschijnlijk te maken met dat er in latere fases meer data aanwezig is om een goede risicoanalyse op te maken, en dat deze partijen hier ook de middelen en capaciteit voor hebben.

## 5.7.2 Buitenland

Trends die in Nederland spelen, zijn vaak ook op Europees en wereldwijd niveau terug te zien. Wereldwijd is er sprake van een dalende markt voor investeringen. In Europa is het effect van de teruglopende markt minder groot dan in andere continenten. Het geïnvesteerde kapitaal in Europa is in 2023 nog 18% hoger dan in 2020. In de Verenigde Staten is dat 1% lager dan in 2020 en Azië is dat 7% lager uitgevallen.<sup>46</sup>

Toch is ook in Europa het totaal geïnvesteerde kapitaal in 2023 lager dan in topjaar 2021. Lagere investeringsniveaus betekent ook dat er wereldwijd heel veel geld beschikbaar is bij fondsen dat nog niet is geïnvesteerd (het zogenaamde 'dry powder').

Vanuit diverse kanten wordt recentelijk gepleit voor meer inzet op industrie en Europese samenwerking op dit vlak. Onder andere oud-minister Adriaansens, VNO NCW en MKB Nederland benoemen dit thema. Zo wordt gepleit voor het ontstaan van industriefondsen met grote investeringsbudgetten om voldoende snelheid te kunnen maken en bij te blijven bij China en de VS.<sup>47</sup> Ook oud-premier van Italië, Enrico Letta houdt een pleidooi voor meer Europese samenwerking op strategische thema's om zo concurrerend te blijven met andere machtsblokken. Onderdeel van deze samenwerking zou ook moeten zijn om meer privaat kapitaal te mobiliseren. Bijvoorbeeld vanuit de enorme hoeveelheden spaargeld in de EU. Ook identificeert Letta een gat in onderzoeks- en innovatiefinanciering en geeft aan ook hier meer over grenzen heen samen te werken.<sup>48</sup>

In 2023 is er vanuit de EIB gestart met het European Tech Champions Initiative (ETCI) wat gaat investeren in fondsen die zich richten scale-ups met een kapitaalvraag van meer dan € 50 miljoen. De impact hiervan zal de komende jaren duidelijk moeten worden.

Buiten Nederland wordt zichtbaar dat meer focus is op kunstmatige intelligentie. In deze sector is geen sprake van terugloop in waarderingen of investeringsbedragen. In Europa was 11 van de 36 megarondes van meer dan \$ 100 miljoen in bedrijven die zich richten op kunstmatige intelligentie.

---

<sup>46</sup> State of European Tech, Atomico et al.

<sup>47</sup> o.a. FD 22 mei 2024: Werkgevers: minder zuinigheid van Nederland tegenover Brussel en FD 24 juni 2024: 'We moeten ons zorgen maken over het tempo in de VS en China. In Europa lopen we achter'

<sup>48</sup> Much more than a market, Letta 2024

## 5.8 Tussenconclusie

Gedeeltelijke beantwoording van hoofdvraag 2: Hoe heeft de markt voor risicokapitaal zich ontwikkeld de afgelopen jaren?

### Tussenconclusie

- De risicokapitaalmarkt in Nederland is fors gegroeid in de afgelopen jaren. Het aantal transacties, het geïnvesteerde bedrag per financiering, het aantal fondsen en het totaal beschikbare kapitaal is continu gegroeid.
  - Er is een dekkend aanbod ontstaan voor startups en scale-ups, dit vanuit publiek en in belangrijke mate ook privaat aanbod.
    - Het geconstateerde marktfalen wordt zo geadresseerd maar niet verdwenen, de publieke bijdragen zijn daarvoor van groot belang.
  - Er is continue dynamiek in het systeem, bijvoorbeeld de Seed Capital-fondsen acteren steeds meer in een latere fase, waardoor het belang van angel investeerders in de startfase steeds groter wordt. En het toenemende belang van de regio, vooral in de start en groeifase.
  - Er is een volwassen en succesvolle sector ontstaan van private fondsen en fondsmanagers, mede dankzij de overheidsinterventies.
  - De markt blijft nog in belangrijke mate werken op basis van eigen oordeelsvorming door fondsmanagers, er wordt nog weinig gebruik gemaakt van data, AI en andere tools om het investeringsproces te professionaliseren.
- Onderdeel van de groei is ook een toename van de instroom van buitenlands kapitaal (ongeveer 50% van de totale financiering). Of dit een positieve ontwikkeling is wordt verschillend gezien.
- Over het algemeen komen vraag en aanbod bij elkaar. Op een aantal vlakken is een mismatch zichtbaar. Het gaat dan vooral om grote bedragen voor 'first time plants' en scale-up-financiering.
- Publieke financiering is dominant aanwezig in de risicokapitaalmarkt. Direct (bijvoorbeeld via de ROM's en VFF) en indirect (bijvoorbeeld DVI, Seed Capital) is er in meer dan 60% van het aantal financieringen een publieke inbreng. Met name in de vroege fases is het belang van publieke financiering groot.

# 6. Publieke interventies in de risicokapitaalmarkt

## 6.1 Inleiding

### Risicokapitaal als effectief middel om innovatie en groei te ondersteunen

In dit hoofdstuk zetten we de verschillende motivaties op een rij voor publieke partijen om te interveniëren op de risicokapitaalmarkt. In de voorgaande hoofdstukken hebben we geconstateerd dat risicokapitaal een belangrijke financieringsvorm is om innovatieve en snelgroeiende bedrijven te kunnen ondersteunen en ook dat er een *risicokapitaalmarkt* is waarop verschillende vragende en aanbiedende partijen actief zijn.

Op deze risicokapitaalmarkt spelen ook diverse maatschappelijke belangen. Overheden zien om uiteenlopende redenen het belang van innovatie en groeiende bedrijven en zijn om die reden bereid om op deze markt in te stappen. Zij doen dit wanneer sprake is van *marktfalen*. Marktfalen kent verschillende vormen, gradaties en motieven. Daar gaan we in dit hoofdstuk uitgebreider op in.

In het vervolg van dit hoofdstuk werken we een beleidsreconstructie uit van de inzet en de interventies van het ministerie van EZK op de risicokapitaalmarkt (paragraaf 6.2). Vervolgens gaan we in op het rationale achter de inzet van overheidsingrijpen op deze markt (onder andere marktfalen, zie paragraaf 6.3), het niveau waarop de interventies gepleegd worden (6.4) en het belang daarvan (6.5). We maken tot slot enkele vergelijkingen met andere landen (paragraaf 6.6).

## 6.2 Beleidsreconstructie inzet ministerie EZK op risicokapitaalmarkt

### 6.2.1 Verschillende motieven om als overheid te interveniëren

Verschillende motieven kunnen aanleiding zijn om als overheid te interveniëren op de risicokapitaalmarkt. Voor een deel gaat het om algemene principes die kunnen gelden, zoals het optreden van marktfalen of transitiefalen, of simpelweg het feit dat je als overheid een bepaalde ambitie of bepaald doel voor ogen hebt. We hebben een aantal van deze begrippen reeds geïntroduceerd en toegelicht in [paragraaf 5.6](#).

Aanvullend hierop zien we dat het ministerie van EZK zelf vooral de “**positieve externe effecten**” van belang vindt. Die zijn te behalen in de vorm van maatschappelijke baten die optreden als gevolg van innovatie en groei. Deze maatschappelijke baten zijn “vaak groter dan de private baten”.<sup>49</sup> Het ministerie geeft aan dat de kennisspillovereffecten van innovatie door private investeerders niet worden meegenomen, waardoor investeringen hierin in onvoldoende mate tot stand komen. Dit “maakt het legitiem om financiering te verschaffen die bedrijven ondersteunt bij het vinden van financiering”.

Verdere motieven voor het ministerie van EZK zijn gelegen in het marktfalen, waarbij in het bijzonder aandacht is voor **informatieasymmetrie**, wat ervoor kan zorgen dat “vanuit maatschappelijk oogpunt te weinig wordt geïnvesteerd in innovatie”.

---

<sup>49</sup> Citaten volgen uit de Terms of References voor deze meta-evaluatie van het risicokapitaalinstrumentarium.

Ook is de laatste jaren meer aandacht voor **transitiefalen**. Waarbij de voornaamste vraag is “hoe een markt van vraag en aanbod gecreëerd kan worden die bijdraagt aan het oplossen van maatschappelijke problemen, zoals de transitie naar een CO<sub>2</sub>- neutrale en circulaire economie”. Dit motief sluit goed aan op het *missiegedreven innovatiebeleid* van het ministerie. Daarin staan vijf missies centraal waarin beoogd wordt transitie te bewerkstelligen met maatschappelijke doelstellingen op het gebied van energie, circulair, gezondheid & zorg, landbouw, water & voedsel en veiligheid.<sup>50</sup>

## 6.2.2 De verschillende vormen van overheidsingrijpen

### 2.1 Hoe ziet het overheidsingrijpen eruit op de risicokapitaalmarkt, zowel stimulerend (subsidies), als kaderstellend (regels en toezicht)?

Op verschillende manieren is het mogelijk om op de hierboven geschetste marktfalens in te spelen en om de geschetste ambities te bereiken. De overheid kan daarin verschillende soorten rollen aannemen, die in meer of mindere mate actief of stimulerend zijn. Daaruit rollen dan ook instrumenten die ingezet kunnen worden en passen bij de verschillende rollen. Op hoofdlijnen is te denken aan de volgende zaken:

- De overheid als **aanjager** en **verleider**. Een rol waarin zij een visie op de markt kan geven en bijpassend ambities en doelstellingen kan formuleren. De rol van kennisdeler en netwerkfacilitator passen ook bij de aanjagende en verleidende rol. Instrumenten zijn het doen (of laten doen) van onderzoek naar de markt, actieve communicatie hierover, het delen van best practices en bijvoorbeeld via de inzet van business developers (gebeurt momenteel bijvoorbeeld via Invest-NL en verschillende ROM's). Het doel is het aanjagen van samenwerking en verleiden om te investeren. Dit kan gericht zijn op ondernemers (zorgen dat zij de weg in het landschap weten te vinden) en op financiers (zorgen dat zij in verbinding komen met ondernemingen om in te investeren).
- Een meer **kaderstellende** rol kan bestaan uit het creëren van de juiste (juridische) randvoorwaarden waarbinnen de risicokapitaalmarkt is georganiseerd. Het gaat om het opstellen van regels en hier toezicht op houden. Een rol die vanuit het ministerie van EZK samen met andere partijen is in te vullen, bijvoorbeeld met het ministerie van Financiën en de Autoriteit Consumenten Markt (ACM). Voor een deel bestaat het ook uit het doorvertalen van Europese regelgeving naar de Nederlandse praktijk.
- Een wat actievere rol is die van de **stimulerende** overheid. Hier komt al gauw ook financieel instrumentarium om de hoek kijken, zoals subsidies, leningen (zoals VFF en Innovatiekrediet), subsidiabele leningen en cofinancieringen (Seed Capital doet dit in fondsen), garantstellingen (zoals de Groeifaciliteit) en fund-in-fund investeringen (zoals DVI en TTT) voor bepaalde activiteiten. Vanuit deze rol kan de overheid ook prioriteren, namelijk door specifiek aan te geven in welk type bedrijven (marktfase) en producten/sectoren (innovaties, transities) zij wel of niet interenieert.
- Tot slot is er nog de actief **participerende** overheid. Een rol die op de risicokapitaalmarkt momenteel wordt ingevuld door bijvoorbeeld de ROM's en Invest-NL, maar ook via instrumenten. Zij investeren actief en verwerven daarmee een participatie in bedrijven. Op die manier kan de overheid nog meer sturen op de ontwikkelingen die zij in bepaalde segmenten (markten, marktfases) voor ogen heeft.

Afhankelijk van het ambitieniveau en de verschillende doelstellingen die de overheid (en in dit geval specifiek het ministerie van EZK) heeft op het gebied van risicokapitaal, kan zij zich een of meerdere rollen aanmeten. Uit een reconstructie van de inzet van het ministerie van EZK blijkt dat zij zich in de loop der tijd ook daadwerkelijk verschillende rollen heeft aangemeten (zie [paragraaf 6.2.4](#)).

<sup>50</sup> Zie Bedrijvenbeleid in Beeld: [Uitvoeren Missiegedreven innovatiebeleid | Strategische doelen bedrijvenbeleid | Bedrijvenbeleid in beeld](#)

### 6.2.3 Doel en beoogde werking van het risicokapitaalinstrumentarium

Een belangrijk uitgangspunt bij het inzetten van instrumenten vanuit de overheid in de risicokapitaalmarkt is dat de interventies “zoveel mogelijk via de markt”<sup>51</sup> lopen en ervoor moeten zorgen dat “er meer private financiers met expertise van risicovolle investeringen deelnemen aan de kapitaalmarkt, doordat ze ervaring op doen en expertise opbouwen”. Daarbij is het risicokapitaalinstrumentarium volgens het ministerie van EZK erop gericht “zoveel mogelijk private financiering te mobiliseren”.

Om dit wat te specificeren, zoomen we in op de doelgroep die het ministerie wil bereiken met de inzet van het risicokapitaalinstrumentarium. Die doelgroep betreft “overwegend innovatieve start- en scale-ups”. Enkele regelingen zijn breder en richten zich ook op het grotere en snelgroeiende of innovatieve mkb, zoals de Groeifaciliteit. Het ministerie acht het van belang dat voor start- en scale-ups “in elke levensfase financiering beschikbaar is (dit is de financieringsketen)”. Aangegeven wordt dat zonder financiering innovaties niet kunnen worden doorontwikkeld en naar de markt gebracht worden. Het ministerie stelt dat “financiering daarmee een belangrijke randvoorwaarde voor het realiseren van economische en maatschappelijke impact” is. Daarbij spreekt zij dus van de financieringsketen die op alle onderdelen sterk moet zijn en “een van de belangrijkste randvoorwaarden [is] voor een goed functionerend start- en scale-up ecosysteem”. Deze keten is op te hangen aan het ‘vierfasenmodel’, in [paragraaf 5.4.2](#) zijn we hier al op ingegaan. In deze paragraaf gaan we nader in op de knelpunten die het ministerie per fase voorziet:

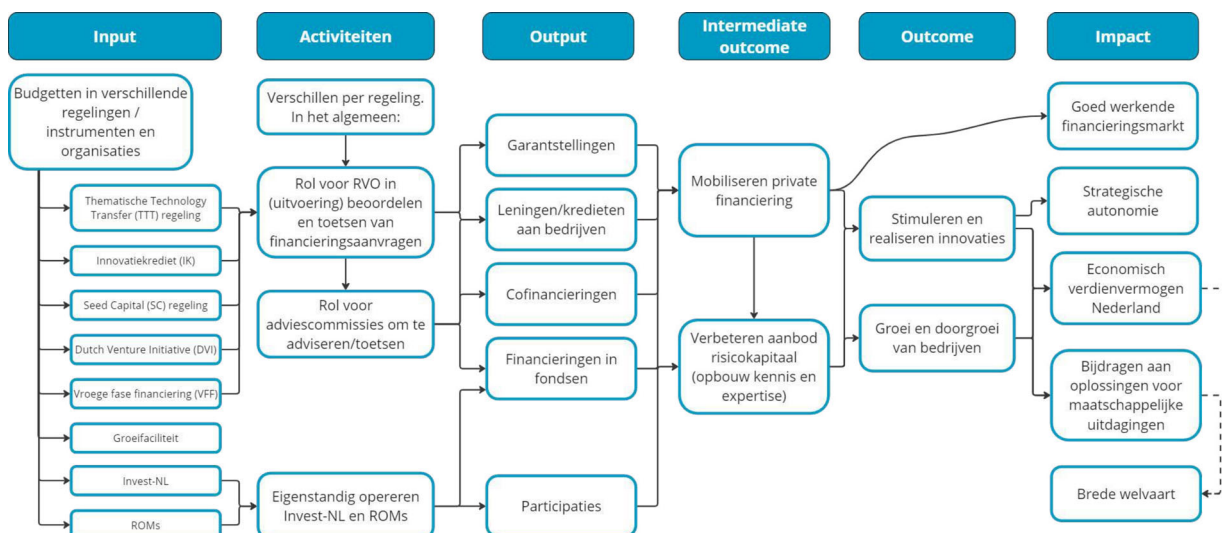
- In de voorbereidings-/startfase, zijn private investeerders het minst actief omdat de risico/rendementsverhouding in deze fase het meest onzeker is.
- Vanaf de tweede fase (groeifase) zijn investeerders al iets meer genegen om in te stappen, mede ook doordat verschillende publieke instrumenten (hier gaan we in de volgende paragrafen nader op in) voorzien in het mitigeren van risico’s voor ondernemers.
- De derde fase is de fase van doorgroei/consolidatie. Dit kan de scale-up fase zijn (waarin verdere doorgroei wordt beoogd), maar kan ook gericht zijn op het consolideren van het bestaande bedrijfsmodel. Het kenmerk van deze fase is veelal een grotere kapitaalbehoefte, mede daardoor blijven de risico’s voor private investeerders hoog. Vanuit de overheid wordt hierop ingespeeld door onder gelijke condities mee te investeren.
- In de vierde fase bevinden zich gevestigde bedrijven. Hier kunnen reorganisaties en/of balansversterkingen aan de orde zijn, dan is minder behoefte aan durfkapitaal. Private Equity investeert wel in deze fase voor groei van deze bedrijven.

In elk van deze fases voorziet het ministerie van EZK momenteel in instrumentarium dat zoveel als mogelijk gericht is op het mobiliseren van private financiering. Dit is een doel op het niveau van ‘intermediate outcome’. De werking van dit doel is dat meer kapitaal beschikbaar komt voor bedrijven in elk van deze fases, zodat innovaties daadwerkelijk gerealiseerd kunnen worden en bedrijven kunnen groeien (‘outcome’), met als achterliggende doel (op het niveau van ‘impact’) dat het economisch verdienvermogen omhooggaat en dat de financieringsmarkt “goed werkt”.

De door ons gedestilleerde beleidstheorie van het interveniëren van de overheid op het meta-niveau in de risicokapitaalmarkt is schematisch weergegeven in Figuur 6-1.

---

<sup>51</sup> Deze uitwerking is gedestilleerd uit de begroting van het ministerie van EZK, de doelstellingen geformuleerd in het ‘Bedrijvenbeleid in beeld’ (zie: [Home | Bedrijvenbeleid in beeld](#)) en uit de Terms of Reference voor de meta-analyse (ministerie EZK, 2023). Verschillende interviews zijn ondersteunend aan dit deskresearch geweest.



Figuur 6-1: Beleidstheorie van het interveniëren van de overheid op de risicokapitaalmarkt

Uit de schematisch weergegeven beleidstheorie komt naar voren dat het ministerie van EZK door middel van verschillende instrumenten inzet op het cofinancieren, verstrekken van leningen/kredieten en garanties en door zelf actief te participeren een aantal effecten beoogd te bereiken. Deze effecten bevinden zich op verschillende 'niveaus' en draaien er in eerste instantie om voldoende private financiering te mobiliseren en daarmee het aanbod van risicokapitaal te verbeteren (zowel wat betreft omvang van het kapitaal als wat betreft kennis en expertise). Dit moet ertoe leiden dat innovaties gestimuleerd en gerealiseerd worden en dat bedrijven kunnen groeien of doorgroeien. Met als uiteindelijke impact dat het economisch vermogen van Nederland omhooggaat. Meer maatschappelijk is de impact gelegen in bijdragen die het bedrijfsleven en innovaties hebben aan oplossingen op het gebied van maatschappelijke opgaven en brede welvaart. Bovendien zorgen deze innovaties er mogelijk ook voor dat Nederland strategisch meer autonoom kan opereren.

Wanneer we naar de Rijksbegroting van het ministerie van EZK <sup>52</sup> kijken en daarin beleidsartikel 3. Toekomstfonds analyseren, dan valt op dat de verschillende ambities en doelstellingen die we hierin terugzien en die we ook in de beleidstheorie verwerkt hebben, beperkt SMART <sup>53</sup> zijn geformuleerd. Overkoepelend en per regeling worden de doelstellingen benoemd en wordt inzicht gegeven in het bereik van de verschillende regelingen (aantallen bedrijven die ondersteund zijn en gemoeide middelen). Expliciete uitwerking van doelstellingen komt hier niet in terug:

- Op het niveau van output: hoeveel bedrijven/innovaties wil EZK met deze interventies precies bereiken?
- Op het niveau van intermediate outcome: wanneer is er voldoende private financiering beschikbaar in de markt? Welke multiplier beoogd EZK op het totaalniveau te bereiken (of welke verhouding tussen publiek en privaat gefinancierde projecten)? Hierbij ontbreken ook criteria, zoals de succesratio van ondernemers en het totale volume aan kapitaal. Ook relevant is dat niet wordt gesproken over het type private financiers/private kapitaal dat men wil aantrekken.

<sup>52</sup> Zie: <https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/begrotingen/2023/09/19/xiii-economische-zaken-en-klimaat-rijksbegroting-2024/xiii-economische-zaken-en-klimaat-2024.pdf>

<sup>53</sup> Specifiek, Meetbaar, Acceptabel, Relevant, Tijdgebonden

Zo is vanuit verschillende gesprekspartners en literatuur in het kader van dit onderzoek een beeld gekomen dat buitenlandse private investeerders niet altijd positief ontvangen worden; maar of het een doel van het ministerie van EZK is om zoveel mogelijk Nederlandse private investeerders aan te trekken, is niet duidelijk en ook niet welk type privaat kapitaal (institutioneel, business angels, et cetera).

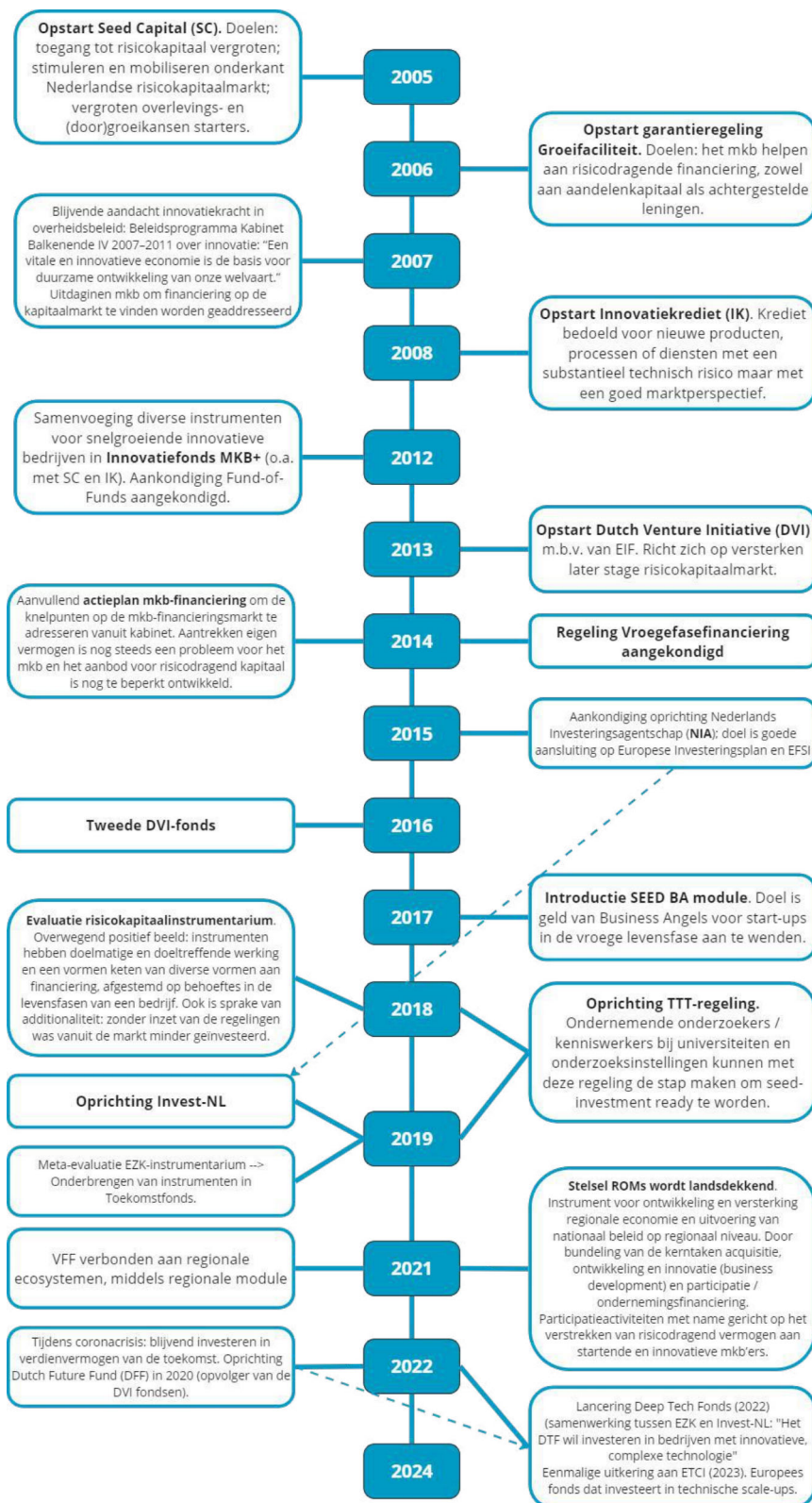
- Ook wat betreft het opbouwen van kennis en expertise (een andere beoogde intermediaire outcome) is niet duidelijk bij wie de kennis precies moet worden opgebouwd (publiek of privaat?). Zo is er kennis die privaat wordt opgebouwd door middel van de cofinancieringen, maar wordt ook ingezet op het verder ontwikkelen van de regionale ontwikkelingsmaatschappijen en Invest-NL (publieke organisaties).
- Niet verder geconcretiseerd is ook in welke mate de doelen op het gebied van outcome en impact gestimuleerd moeten worden. Hoewel we ons kunnen voorstellen dat dit complex is, is er bijvoorbeeld geen graadmeter voor het aantal of aandeel innovaties of de mate van groei van bedrijven/werkgelegenheid/bbp, als gevolg van de investeringen op het gebied van risicokapitaal of als gevolg van ondersteunde innovaties.

#### **6.2.4 Tijdlijn van het publieke risicokapitaalinstrumentarium**

Eveleens en Vogelaar <sup>54</sup> constateren in hun artikel in de ESB ten aanzien van de ontwikkeling van het instrumentarium van de rijksoverheid op het gebied van risicokapitaal dat “de veelheid aan regelingen en fondsen evolutionair [is] gegroeid”. In Figuur 6-2 hebben we een tijdlijn gemaakt met specifieke informatie vanuit de verschillende geschetste bronnen, waarmee de evolutie van het overheidsingrijpen te zien is.

---

<sup>54</sup> In dit artikel in de ESB (2021): [Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning - ESB](#)



Figuur 6-2: Tijdlijn voor ontwikkeling/evolutie van het interveniëren van de overheid op de risicokapitaalmarkt



## 6.2.5 Nadere beschrijving van de instrumenten

In onderstaande tabel zijn de belangrijkste karakteristieken van de verschillende instrumenten samengevat. Het gaat om de omvang van 'tickets' (bedragen die naar ondernemers gaan), de levensfase van bedrijven waar de regeling op is gericht en het type instrument (welk type financiering gaat naar ondernemers):

Instrument	Bedrag (naar ondernemers)	Levensfase bedrijf	Instrument (naar ondernemers)
Regeling Vroegefasefinanciering	€ 50k - € 350k	Vorbereiding	(converteerbare) Lening
Thematische Technology Transfer regeling	< € 250K	Vorbereiding	Subsidie/converteerbare lening
Innovatiekrediet	€ 150k - € 10m	Start/groei/doorgroei/volwassen	Subsidie met terugbetalingsverplichting (in praktijk ervaren als Lening)
ROM's	€ 100k - € 5m	Start/groei	Equity/risicodragende lening
Seed capital Regeling	€ 100k - € 3,5m	Start/groei	Fund-in-fund, van daaruit Equity/risicodragende lening
Invest-NL	> € 5m	Groei/doorgroei	Equity/risicodragende lening
Dutch Venture Initiative	N.v.t.	Groei/doorgroei	Fund-in-fund, van daaruit Equity/risicodragende lening naar bedrijven
Groeifaciliteit	< € 25m	Volwassen	Garantstelling voor equity en achtergestelde leningen

Tabel 6-1: samenvatting belangrijkste karakteristieken risicokapitaalinstrumenten

We beschrijven per regeling kort de hoofddoelstellingen die het ministerie van EZK beoogd en op welke manier het instrument beoogd is te werken:<sup>55</sup>

- De regeling **Vroegefasefinanciering (VFF)** biedt financiering in de vorm van een geldlening aan academische, hbo en TO2 starters, voor innovatieve starters en kleine bedrijven in een vroege ontwikkelingsfase: van validatie en onderbouwing van een business case, van idee naar concept. Hierdoor wordt ook de toegang tot vervolgfianciering gefaciliteerd. De regeling bevat een regionale module, waarmee regionale financiers cofinanciering kunnen verkrijgen ten behoeve van het verstrekken van vroegefasefinanciering aan ondernemingen. Deze regeling tracht het marktfaalen 'informatie-asymmetrie' te mitigeren.
- De **Thematische Technology Transfer (TTT-)**regeling beoogt de beschikbaarheid van risicofinanciering voor kennisstarters te vergroten.

<sup>55</sup> De informatie is gebaseerd op eigen waarnemingen, op de teksten uit de begroting van het ministerie van EZK (zie <https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/begrotingen/2023/09/19/xiii-economische-zaken-en-klimaat-rijksbegroting-2024/xiii-economische-zaken-en-klimaat-2024.pdf>) en op de omschrijvingen die van de regelingen zijn gegeven in de [verschillende onderliggende evaluaties](#).

Dit wordt gedaan door middel van het opzetten van TTT-fondsen. De investeringen van de fondsen hebben een looptijd van maximaal negen jaar en na vervreemding vloeien de opbrengsten daarvan terug naar het Toekomstfonds van het ministerie van EZK. TTT speelt in op het knelpunt van financiering in de overgangsfase tussen publieke en private financiering, het gaat om marktfalen wat zich uit in 'marktmacht'. Met name in de pre-seed fase van een startup/spin-off. In deze fase zijn er nog weinig investeerders actief. TTT is bedoeld om ondernemer-onderzoekers bij universiteiten en onderzoeksinstellingen gereed te maken voor de eerste private investeringen. De TTT-regeling biedt ondersteuning om deze stap te kunnen maken en valorisatie van wetenschappelijke kennis te bevorderen.

- Het **Innovatiekrediet (IK)** richt zich op technische en klinische ontwikkelingsprojecten met een hoge S&O-intensiteit die veelal een omvangrijke financieringsbehoefte hebben. Projecten kunnen een subsidie met terugbetalingsverplichting krijgen (in de praktijk ervaren als lening) tot maximaal 45 procent van de totale kosten. Het innovatiekrediet biedt daarmee toegang tot financiering voor met name het innovatieve mkb en startups en het helpt bij het aantrekken van risicokapitaal (de regeling voorziet daarmee in het mitigeren van transitiefalen).
- Het ministerie van EZK stelt middelen beschikbaar aan **Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)**<sup>56</sup> die tot doel hebben de economische krachten in verschillende regio's te versterken en te bundelen met sectorale initiatieven vanuit het topsectorenbeleid en ander generiek beleid. Naast investeringen wordt ingezet op het verbeteren van de samenwerking tussen het (innovatieve) mkb en kennisinstellingen in de regio. De ROM's zijn oorspronkelijk ontstaan doordat sprake was van onderinvesteringen in innovatie door het mkb en een beperkte aansluiting van het mkb op het topsectoren-/missiegedreven innovatiebeleid. De ROM's zetten met name in op vroege fase financiering voor starters en groeiend mkb (daarmee op het mitigeren van marktfalen, specifiek informatie-asymmetrie).
- Nederland kende tot een aantal jaar geleden nog geen landelijk opererende investeringsmaatschappij. Dit maakte dat het aantrekken van Europees geld ingewikkelder was (een vorm van systeemfalen). Mede om die reden is **Invest-NL** opgericht. Invest-NL spant zich in om specifieke leemtes in de financieringsmarkt op het gebied van transitieopgaven en klimaatinvesteringen te dichten (transitiefalen). In dat segment was zichtbaar dat private partijen beperkt investeren, veelal omdat de risico's te groot zijn. Ook werd een tekort aan (binnenlandse) financiering voor startups en scale-ups met een hoog risicoprofiel gesignaleerd. Invest-NL opereert op deze snijvlakken als investeerder en richt zich ook op *business development*.
- De **Seed Capital regeling (SC)** ondersteunt starters in high tech en creatieve sectoren bij het verwerven van risicokapitaal. De regeling speelt in op het gebrek aan private investeerders die bereid zijn te investeren in innovatieve startende ondernemingen (marktfalen, informatie-asymmetrie en transitiefalen). De regeling beoogt deze knelpunten aan te pakken door het verstrekken van leningen aan startersfondsen, waardoor private investeerders worden aangetrokken en technostarters en creatieve starters meer toegang tot risicokapitaal krijgen. De Seed Capital regeling kent daarnaast een variant voor een groep samenwerkende business angels die gezamenlijk een fonds willen opzetten. Dit is de Seed Business Angel Regeling. Deze regeling is ook bedoeld om meer business angels te verleiden te financieren in de vroege fase.
- **Dutch Venture Initiative (DVI)**. DVI is in 2013 opgericht door PPM (OostNL) en EIF om toegang tot risicokapitaal voor het snelgroeiende en innovatieve mkb te vergroten. Het is een fund-of-fund instrument waarin private investeerders minimaal tussen de 50 en 90 procent meefinancieren in venture capital fondsen.

<sup>56</sup> Het gaat om de volgende organisaties: NOM (Noord-Nederland), BOM (Noord-Brabant), LIOF (Limburg), Oost NL (Gelderland en Overijssel), Innovation Quarter (Zuid-Holland), Impuls Zeeland (Zeeland), ROM Regio Utrecht (Utrecht), Horizon Flevoland (Flevoland) en ROM InWest (Noord-Holland).

Dit instrument is met name gericht op het aanjagen/mobiliseren van private financiering en richt zich op dus op het mkb (doorgroefase waarin sprake is van marktfalen, wat specifiek gaat het over het behalen van positieve externe effecten).

- De regeling **Groeifaciliteit (GF)** helpt bedrijven bij het aantrekken van risicodragend vermogen. Dat doet de regeling door garanties te geven op achtergestelde leningen verstrekt door banken en op aandelen verstrekt door participatiemaatschappijen aan ondernemingen. De Groeifaciliteit kan ondernemingen in een groeifase, bij bedrijfsovernames en bij herstructureringen helpen bij het aantrekken van risicokapitaal. Daarmee is het voornaamste doel van regeling het over de streep trekken van financiers om risicodragend vermogen te verstrekken zowel voor het eigen vermogen als voor vreemd vermogen (daarmee is de regeling gericht op het tegengaan van informatie-asymmetrie als vorm van marktfalen). Wederom gericht op het mkb.

## 6.3 De rationale voor het overheidsingrijpen

**2.1.c Welk overheidsingrijpen wordt gebruikt en wat is de rationale daarvan? Is het overheidsingrijpen gelegitimeerd vanuit de verschillende marktfalens? In welke mate worden deze marktfalens geadresseerd, dan wel gemitigeerd door het overheidsingrijpen?**

### 6.3.1 De rationale voor de ingezette vormen

De rationale voor het overheidsingrijpen op het gebied van risicokapitaal is gelegen in het tegengaan van marktfalen, transitiefalen en systeemfalen. Wat dit is en welke vormen dit 'falen' aan kan nemen is toegelicht in voorgaande hoofdstukken en paragrafen (specifiek [paragraaf 5.6](#) en [6.2](#)). De rationale die het ministerie van EZK vervolgens aanhoudt bestaat in feite uit de omgekeerde beleidstheorie die in Figuur 6-1 is uitgewerkt. Het ministerie van EZK heeft als doel het economische welzijn in Nederland te bevorderen en beoogt dat onder meer te doen door het economische verdienvermogen van Nederland te versterken, het beleid dat zij uitvoert staat hieraan ten dienste. Specifiek is daarbinnen verantwoordelijkheid "voor versterking van het innovatievermogen, in het bijzonder gericht op het bedrijfsleven, en verantwoordelijk voor het scheppen van randvoorwaarden voor een excellent ondernemings- en vestigingsklimaat".<sup>57</sup> Daarbij zijn operationaliserende keuzes gemaakt voor doelstellingen en een insteek die zich richt op het zoveel als mogelijk mobiliseren van de private financieringsmarkt (zowel in omvang van kapitaal, als kwalitatief in kennis en kunde), zodat verschillende marktfalens gemitigeerd kunnen worden.

De rationale is in eerste instantie gelegen in een niet optimaal functionerende markt, waardoor bepaalde investeringen niet of beperkt gedaan worden. Vervolgens kan een overheid op basis van dit marktfalen ingrijpen. Daarbij beoogt zij maatschappelijke doelstellingen te bereiken op het gebied van economisch verdienvermogen, het aanjagen/stimuleren van innovaties en verwerven van strategische autonomie. Het ministerie van EZK zet op verschillende manieren en voor verschillende doelgroepen (naar levensfase) om die reden in op het stimuleren van de private financieringsmarkt: het gaat om startende, opschalende en innovatieve bedrijven/projecten. Bedrijven en projecten met een hoger risicoprofiel waarvan de aanname is dat het voor private financiers minder aantrekkelijk is om hierop in te zetten.

In figuur 6-3 hebben we het systeem van de risicokapitaalmarkt geschetst waarin de verschillende relaties tussen actoren is weergegeven en welke vorm van 'falen' dan optreedt. In het figuur zijn ook de instrumenten weergegeven die toezien op het mitigeren van het falen. We gaan daar in de volgende paragraaf nader op in.

<sup>57</sup> Volgt uit de begroting van het ministerie van EZK, zie: <https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/begrotingen/2023/09/19/xiii-economische-zaken-en-klimaat-rijksbegroting-2024/xiii-economische-zaken-en-klimaat-2024.pdf>



We hebben in het kader van deze meta-evaluatie met veel actoren in het speelveld gesproken, verschillende rondetafels georganiseerd en deskresearch gepleegd. Daaruit komt het eerder geschetste beeld van de verschillende marktfalens duidelijk naar voren. We constateren dat in de vroege fase (voorbereidings- en startfase) het marktfalen 'informatie-asymmetrie' veel voorkomend is en waarschijnlijk voor een groot deel van de jonge, startende bedrijven altijd aan de orde zal zijn (in die fase is simpelweg vaak weinig eigen vermogen beschikbaar en bestaat nog geen 'ondernemershistorie' waar financiers op kunnen terugvallen om hun investeringsbeslissing op te baseren) en dat transities en positieve externe effecten lang niet altijd door financiers meegenomen worden bij investeringsbeslissingen. Op deze aspecten is het overheidsingrijpen dus gelegitimeerd en zijn de instrumenten ingericht (in hoofdstuk 7 gaan we in op de mate van doeltreffendheid van deze instrumenten). Deze elementen sluiten aan op systeemfalen, waar een rol van de overheid gelegitimeerd is om partijen bij elkaar te brengen en ondernemers en financiers te informeren over de verschillende mogelijkheden die er zijn (sluit ook aan op 'coördinatiefalen').

Over deze uitwerking en aanname is veel literatuur beschikbaar en is uiteindelijk met name kwalitatief een gedragen beeld dat dit zo is. We constateren wel dat deze knelpunten (of 'problemanalyse') en verschillende vormen van 'falen' niet specifiek kwantitatief zijn onderzocht of verwoord door het ministerie van EZK als onderbouwing voor de interventies die zij pleegt op de verschillende doelgroepen. Het maakt ook dat de doelstellingen en ambities van het ministerie beperkt SMART en kwantitatief zijn uitgewerkt. De geschetste problematiek en aanleiding om te interveniëren is wel kwalitatief beschreven in de motieven die het ministerie van EZK hanteert, maar niet onderbouwd met bijvoorbeeld een tekortkoming in risicokapitaal (equity-gap) of een te weinig aandeel van innovatie in het bbp. Het sluit aan bij doelstellingen die op het niveau van outcome en impact concreter gemaakt kunnen worden, zodat een meer causale relatie tussen de inzet van het instrumentarium en de uiteindelijke uitkomsten gemaakt kan worden.

### 6.3.3 De mitigatie van het marktfalen

De marktfalens worden door de instrumenten op verschillende manieren gemitigeerd. Als eerder aangegeven wordt veelal ingezet op het mobiliseren van de private financieringsmarkt (zichtbaar op de verschillende instrumenten tussen overheid en investeerder), dat wordt gedaan door fund-in-fund investeringen, cofinancieringen, garantstellingen en kredieten waarbij als voorwaarde wordt gesteld dat private financiers 'meedoen' of waarbij dus rechtstreeks in investeringsfondsen wordt geïnvesteerd. Dit sluit sterk aan op de marktfalens 'informatieasymmetrie', en 'coördinatiefalen'. Uiteraard worden hiermee ook maatschappelijke doelstellingen behaald, doordat de instrumenten tegelijkertijd tot doel hebben om innovatie aan te jagen en bedrijven te laten groeien (positieve externe effecten en tegengaan transitiefalen), wat op de langere termijn tot positieve economische groei zou moeten leiden.

Door het specifiek inzetten van subsidieregelingen wordt voor bepaalde doelgroepen van bedrijven/producten nog nader ingezet op de 'positieve externe effecten' die het ministerie van EZK wenst te bereiken. Via de ROM's en Invest-NL wordt ook rechtstreeks in bedrijven geparticipeerd. De publieke entiteit is niet de enige participerende partij, vaak is als voorwaarde meegenomen dat ook andere (private) financiers meedoen. Dit draagt bij aan de beoogde werking van het publieke instrumentarium op het gebied van risicokapitaal.

## 6.4 Het niveau waarop de interventie wordt gedaan

### 2.1.a Wat is het overheidsingrijpen op nationaal, Europees en regionaal niveau?

Naast dat er op rijksniveau (ministeries) wordt geïntervenieerd, wordt ook door andere overheden op verschillende niveaus ingegrepen met financieringsinstrumenten. In deze paragraaf brengen we in kaart hoe dat op Europees, nationaal en regionaal niveau gebeurt. We maken onderscheid tussen de verschillende fases en randvoorwaarden zoals het vergroten van transparantie en het vergroten van de gereedheid van de aanvrager. We richten ons hier op interventies die een relatie hebben met risicokapitaal. Er worden nog veel andere interventies aangeboden voor andere financieringsvormen, stimulering en kaderstelling.

#### 6.4.1 Het niveau waarop verschillende typen interventies plaatsvinden

In Tabel 7-1-2 is een koppeling gelegd tussen de verschillende fases en randvoorwaarden en het schaalniveau waarop de interventies worden gepleegd. Per niveau en per fase/randvoorwaarde is aangegeven of instrumenten beschikbaar zijn of niet. Het gaat in deze tabel met name om een beschrijving van de aanwezigheid van een instrument, daarbinnen kunnen mogelijk nog wel knelpunten zijn of juist ook witte vlekken op bepaalde aspecten. In de volgende paragraaf reflecteren we juist op die inzichten.

Soort interventie	Europees niveau	Nationaal niveau	Regionaal niveau
Kapitaal voor voorbereidings-/startfase	EIF-instrumenten gericht op Technology Transfer en Angel investeerders	<ul style="list-style-type: none"> <li>- TTT regeling,</li> <li>- VFF</li> <li>- IK</li> <li>- Seed Capital</li> <li>- Business Angels</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- VFF regionale inbreng</li> <li>- Incidenteel gemeentelijke fondsen met leningen</li> </ul>
Kapitaal voor groeifase	EIC Accelerator (direct in bedrijven, subsidie en equity) Diverse instrumenten onder InvestEU, gericht op fund-in-fund investeringen ('standaard' Equity product, CASSINI Investment Facility – space, Climate and Infrastructure Fund)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Seed Capital</li> <li>- ROM's</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Regionale energiefondsen<sup>58</sup> (veelal via marktpartijen), in vrijwel alle provincies en G4 gemeenten.</li> <li>- Regionale innovatie- en mkbfondsen bij ROM belegd, maar veelal wel als separate entiteit/label.<sup>59</sup></li> </ul>
Kapitaal voor doorgroeifase	Diverse instrumenten onder InvestEU, voornamelijk gericht op fund-in-fund investeringen (w.o. 'standaard' Equity product CASSINI Investment Facility –	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Invest-NL</li> <li>- DVI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vindt niet/zeer beperkt op dit niveau plaats</li> </ul>

<sup>58</sup> Vanuit veel energiefondsen worden zoals innovaties als projecten gefinancierd.

<sup>59</sup> Zoals een Brabant Startup Fonds, MKB Fonds Drenthe en de Friese Ontwikkelingsmaatschappij

	space, ESCALAR, Climate and Infrastructure Fund); Diverse instrumenten onder EIF; European Tech Champions Initiative		
Kapitaal voor volwassen fase	Instrumenten onder InvestEU en EIF gericht op meer volwassen fase en private equity	- Groeifaciliteit	- Vindt niet/zeer beperkt op dit niveau plaats. <sup>60</sup>
Transparantie in de markt	Vindt niet op dit niveau plaats	- KvK - Initiatieven zoals Financieringsloket van Topsector Energie	- Voornamelijk via provinciale ondernemersprogramma's die ondernemers helpen de weg te vinden naar geschikte financiers.
Gereedheid v/d aanvrager	Vindt niet op dit niveau plaats	- Business development afdelingen van ROM's en Invest-NL	- Diverse ondernemersprogramma's. Afhankelijk per regio waar belegd. Zowel publiek uitgevoerd als private uitvoerders - Zowel algemene programma's (zoals Ik ben Drents Ondernemer, Fliinc, PIM Noord-Holland) als veel thematische programma's.

Tabel 6-2 Verschillende interventies op Europees, nationaal en regionaal niveau samengevat

## 6.4.2 Samenhang in de interventies

### 2.1.b Is er een logische samenhang tussen Europese, nationale en regionale aanbieders van risicokapitaal?

Ten eerste constateren we op basis van het overzicht in Tabel 6-2 dat op de meeste schaalniveaus sprake is van instrumentarium voor alle fases. Daarbij is sprake van een gedeeltelijke overlap tussen de instrumenten, maar we zien in de praktijk dat de instrumenten ook aanvullend op elkaar zijn wat betreft groeifase van de bedrijven. Bovendien worden sommige instrumenten bijvoorbeeld wel landelijk georganiseerd, maar in de regio uitgevoerd (VFF, ROM's). Anderzijds zijn er ook instrumenten die gefinancierd worden vanuit bijvoorbeeld de nationale overheid, maar uitgevoerd worden op Europese schaal (ETCI).

In theorie zien we daarbij dat zowel op Europees, nationaal als regionaal schaalniveau veel instrumenten gericht zijn op de groeifase. In de praktijk constateerden we op basis van de verschillende interviews die we gevoerd hebben en deskresearch dat we gepleegd hebben al eerder (zie paragraaf 5.6) dat er verschillende knelpunten zijn die juist op deze fase gericht zijn. Specifiek gaat het om een gebrek aan financiering voor deep-tech ondernemingen en voor 'first of a kind plants'. Ook de grotere investeringen van circa € 30 miljoen of meer in scale-ups worden beperkt vanuit Europa gefinancierd, maar vooral vanuit de Verenigde Staten of Azië.

<sup>60</sup> Uitzondering publieke fonds Wadinko (Overijssel, Noordoostpolder, Urk, Zuidwest Drenthe)

Op Europees en nationaal schaalniveau is daarnaast aandacht voor de voorbereidings-/startfase en doorgroefase. Die zijn er op regionale schaal minder, maar wel aanwezig in de vorm van ROM's en VFF ('nationale instrumenten' die regionaal uitgevoerd worden). Op regionaal schaalniveau is er wel meer aandacht voor programma's die zich richten op het verhogen van de transparantie in de markt en op de gereedheid van de aanvrager. Die aandacht is er in ieder geval minder op het Europese niveau. Aan de andere kant is er op Europees schaalniveau als enige serieus aandacht voor de meer volwassen marktphase. Het is lastig om nog specifiek op basis van de verschillende instrumenten te duiden of sprake is van logische samenhang. We hebben dit beeld wel getoetst en opgehaald in de verschillende gesprekken en rondetafels die georganiseerd zijn ten behoeve van de meta-evaluatie. Daar komt een wisselend beeld uit, aan de ene kant wordt aangegeven dat op verschillende schaalniveaus en voor verschillende groeifases van bedrijven aanbod is dat past. Aan de andere kant worden enkele kanttekeningen gemaakt; niet iedereen vindt dat de verschillende instrumenten 'aligned' zijn. Op onderdelen is verbetering in het systeem mogelijk, waarbij met name ingegaan wordt op de samenwerking tussen de verschillende partijen in het speelveld (ook tussen de publieke aanbieders van risicokapitaalinstrumenten). Gesprekspartners geven aan dat kennis en expertise nog beter gebundeld en benut kunnen worden om tot een betere samenhang in de instrumenten en met name uitvoering van de instrumenten te komen, maar ook om bedrijven van 'fase naar fase' mee te nemen.

## 6.5 Het belang van de interventies in de kapitaalmarkt

### 2.1.d Welk aandeel heeft het overheidsingrijpen op de markt voor risicokapitaal?

Publieke interventie speelt een substantiële rol in de markt voor risicokapitaal door middel van diverse instrumenten en beleidsmaatregelen. Deze interventies zijn primair gericht op het adresseren van verschillende vormen van marktfalen, transitiefalen en systeemfalen die de private sector belemmeren om voldoende risicokapitaal beschikbaar te stellen aan innovatieve en groeiende bedrijven.

Een belangrijke rationale achter het overheidsingrijpen is het tegengaan van marktfalen, zoals informatie-asymmetrie tussen investeerders en ondernemingen. Uit de individuele evaluaties van de instrumenten komt naar voren dat de instrumenten een multiplier (ook wel hefboom of 'bang for a buck') bewerkstelligen (zie ook paragraaf 7.5). Dit betekent dat iedere geïnvesteerde publieke euro ook investeringen met private euro's teweegbrengen. Het verkrijgen van financiering vanuit een publiek instrument is een belangrijk signaal voor private investeerders dat de onderneming kredietwaardig is. De 'signaalfunctie' van publieke risicokapitaalinstrumenten draagt zodanig bij aan het mitigeren van marktfalen.

Het verschaffen van risicokapitaal is niet louter een activiteit die wordt uitgevoerd door marktpartijen. Tussen 2014 en 2019 is er ongeveer €1 miljard aan publieke middelen als risicokapitaal geïnvesteerd in jonge en/of innovatieve bedrijven. Dat is ongeveer 20% van het totale geïnvesteerde risicokapitaal. Deze volledig publieke investeringen worden uitgevoerd door de ROM's en Invest-NL. Het aandeel dat overheidsingrijpen heeft is kleiner dan het private aandeel in de markt voor risicokapitaal. Het merendeel van de publieke middelen die geïnvesteerd worden, vinden via een publiek-privaat instrument (zoals DVI of Seed) hun weg naar de markt. (Eveleens, C. & Vogelaar, J.J. (2021)).



## 6.6 De overheidsinterventies in andere landen

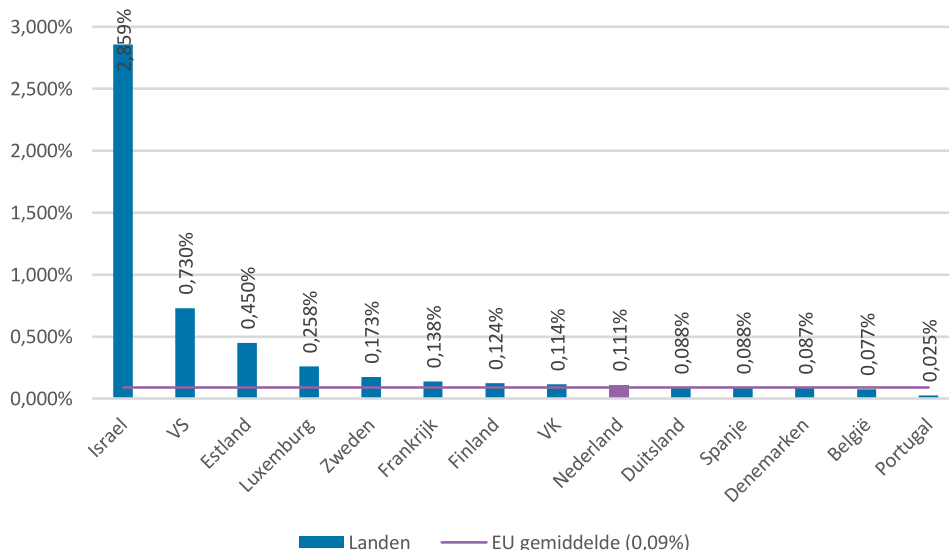
### 2.2 Geef een globaal beeld van relevante beleidsontwikkelingen in een aantal peer-landen.

Er is een analyse gemaakt van de risicokapitaalmarkt in een aantal *peer* landen. Per land is in beeld gebracht wat de omvang van deze markt is, wat belangrijke ontwikkelingen zijn en hoe de overheid intervenueert, waarbij we de belangrijkste interventies weergeven. Het overzicht is niet bedoeld als complete lijst van overheidsinterventies. In het onderzoek zijn de landen Duitsland, Estland, Frankrijk, Israël, Spanje, Verenigd Koninkrijk en Zweden opgenomen. Deze zijn geselecteerd om een gevarieerd palet te hebben van landen, allen met hun eigen focus en ontwikkelingen. Hierna lichten we de meest opvallende zaken toe, in de paragrafen hierna volgt de uitwerking per land. In de bijlage zijn uitgebreidere factsheets per land toegevoegd.

#### Verskil in overheidsinterventies

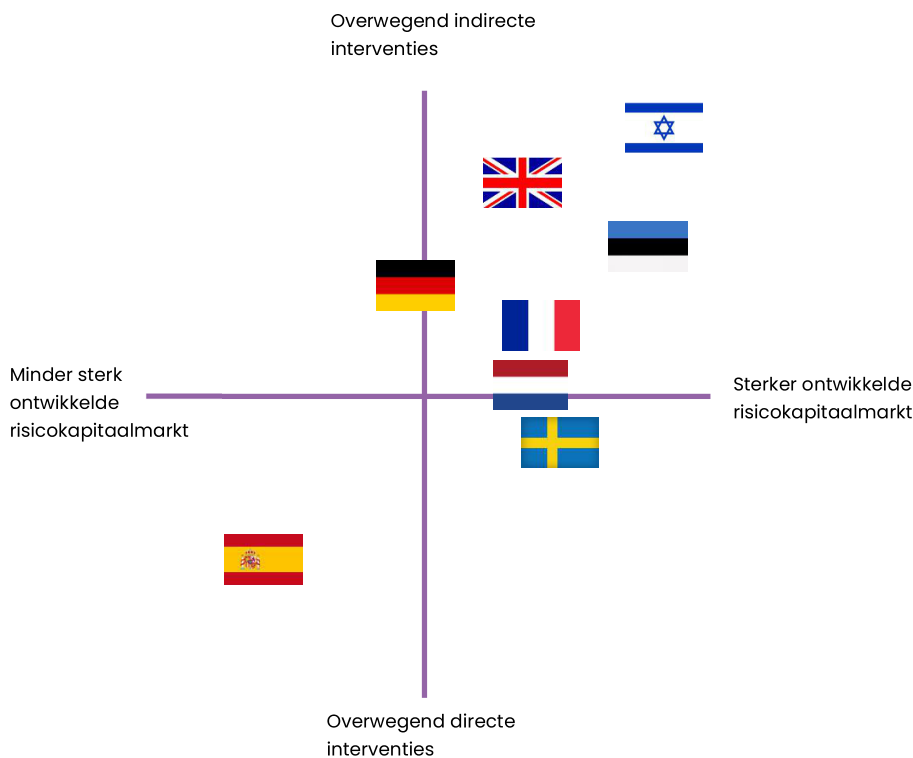
De landen hebben allemaal een breed pallet aan instrumenten. Wat opvalt is dat landen die een sterker ontwikkelde risicokapitaalmarkt hebben, in termen van percentage van het BBP<sup>61</sup> (zie Figuur 6-4), vaker indirecte interventies inzetten (marktpartijen aan zet). In minder ontwikkelde markten wordt meer direct geïnvesteerd met eigen fondsen en financieringen. We beschouwen het BBP-percentage over een langere termijn. Hierdoor staat bijvoorbeeld Spanje lager op de schaal van sterk-ontwikkelde economieën, ondanks de sterke groei van de Spaanse BBP-cijfers van de laatste jaren. Dit is weergegeven in Figuur 6-4.

Het verschil tussen directe en indirecte interventies is mogelijk te verklaren doordat actievere interventie nodig is op het moment dat markten nog niet optimaal zijn ontwikkeld. Op het moment dat de risicokapitaalmarkt groter wordt, ontstaan professionelere (private) partijen die de publieke rol over kunnen nemen. Op dat moment kan de overheid verder terugtreden. Als we meer inzoomen dan wordt zichtbaar dat in de landen die vooral indirecte interventies doen, er desondanks ook directe interventies plaatsvinden, die vooral zijn gericht op deelmarkten die nog niet optimaal zijn ontwikkeld. Denk daarbij aan specifieke sectoren of doelgroepen. Een en ander is grafisch weergegeven in Figuur 6-5.



Figuur 6-4: Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) in 2022. Bron: OESO

<sup>61</sup> We maken gebruik van de gegevens van de OESO. OESO maakt gebruik van databronnen die niet altijd overeenkomen omdat andere definities worden gehanteerd. Zo wordt voor Israël en VS andere bronnen gebruikt dan de Europese landen.



Figuur 6-5: Vergelijking interventies peer-landen

### 6.6.1 Duitsland

De markt voor risicokapitaal in Duitsland is iets kleiner dan het Europees gemiddelde. Risicokapitaalinvesteringen bedragen 0,088% van het BBP <sup>62</sup> ten opzichte van het Europees gemiddelde van 0,09%.<sup>63</sup> De totale waarde van risico-investeringen was in 2022 ongeveer € 9,8 miljard. In 2021 werd een piek bereikt van € 17,4 miljard. Het centrum van de Duitse risicokapitaalmarkt is in Berlijn, waar ongeveer een derde van alle deals plaatsvindt. Daarna is vooral de regio Beieren met München als grootstedelijk gebied een belangrijk centrum voor risicokapitaal. Duitsland is marktleider op het gebied van net-zero technologieën. Het aandeel dat meer dan 50% van zijn omzet haalt uit groene producten of diensten ligt met 31,7% ver boven het gemiddelde van 23,3%. Het is daarnaast een van landen met het grootste aandeel in groene startups.<sup>64</sup>

Duitse bedrijven zijn vaak innovatief: 86,4% van de werknemers werkt in bedrijven die actief met innovatie bezig zijn. Dat is het hoogste percentage van heel Europa en ver boven het Europees gemiddelde van 73,2%.<sup>65</sup> Grote bedrijven (>250 werknemers) hebben een relatief grote rol in Duitsland. Mkb verzorgt 57,4 van de werkgelegenheid en 46,6% van de toegevoegde waarde ten opzichte van respectievelijk 64,4% en 51,8% gemiddeld in Europa.<sup>66</sup>

Duitsland zet diverse instrumenten in voor het stimuleren van de risicokapitaalmarkt. In Tabel 7-1 hieronder worden enkele initiatieven beschreven. We linken deze instrumenten ook aan de doelen zodat we het kunnen vergelijken met Nederlandse instrumenten.

<sup>62</sup> OESO data explorer, Venture Capital Investments market statistics

<sup>63</sup> Investing in Europe: Private Equity activity 2022, InvestEU

<sup>64</sup> Key Figures on European Business 2023 Edition, Eurostat

<sup>65</sup> Key Figures on European Business 2023 Edition, Eurostat

<sup>66</sup> SME Performance Review 2022/2023 - Germany country sheet, European Commission

Naam interventie	Doel interventie	Toelichting
Future Fund	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mobiliseren van privaat kapitaal</li> <li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li> </ul>	<p>Future Fund heeft een budget van €10 miljard, waarbij het een aantal componenten bevat, namelijk het ERP/Future Fund Growth Facility, GFF-EIF Growth Facility en DeepTech Future Fund.<sup>67,68</sup> Het doel is om samen met particuliere investeerders en andere publieke partijen gezamenlijk €30 miljard aan risicokapitaal te investeren.<sup>69</sup> Het Future Fund richt zich met name op de groei en doorgroeifases.</p>
Hightechgründerfonds	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li> </ul>	<p>HTGF is een van de grootste <u>seed</u> investeerders in Europa met zo'n € 1,4 miljard aan fondsvermogen en de belangrijkste investeerder in de voorbereidings-/startfase in Duitsland. HTGF wordt publiek-privaat gefinancierd door de staat, KfW en diverse corporates. Het fonds wordt op private wijze gemanaged.</p>
Zukunftsfinanzierungsgesetz	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mobiliseren van privaat kapitaal</li> </ul>	<p>De 'toekomstfinancieringswet' moet meer privaat kapitaal gemobiliseerd worden. Hierin is ook aandacht voor grote tickets van €100m+, o.a. vanuit het oogpunt van strategische autonomie.</p>
KfW-Capital	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mobiliseren van privaat kapitaal</li> <li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li> </ul>	<p>Via KfW worden diverse instrumenten ingezet om VC-fondsen te financieren. Zo is er het Wachstumsfonds van € 1 miljard om fonds-in-fonds investeringen te doen.</p>
Startup Strategy	<p>Gericht op het opbouwen van kennis en expertise</p>	<p>Duitsland heeft een startup strategie opgesteld in 2022 genaamd Startup Strategy. Het is een tienjaars agenda met een systematische aanpak voor het verbeteren van het startup ecosysteem in Duitsland. Het bevat de alomvattende strategie, het is gericht op het versterken van het startup-ecosysteem in Duitsland en Europa met als streven de vestigingslocatie van Europa te worden. Dit is beschreven aan de hand van tien actiegebieden waarbij het vergroten van beschikbaarheid van financiering op de eerste plaats staat en een rode draad door het plan is.</p>

Tabel 7-13 Interventies Duitsland

**Bijzonderheden:**

- Opvallend is dat veel Duitse initiatieven ondersteund worden door de grote Duitse bedrijven. Zij zijn vaak mede investeerder in fondsen.

<sup>67</sup> [BMWK - Future Fund](#)

<sup>68</sup> [BMWK - Launch of the "Zukunftsfonds" – Federal Government bolsters financing for start-ups in Germany](#)

<sup>69</sup> Presentatie Startup Liaison Officer Duitsland

Zo ontstaan veel publiek-private samenwerkingen om de financieringsmarkt te versterken. Daarnaast zijn veel instrumenten gericht op het mobiliseren van privaat kapitaal.

- In Duitsland is een persoon aangesteld die op nationaal niveau het startup ecosysteem aanjaagt als een soort 'startup-minister'. Deze persoon heeft vrij veel zeggenschap en zit dicht tegen de minister van economische zaken aan. Dit zorgt voor veel voortgang en draagvlak voor het hele startupplan.

## 6.6.2 Estland

Estland is een klein land met 1,3 miljoen inwoners. Het belang van het Estse mkb is groot in het land. Deze bedrijven verzorgen 81% van de werkgelegenheid (Europees gemiddelde: 64,4%) en 82% van de toegevoegde waarde (Europees gemiddelde: 51,8%).

Estland heeft echter een relatief grote risicokapitaalmarkt. Risicokapitaalinvesteringen bedragen 0,45% van het BBP (EU gemiddelde 0,09%) en is daarmee één van de hoogste in Europa.<sup>70</sup> Estland heeft met tien *unicorns* ook bovengemiddeld veel *unicorns* voortgebracht. De omvang van de Estse risicokapitaalmarkt is de laatste jaren sterk gegroeid.

In acht jaar tijd is de markt ongeveer 13x gegroeid van een omvang van € 106 miljoen in 2015 tot € 1,3 miljard in 2022. In 2022 kwam het totaal daarmee voor het eerst boven de € 1 miljard uit. Het land wist daarmee nog 35% groei te realiseren ten opzichte van 2021.<sup>71</sup> Daarmee volgt het niet de trend die in de rest van de wereld zichtbaar was van daling na het topjaar 2021.

Estse bedrijven trekken veel financiering aan van Estse fondsen of van buiten Estland. In de vroege fase hebben business angels (vaak founders van succesvolle bedrijven) een belangrijke rol. Het beleid van Estland is grotendeels gericht op het aantrekken van talent en behouden van bedrijvigheid in Estland. Daarnaast heeft het een aantal initiatieven om de risicokapitaalmarkt op specifieke onderdelen te versnellen.

Naam interventie	Doel interventie	Toelichting
KredEx	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mobiliseren van privaat kapitaal</li> <li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li> </ul>	KredEx is het landelijke vehikel voor support aan ondernemingen in Estland. Het beheert ook middelen waarmee fonds-in-fonds investeringen gedaan worden. Het is in 2016 gestart als EstFund in samenwerking met EIF. Het heeft zowel VC-fondsen als fondsen van business angels ondersteund.
Defense Investment Fund	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li> </ul>	Recent is een investeringsfonds van € 50 miljoen aangekondigd om innovatie in defensie te stimuleren. Het fonds zal directe investeringen doen in bedrijven.
Startup Estonia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li> <li>- Opbouwen van kennis en expertise</li> </ul>	Via Startup Estonia wordt gewerkt aan de Startup Strategie waarbij ook financiering een belangrijk onderdeel is. Er wordt met name gericht op het vergroten van kennis over investeren bij lokale investeerders en het aantrekken van buitenlandse financiers. Daarnaast worden ook accelerator funds opgezet.

Tabel 6-4 Interventies Estland

<sup>70</sup> Investing in Europe: Private Equity activity 2022, InvestEU

<sup>71</sup> OESO (2024), "Estonia", in Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OESO Scoreboard, OESO Publishing, Paris

### 6.6.3 Frankrijk

Mkb bedrijven hebben een relatief kleine rol in de Franse economie. 99,8% van alle bedrijven in Frankrijk heeft minder dan 250 werknemers. Dit is gelijk aan het Europees gemiddelde. Maar deze bedrijven bieden echter 'slechts' 51,7% van de werkgelegenheid (Europees gemiddelde: 64,4%) en 42,1% van de toegevoegde waarde (Europees gemiddelde: 51,8%).<sup>72</sup> De laatste jaren heeft Frankrijk veel geïnvesteerd in het versterken van het startup ecosysteem, onder meer door middel van financiering.

Durfskapitaalinvesteringen bedragen 0,137% van het BBP (Europees gemiddelde: 0,09%).<sup>73</sup> Van 2019 tot 2022 is de durfskapitaalmarkt in Frankrijk sterk toegenomen, voornamelijk qua investeringsbedragen. De markt is gegroeid van € 5,0 miljard met 736 deals in 2019 tot €13,5 miljard met 735 deals in 2022.<sup>74</sup> In absolute bedragen is Frankrijk daarmee het tweede land qua omvang, na het Verenigd Koninkrijk. Het grootste deel van het startup ecosysteem en de risicofinancieringsmarkt bevindt zich in de regio Parijs. Daarnaast vindt de overige startup activiteit voornamelijk plaats in de grote steden.

Naam interventie	Doel interventie	Toelichting
BPI France	- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal	BPI France is de 'national promotional bank' van Frankrijk. Zij beheren de nationale financieringsinstrumenten. Daarnaast is BPI ook de 'one stop shop' in Frankrijk voor ondernemingen. BPI heeft vele miljarden onder beheer wat zij op verschillende manieren inzetten ter ondersteuning van o.a. de risicokapitaalmarkt. BPI hanteert een gecombineerde strategie van directe investeringen via een aantal fondsen en fonds in fonds investeringen. Onderdelen van BPI zijn het Innovation & Industry Fund van € 10 miljard en het Large Venture Fund van € 1 miljard. Meer dan de helft van de vroege fase fondsen in Frankrijk is voor een deel gefinancierd door BPI.
Visa for Investors	- Mobiliseren van privaat kapitaal - Vergroten van het aanbod risicokapitaal - Opbouwen van kennis en expertise	Het Visa for Investors is voor buitenlandse investeerders die direct in Franse tech startups willen investeren, met de verplichting om banen te creëren en minstens € 300.000 te investeren.
Fiscale stimulans	Mobiliseren van privaat kapitaal - Vergroten van het aanbod risicokapitaal	Frankrijk kent fiscale regelingen voor business angels onder het 'Investissement dans les PME' programma. In 2023 is daarnaast een grootschalig plan gelanceerd om breder fiscale regelingen te introduceren, ook voor corporates en verzekeraars en om spaargeld te mobiliseren.

Tabel 6-5 Interventies Frankrijk

<sup>72</sup> SME Performance Review 2022/2023 - France country sheet, European Commission

<sup>73</sup> Investing in Europe: Private Equity activity 2022, InvestEU

<sup>74</sup> Survey on venture capital in France, 1<sup>st</sup> half of 2023, EY.

#### Bijzonderheden:

- Frankrijk zet een mix van instrumenten in van zowel directe investeringen in bedrijven als fonds-in-fonds investeringen. Daarbij loopt alles vanuit de landelijke overheid via BPI France. Regionaal worden ook aanvullende regelingen uitgevoerd (soms ook met inzet van Europese structuurfondsen), maar hierin zitten grote verschillen per regio.
- Vanuit La French Tech wordt de landelijke startup strategie uitgevoerd en is er wel een link met de regio's die hierbij aangesloten zijn.

### 6.6.4 Israël

Israël kent een economie met veel aandacht voor ondernemerschap en innovatie. Veel personen komen hier vroeg mee in aanraking als zij hun dienstplicht vervullen. Vanuit defensie wordt veel geïnvesteerd in technologische innovatie. Dit zorgt ervoor dat veel technologische bedrijven ontstaan in Israël.

De risicokapitaalmarkt in Israël is erg sterk ontwikkeld. Risicokapitaalinvesteringen bedroegen in 2022 ruim \$ 15 miljard. Risicokapitaalinvesteringen bedroegen in 2022 ongeveer 2,9% van het BBP van Israël. Daarmee staat het wereldwijd bovenaan.<sup>75</sup> Israël heeft een grote eigen risicokapitaalmarkt maar er zijn ook goede banden met vooral Amerikaanse investeerders. Er zijn veel internationale investeerders actief in Israël.

De Israëlische overheid heeft in het verleden de risicokapitaalmarkt gestimuleerd met cofinancieringsinstrumenten voor fondsen die onder andere als inspiratie dienden voor de Seed capital regeling in Nederland. Daarmee is voornamelijk ingezet op het stimuleren van nieuwe fondsmanagers c.q. nieuwe fondsen, waardoor een volwassen sector is ontstaan. De markt pakt nu het grootste deel van de risicofinanciering op waardoor de overheid vrijwel geen interventies meer doet in deze markt.

Naam interventie	Doel interventie	Toelichting
Vroege fase fondsen	<ul style="list-style-type: none"><li>- Mobiliseren van privaat kapitaal</li><li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li></ul>	De Israëlische overheid heeft een relatief kleine rol in de kapitaalmarkt. De markt pakt een groot deel hiervan op. In de vroege fase stimuleert de overheid specifieke sectoren door instrumenten in te richten voor investeringsfondsen.

Tabel 6-6. Interventies Israël

### 6.6.5 Spanje

Mkb bedrijven hebben een belangrijke rol in Spanje. 99,9% van de bedrijven heeft minder dan 250 werknemers (2022). Dit ligt boven het Europees gemiddelde van 99,8%. Deze bedrijven verzorgen 67,4% van de werkgelegenheid (Europees gemiddelde: 64,4%) en 59,5% van de toegevoegde waarde (Europees gemiddelde: 51,8%).<sup>76</sup>

De risicokapitaalmarkt van Spanje heeft een sterke ontwikkeling doorgemaakt. In 2022 was de risicokapitaalmarkt goed voor 0,088% van het BBP (Europees gemiddelde 0,09%). Tot 2015 schommelde dat rond de 0,02% en tussen 2015-2019 was het rond de 0,04%.<sup>77</sup>

<sup>75</sup> OESO data explorer, Venture Capital Investments market statistics

<sup>76</sup> SME Performance Review 2022/2023 - Spain country sheet, European Commission

<sup>77</sup> OESO data explorer, Venture Capital Investments market statistics

De totale omvang van risicokapitaalinvesteringen in Spaanse startups bedroeg ongeveer € 4 miljard in 2022, een kleine daling in vergelijking met de piek in 2021 van € 4,7 miljard.<sup>78</sup> Dat is ook ruim hoger dan voor 2020 toen maximale investeringsomvang rond € 2 miljard piekte.

Er zijn de afgelopen jaren veel venture capital fondsen bijgekomen in Spanje. Waar in eerdere jaren een belangrijke rol was weggelegd voor angel investeerders ontwikkelt de fase hierna zich ook. Veel overheidsinstrumenten worden uitgevoerd vanuit Instituto de Crédito Oficial (ICO), een Spaanse kredietinstelling dat verbonden is aan het ministerie van Economische Zaken en Digitale Transformatie.

Naam interventie	Doel interventie	Toelichting
ENISA	- Mobiliseren van privaat kapitaal	ENISA richt zich op de seedfase met participatieve leningen tussen € 25.000 en € 1,5 miljoen die direct aan ondernemingen worden verstrekt.
AXIS	- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal	AXIS is een instrument vanuit ICO gericht op venture capitalfondsen en startups in de groeifase.
CDTI	- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal	CDTI richt zich specifiek op R&D en technologische spin-offs en investeert direct in Spaanse bedrijven.
NextTech Fund	- Mobiliseren van privaat kapitaal - Vergroten van het aanbod van risicokapitaal	NextTech Fund is een fonds-in-fonds instrument gericht op fondsen die investeren in AI en digitalisering. Het doel is om € 4 miljard in publiek-private fondsen uit te zetten. Het fonds is bedoeld om fondsen te laten investeren met grotere tickets en om buitenlandse financiers aan te trekken.
<i>Ley de Startups</i>	- Mobiliseren van privaat kapitaal - Vergroten van het aanbod van risicokapitaal	De Spaanse Startup-wet, bekend als de "Ley de Startups", is effectief sinds januari 2023 en bevordert het ecosysteem voor startups door belastingvoordelen te bieden, administratieve processen te vereenvoudigen en innovatie te ondersteunen. Dit maakt deel uit van een breder plan om Spanje aantrekkelijker te maken voor startups en investeerders, met als hoofddoel het stimuleren van de oprichting en groei van nieuwe, innovatieve bedrijven. Daarnaast hebben buitenlandse investeerders belastingvoordeel en vereenvoudigde criteria om te investeren.

Tabel 6-7 Interventies Spanje

Bijzonderheden:

- De risicokapitaalmarkt in Spanje is voornamelijk privaat gefinancierd. Publieke fondsen hebben een relatief klein aandeel in het aantal financieringen.
- Daarnaast is opvallend dat een groot deel van de financiering die Spaanse startups ophalen van internationale investeerders afkomstig is.

<sup>78</sup> Spain ecosystem Report 2023, Dealroom

Via het programma Spain Up Nation wordt op nationaal niveau gewerkt aan het versterken van het startup-ecosysteem en het aantrekken van internationaal talent en internationale investeerders.

### 6.6.6 Verenigd Koninkrijk

Het Verenigd Koninkrijk (VK) heeft veel mkb bedrijven, 99,9% van de bedrijven heeft minder dan 250 werknemers. Deze bedrijven verzorgen 61% van de werkgelegenheid (Europees gemiddelde: 64,4%) en 51% van de toegevoegde waarde (Europees gemiddelde: 51,8%).<sup>79</sup> Het VK heeft een lange historie van ondernemerschap en ook risicokapitaal. In absolute bedragen is het VK de koploper in Europa. In 2022 is er in totaal bijna 3,8 miljard dollar aan 'venture capital' geïnvesteerd in het Verenigd Koninkrijk.<sup>80</sup> Ten opzichte van het BBP is dat 0,122%, dat is hoger dan het gemiddelde in de EU van 0,09%.

Het grootste deel van de risicokapitaalmarkt in het VK is geconcentreerd rondom Londen. Van hieruit is ook een sterke link met de Amerikaanse markt. De Brexit heeft hier ook weinig effect op gehad. Veel Amerikaanse investeerders bedienen de Europese markt vanuit Londen. De Brexit lijkt geen negatief effect te hebben op de financieringen die vanuit Britse partijen naar Europa gaan en andersom.<sup>81</sup> Van 2019 tot 2022 zijn de investeringen van durfkapitaal vanuit landen buiten het VK naar het VK elk jaar gestegen, van £104 miljoen naar uiteindelijk £1,66 miljard. Omgekeerd zijn de investeringen van het VK naar andere landen gestegen van £608 miljoen naar £1,68 miljard.

Naam interventie	Doel interventie	Toelichting
British Business Bank	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mobiliseren van privaat kapitaal</li> <li>- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal</li> <li>- Gericht op het opbouwen van kennis en expertise</li> </ul>	De British Business Bank is in 2014 door de overheid opgericht als nationale ontwikkelingsbank. De BBB speelt een cruciale rol op het gebied van durfkapitaal in het Verenigd Koninkrijk door verschillende programma's aan te bieden die gericht zijn op het stimuleren van investeringen in Britse bedrijven. <sup>82</sup> Het voert ook publiek-privaat gefinancierde programma's uit namens deze financiers. Door alle instrumenten bij elkaar te voegen probeert BBB ook kennis en expertise op te bouwen op risicokapitaal.
(Seed) Enterprise Investment Scheme (EIS/SEIS)		De EIS en SEIS zijn fiscale regelingen bedoeld om particuliere investeerders te stimuleren om te investeren in kleine en beginnende bedrijven. Deze regelingen bieden investeerders aanzienlijke (tot wel 50% bij SEIS) belastingvoordelen waardoor het risico van een investering in een vroege fase lager wordt.

Tabel 6-8 Interventies Verenigd Koninkrijk

#### Bijzonderheden:

- In het VK hebben ook universiteiten een grote rol in de risicokapitaalmarkt. Universiteiten hebben veel geld en investeren dit ook weer in spin-offs. Bij goede exits levert dit aardig wat geld op voor de universiteiten die hier weer verder mee investeren.

<sup>79</sup> SME Performance Review 2022/2023 - Spain country sheet, European Commission

<sup>80</sup> OESO data explorer, Venture Capital Investments market statistics

<sup>81</sup> BVCA, Report on investment activity 2019 t/m 2022

<sup>82</sup> OESO (2022), "United Kingdom", in Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OESO Scoreboard, OESO Publishing, Paris



- In het startupbeleid worden veel succesvolle founders betrokken (business angels). Zij worden door het ministerie actief gevraagd mee te denken over hoe de overheid startups moet ondersteunen.

### 6.6.7 Zweden

De Zweedse economie is relatief weinig gebouwd op mkb ondernemingen. Mkb bedrijven verzorgen 56,2% van de werkgelegenheid (Europees gemiddelde: 64,4%) en 47,4% van de toegevoegde waarde (Europees gemiddelde: 51,8%).<sup>83</sup> Het heeft wel een actief startup ecosysteem en Stockholm is één van de belangrijke startup-hubs in Europa. Ook heeft Zweden inmiddels 41 unicorns voortgebracht.<sup>84</sup> Risicofinanciering is dan ook relatief goed beschikbaar in Zweden. De risicokapitaalinvesteringen liggen met 0,179% ruim boven het Europees gemiddelde van 0,09%. De risicokapitaalmarkt is sinds 2015 gestaag gestegen. In 2015 was de totale omvang van venture capital ongeveer € 200 miljoen. In 2021 en 2022 is dit gegroeid naar bijna € 1 miljard per jaar.<sup>85</sup>

Naam interventie	Doel interventie	Toelichting
Almi	- Vergroten van het aanbod van risicokapitaal	Door middel van staatsbedrijf Almi probeert de overheid financiering te stimuleren waar het aanbod van de markt laag is. Waarbij leningen en durfkapitaal worden verstrekt via dochterbedrijf Almi Invest. Dit programma kent twee pijlers. Het zorgt enerzijds voor regionale investeringsfondsen waarbij zij samen met regionale overheid aandeelhouder zijn. Daarnaast heeft het een eigen investeringstak voor vroege fase investeringen tot € 1 miljoen. Daarnaast is een specifiek 'greentech' fonds opgestart die grotere tickets doet.
Saminvest	- Mobiliseren van privaat kapitaal	Saminvest, in 2017 opgericht, is een fonds-in-fonds gericht op het investeren in venture capitalists en business angels die investeren in de vroege fase en groeifase van bedrijven. <sup>86</sup>

Tabel 6-9 Interventies Zweden

#### Bijzonderheden:

- Volgens de EIB-investeringsenquête van 2022 ervaren bedrijven in Zweden veel minder vaak zakelijke regelgeving als een obstakel in vergelijking met het EU-gemiddelde. Slechts 9,2% van de Zweedse bedrijven beschouwt zakelijke regelgeving als een hindernis voor langetermijninvesteringen, terwijl het EU-gemiddelde op 28% ligt.<sup>87</sup>

## 6.7 Tussenconclusie

Gedeeltelijke beantwoording van hoofdvraag 2: In hoeverre is het overheidsingrijpen via het huidige publieke instrumentarium gerechtvaardigd?

<sup>83</sup> SME Performance Review 2022/2023 - Sweden country sheet, European Commission

<sup>84</sup> Dealroom Sweden Tech 2023

<sup>85</sup> OESO (2024), "Sweden", in Financing SMEs and Entrepreneurs 2024: An OESO Scoreboard, OESO Publishing, Paris

<sup>86</sup> OESO (2022), "Sweden", in Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OESO Scoreboard, OESO Publishing, Paris

<sup>87</sup> SME Performance Review 2022/2023 - Sweden country sheet, European Commission

Het overheidsingrijpen via het publieke instrumentarium op de risicokapitaalmarkt dat onderwerp is van voorliggend onderzoek is in de afgelopen jaren geleidelijk tot stand gekomen en organisch gegroeid. Vanuit het ministerie van EZK is daar geen eenduidige en expliciete beleidstheorie voor opgesteld, maar deze is wel goed te destilleren uit verschillende stukken. De veronderstelde werking van de risicokapitaalinstrumenten is sterk gericht op het mobiliseren van de private financieringsmarkt (in aantrekken kapitaal en in stimuleren ontwikkeling kennis en kunde). Op die manier wordt beoogd het ‘falen’ in de risicokapitaalmarkt in de vroege fase van bedrijven (start- en groeifase) op met name transities (transitiefalen) en marktfalen (informatie-asymmetrie en positieve externe effecten) te mitigeren. Daarbij zijn er regelingen die toezien op het tegengaan van coördinatiefalen en marktmacht als vormen van marktfalen.

Het landschap van instrumenten en de werking daarvan is goed passend op met name startende en hoog innovatieve bedrijven (innovatief mkb); investerende partijen kunnen de toekomst van dit soort bedrijven en projecten lastig inschatten, waardoor het risico van investeren hoog is. Het overheidsingrijpen beoogd een deel van dit risico af te dekken door zelf een deel van de financiering op zich te nemen, door garanties af te geven of door kredieten te verstrekken. Uit de verschillende gesprekken, rondetafels en bestudeerde literatuur blijkt dat het voorkomen van marktfalen in de vroege fase in wezen een ‘klassiek’ voorkomen is, dat zich ook in de toekomst nog zal voordoen. Het feit dat het ministerie van EZK zich hard maakt en instrumenten inzet om transities te stimuleren en positieve externe effecten tracht te bewerkstelligen is zeer logisch vanuit haar rol als overheid doet. In dat opzicht is de beoogde werking logisch. Aandachtspunt daarbij is dat de diverse vormen van ‘falen’ niet kwantitatief zijn gemaakt als onderdeel van de beleidstheorie. Het ministerie kan hier meer ‘SMART’ in worden (zowel als het gaat om identificeren knelpunten/opgaven, als wat betreft het formuleren van ambities en doelstellingen, op systeem- en instrumentniveau).

Deze werking en de manier waarop de Nederlandse rijksoverheid ingrijpt op de risicokapitaalmarkt sluit aan bij andere landen waarin sprake is van een redelijk volwassen risicokapitaalmarkt. Opvallend daarbij is dat Nederland meer dan andere volwassen landen er voor kiest om direct te investeren en actief te interveniëren naar ondernemers. Daar waar landen voor een actieve interventie kiezen, gaat het vaak om afgebakende sectoren/thema’s waarvoor de markt zich nog dient te ontwikkelen. Het aanbod aan instrumenten kent veel gelijkenissen met die van andere landen, maar kent ook mogelijkheden voor de inzet in Nederland (zie 8.3). Het ingrijpen lijkt aan te sluiten op wat er op Europees en regionaal schaalniveau aan instrumenten beschikbaar is, hoewel hier ook enige overlap in zit.

We constateren echter ook dat op andere plekken in het systeem nog sprake is van marktfalen dat op dit moment niet of nauwelijks wordt gemitigeerd door instrumenten die het ministerie van EZK inzet. Het gaat daarbij met name om de scale-up fase waar weinig kapitaal beschikbaar is voor grote tickets (grote tickets ontbreken), om investeringen in deeptech (first of a kind plants), ook lange financieringsprocessen worden als knelpunt benoemd (coördinatiefalen dat optreedt in met name de groei- en doorgroeifase) en transparantie en toegankelijkheid van de risicokapitaalmarkt (zien toe op systeemfalen). Hier heeft de overheid mogelijk een rol in het tegengaan van ‘interactiefalen en ‘competentiefalen’ in het systeem en landschap van de risicokapitaalmarkt.

# 7. De doeltreffendheid van het instrumentarium

## 7.1 Bijdrage aan beleidsdoelen

In de eerdere hoofdstukken is de inzet van het ministerie van EZK in de risicokapitaalmarkt ontleed, beschreven en geanalyseerd. Zo is in hoofdstuk 5 een beschrijving gegeven van de risicokapitaalmarkt, zijn knelpunten geïdentificeerd en ontwikkelingen geschetst. In hoofdstuk 6 is de beleidstheorie van de publieke interventies die het ministerie doet achterhaald, daarbij zijn de diverse instrumenten beschreven en is geanalyseerd in welke mate markt-, systeem- en overheidsfalen aanwezig is en (in theorie) wordt gemitigeerd door de instrumenten. Dit hoofdstuk staat in het teken van het nader uitwerken van de werking van de verschillende instrumenten (zijn deze doeltreffend?) en op basis daarvan ook of het gehele systeem van risicokapitaalinstrumentarium doeltreffend functioneert of dat hier zaken in worden gemist. We baseren ons daarbij op de verschillende evaluaties van de individuele instrumenten en de gesprekken en rondetafels die we ten behoeve van de meta-evaluatie hebben georganiseerd.

Per instrument maken we inzichtelijk in hoeverre het bijdraagt aan de doelen uit de beleidstheorie voor het totale instrumentarium. Daarbij kijken we voornamelijk naar de ‘intermediate outcome’. Dit is het eerste doel waar de instrumenten aan zouden moeten bijdragen. De ‘outcome’ en ‘impact’ die beschreven worden zijn effecten die moeten ontstaan vanuit deze doelen. De volgende intermediate outcomes zijn genoemd in de beleidstheorie:

- Mobiliseren van private financiering
- Verbeteren (vergroten) van het aanbod aan risicokapitaal en de opbouw van meer kennis en expertise in de risicokapitaalmarkt

In Tabel 7-1 is per instrument uitgewerkt of de doelstellingen van het instrument aansluiten bij de doelstellingen voor het systeem. Wij baseren ons hierbij op de bevindingen van de individuele evaluaties. Daarbij dient te worden opgemerkt dat de evaluaties van ROM's, Invest-NL en TTT-regeling uit 2022 en 2023 stammen en er inmiddels veranderingen plaats hebben kunnen vinden.

Instrument	Doelstelling instrument in lijn met beleidstheorie? <sup>88</sup>		Beoordeling van doeltreffendheid in evaluaties. <sup>89</sup>
	<i>Mobiliseren privaat kapitaal</i>	<i>Vergroten aanbod &amp; opbouw kennis en expertise</i>	
Thematische Technology Transfer regeling	Nee, Mobiliseren van private financiering is niet als doel gesteld, maar is in pijler 2 wel in de uitvoering opgenomen als vereiste.	Deels, alleen pijler 2 van de regeling.	Te vroeg om een oordeel te geven, maar lijkt positief

<sup>88</sup> Dit betreft een uitwerking die is gemaakt als onderdeel van deze meta-evaluatie

<sup>89</sup> Dit betreft de uitkomsten zoals die direct volgen uit de instrumentevaluaties

VFF	Deels, het mobiliseren van private financiering is alleen opgenomen voor vervolffinanciering na VFF (op landelijke schaal en in het landelijke loket). <sup>90</sup> Uitvoering op regionale schaal voorziet niet in mobiliseren private financiering.	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Goed voor startups</li> <li>- Niet doeltreffend voor innovatief mkb</li> </ul>
ROM's	Deels, er zijn geen doelen gesteld voor het mobiliseren van private financiering, wel zijn er co-financieringseisen dat marktpartijen tenminste voor 50% moeten mee-investeren (pari passu) op het niveau van individuele bedrijven.	Ja	Gedeeltelijk – ROM's leveren een actieve bijdrage in de risicokapitaalmarkt en investeren met private partijen. Maar er is geen eenduidig positief effect zichtbaar van een ROM-participatie.
Innovatiekrediet	Ja	Ja	Ja
Seed capital Regeling	Ja	Ja	Ja
Dutch Venture Initiative	Ja	Ja	Goed
Invest-NL	Ja	Ja	Voor investeringstak niet onderzocht, voor business development tak nog te vroeg om echt oordeel over te geven.
Groefaciliteit	Ja	Ja	Gedeeltelijk – Waar het instrument wordt ingezet is het doeltreffend, maar het gebruik is beperkt.

Tabel 7-1: Doeltreffendheid – bijdrage van instrumenten aan beleidstheorie

Op basis van het overzicht constateren we dat de doelstellingen van alle instrumenten aansluiten bij het beleidsdoel om het aanbod van risicokapitaal te vergroten en opbouw van kennis en expertise te realiseren. Niet alle instrumenten hebben doelstellingen die aansluiten op het beleidsdoel om private middelen te mobiliseren. Het valt op dat voor de ROM's en de TTT-regeling deze helemaal niet zijn opgenomen. Voor de VFF geldt dat het wel is opgenomen, maar alleen op het realiseren van meer vervolffinanciering. Voor zowel de ROM's als de TTT geldt dat in de praktijk de samenwerking met private partijen wel gezocht wordt. Voor de ROM's geldt dat het ook niet (met uitzondering van InnovationQuarter) als KPI is opgenomen.

<sup>90</sup> In de regeling is alleen voor de RVO variant de eis van een letter of intent van een private vervolffinancier opgenomen. In de regionale variant en voor NWO is deze er niet.

Over het algemeen wordt de doeltreffendheid van de individuele instrumenten als goed beoordeeld. Voor een aantal instrumenten worden hierbij nog kanttekeningen geplaatst. Zo wordt de Groeifaciliteit maar relatief weinig ingezet, is de VFF alleen doeltreffend voor startups en niet doeltreffend voor innovatieve mkb-bedrijven. Voor de ROM's geldt dat een belangrijke bijdrage wordt geleverd aan het aanbod in de risicokapitaalmarkt in Nederland, maar dat uit data geen eenduidig positief effect van een ROM-participatie zichtbaar is. Voor Invest-NL en de TTT-regeling geldt dat het ten tijde van de evaluatie te vroeg was om een duidelijk oordeel te geven over doeltreffendheid.

## 7.2 Een oplossing voor de knelpunten?

### 3.1 Is het huidige risicokapitaalbeleid nog passend op de knelpunten?

Het antwoord op deze vraag volgt voor een groot deel uit analyses en constatering die in hoofdstuk 5 (specifiek paragraaf 5.6 waar in is gegaan op knelpunten) en hoofdstuk 6 (specifiek paragraaf 6.3 waar in is gegaan op de rationele van het overheidsingrijpen) reeds zijn gedaan. We gaan in op de verschillende opgehaalde knelpunten en het beleid dat hier tegenover staat om deze knelpunten te mitigeren:

- In de vroege fase (voorbereiding en startfase van een bedrijf) is vaak sprake van informatie-asymmetrie (als vorm van marktfalen): op het moment dat een (beginnend) ondernemer kapitaalbehoefte heeft in deze fase is bij de potentiële financier weinig informatie over zijn product en bedrijf bekend. Hier wordt vanuit beleid met verschillende instrumenten op ingespeeld (VFF, TTT, IK, Seed, ROM's, Invest-NL, Groeifaciliteit).
- Dit type marktfalen treedt ook op bij innovatie (innovatieve startende bedrijven of innovatief mkb). Op dat aspect speelt bovendien ook het aspect 'positieve externe effecten' dat als marktfalen wordt gezien: private financiers wegen dit belang niet of niet voldoende.
- Ook coördinatiefalen treedt met name op in de vroege fase waarin vraag- en aanbod van het kapitaal soms ver uit elkaar liggen, waardoor hoge zoek- en transactiekosten optreden (ondernemer en financier vinden elkaar niet altijd goed of tijdig). Met verschillende instrumenten wordt hierop ingespeeld (VFF en TTT), maar ook met bredere inzet op business development.

Op basis van de inzichten uit de vorige paragraaf is reeds inzicht gegeven in het feit dat de meeste van de onderzochte instrumenten doeltreffend functioneren. Korte conclusie is dan ook dat het gevoerde beleid op veel van de aspecten van marktfalen nog steeds goed passend is. Aandachtspunten zijn er wel met betrekking tot specifieke doelgroepen; zo is de VFF niet doeltreffend voor de groep 'innovatief mkb'.

Aanvullend constateerden we ook al eerder dat er nog verschillende knelpunten zijn waar op dit moment nog geen concrete oplossing voor is (nog geen concreet instrument voor op is gezet). Het gaat dan in ieder geval om scale-up financiering (grotere tickets), financiering in deep-tech (first of a kind plants) en onduidelijkheid in het gehele systeem (coördinatiefalen is nog niet in alle groeifases van bedrijven opgelost). Het beleid kan daar nog passender op zijn. In paragraaf 5.6, paragraaf 6.3 zijn we daar reeds op ingegaan en later in dit rapport komen we hier uitgebreider over te spreken.

## 7.3 Het beleid van EZK

### 7.3.1 De samenhang van de instrumenten

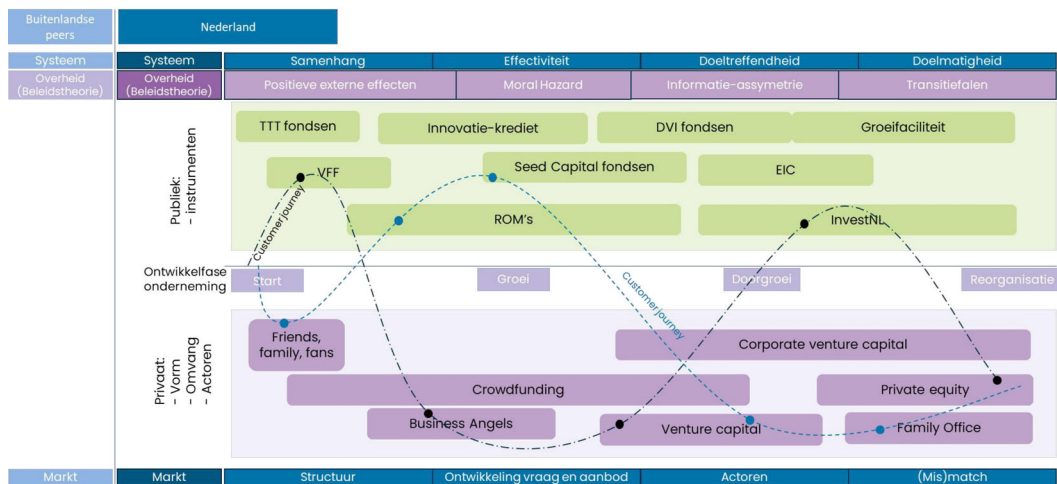
**3.1.a In welke mate is er overlap tussen en versterken de verschillende overheidsinstrumenten elkaar? Hierbij dienen ook de instrumenten op Europees niveau meegenomen te worden?**

#### Definitie van overlap:

Er is in eerste instantie sprake van overlap wanneer twee of meer instrumenten dezelfde levensfase van aanvragende bedrijven bedienen. Naast overlap in de levensfase waarvoor een instrument bedoeld is, kan ook overlap plaatsvinden in de doelgroep en de manier waarop de aanvrager gefinancierd wordt. In deze paragraaf wordt in eerste instantie onderzocht in welke levensfasen van aanvragende bedrijven instrumenten overlappen. Dit komt omdat we redeneren vanuit een customer journey. Dus, op welk moment in de tijd kan een ondernemer van meerdere publieke instrumenten gebruikmaken? Ook hanteren we in dit onderzoek een verschil tussen overlap en samenhang. Overlap betekent in dit geval een gelijktijdige beschikbaarheid van meerdere instrumenten. Samenhang impliceert juist een logische opvolging van meerdere instrumenten zonder dat er een gat tussen beide instrumenten is.

#### Overlap in levensfase volgens de theorie:

Het systeem van publieke instrumenten staat afgebeeld in Figuur 7-1. Daarin wordt de theoretische overlap tussen de instrumenten en de levensfase waarop de instrumenten gericht zijn in beeld gebracht. Uit de figuur blijkt dat er binnen sommige levensfasen overlappende publiek-private instrumenten zijn. Zo overlappen Innovatiekrediet en Seed Capitalfondsen elkaar. Ook ROM's zijn in dezelfde fase actief als Innovatiekrediet, DVI-fondsen en Seed Capital fondsen.



Figuur 7-1 – Systeem van Risicokapitaal, bron: KplusV

#### Overlap in levensfase, doelgroep of financiering volgens losse evaluaties:

In de individuele evaluaties van de instrumenten is ook de overlap met andere instrumenten in de praktijk aan bod gekomen. In het onderzoek van een deel van de evaluaties is ook daadwerkelijke overlap geobserveerd. In het geval van het Dutch Venture Initiative wordt er in de individuele evaluatie geen overlap geobserveerd, maar additionaliteit wordt wel geobserveerd. Volgens Figuur 7-12 overlapt DVI wel qua levensfase met andere instrumenten, maar de karakteristieken van de doelgroepen zijn anders. De passages in de losse evaluaties van de instrumenten waar overlap aan bod komt staan weergegeven in Tabel 7-2.

Instrument	Overlap/additionaliteit met...	Overlap in...
Thematische Technology Transfer	“Uit dit rijtje (VFF, SC, IK, DVI en fondsen als Dutch Future Fund en het Deeptech Fonds, red.) heeft de <b>VFF</b> het meeste van doen met proof-of-concept-onderzoek en kennisstarters ...” (p. 33, Evaluatie TTT 2023)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Levensfase (VFF)</li> </ul>
Vroegefasefinanciering	“Qua doelgroep en type financiering schuurt de VFF tegen enkele andere financieringsinstrumenten aan – met name de <b>TTT</b> – regeling, regionale instrumenten en in mindere mate <b>Seed Capital</b> . TTT kent geen continue inzet en budget. We beschouwen we VFF als het instrument dat zich echt op vroegefase richt met goede beschikbaarheid. VFF is in regio’s waar al financiering bestond, als een extra potje naast de bestaande financieringsvormen.” (p. 27, Evaluatie VFF 2024)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Levensfase (TTT)</li> <li>Doelgroep (TTT)</li> <li>Doelgroep (SC)</li> </ul>
Regionale Ontwikkelingsmaatschappij	“Dit betekent dat ROM’s kunnen co-investeren met Invest-NL..., maar het aantal gezamenlijke projecten is voor alsnog beperkt zij het groeiend.” (p. 58 Evaluatie ROM’s 2018). Een voorbeeld van overlap tussen de instrumenten ROM en <b>Invest-NL</b> is de co-investering in Mosa Meat. In dat geval financieren beide instrumenten gelijktijdig hetzelfde bedrijf. * Let op: hier is sprake van gecoördineerde overlap.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Financiering (Invest-NL)</li> <li>Doelgroep (SC)</li> <li>Financiering (SC)</li> </ul>
Innovatiekrediet	“Vanuit het publieke steuninstrumentarium steunen een aantal instrumenten de fase vóór het Innovatiekrediet (VFF, ROM), een aantal tijdens (WBSO, <b>SC</b> ) en met name Invest-NL bevindt zich ná het Innovatiekrediet. Er lijkt geen sprake van ineffektieve overlap...”	<ul style="list-style-type: none"> <li>Levensfase (SC)</li> </ul>
Seed Capital-regelingen	“Tot slot komt naar voren dat er een risico bestaat dat de SC-regeling te veel gaat overlappen met fondsen van de <b>ROM’s</b> ” (p. 106 Evaluatie SC & DVI, 2024) & “Uitgesproken tegenstanders hebben een aantal argumenten zoals ... (4) mogelijke overlap met activiteiten” (p. 140 Evaluatie SC & DVI, 2024)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doelgroep (SC)</li> <li>Financiering (SC)</li> </ul>
Dutch Venture Initiative	“De grootste indicator van additionaliteit van de DVI-regeling is het antwoord op de stelling <i>dit had nagenoeg geen gevolgen gehad</i> (Op de vraag wat het uitblijven van DVI zou betekenen voor een fondsmanager, red.). Geen van de fondsmanagers is het hiermee eens.” (p. 199, Evaluatie SC & DVI, 2024)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Levensfase (SC)</li> <li>Levensfase (ROM)</li> <li>Additioneel, niet overlap</li> </ul>

Invest-NL	<p>“Ook kent Invest-NL de ROM Range Extender. Hiermee kan Invest-NL een transactie van de <b>ROM</b> matchen als de ticket size voor hen te groot is en voor Invest-NL juist te klein. Deze is al enkele malen ingezet”. (p. 53 Evaluatie Invest-NL, 2022) *Let op: Hier is sprake van een gecoördineerde overlap.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ROM (Financiering, via Range Extender)</li> </ul>
Groefaciliteit	<p>“We constateren dat er ook andere publieke instrumenten zijn die zich min of meer op dezelfde brede doelgroep binnen het mkb richten, maar dat deze instrumenten wat betreft werking, doelgroep en doelstellingen wel afwijken van de Groefaciliteit. We gaan in op enkele instrumenten:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Garantie Ondernemingsfinanciering (GO)</li> <li>• Borgstelling mkb-kredieten (BMKB)</li> <li>• European Investment Fund (EIF) heeft een achtergesteld leningsfonds.</li> <li>• Dutch Alternative Credit Instrument (DACI)</li> </ul> <p>Invest-NL en de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen richten zich vooral op hoog-innovatieve investeringen, GF richt zich nadrukkelijk op het brede en volwassener mkb.” (p. 50, Evaluatie Groefaciliteit 2024).</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geen overlap</li> </ul>

Tabel 7-2 - Overlap tussen instrumenten geobserveerd in losse evaluaties

Europese overlap:

Uit de losse evaluaties volgt slechts beperkt dat er instrumenten zijn die een sterke overlap hebben met Europese instrumenten. Het Innovatiekrediet kent met de EIC Accelerator een Europese evenknie. Wel geldt voor de EIC Accelerator dat er fikse concurrentie is bij het aanvragen, dit vermindert de incentive voor Nederlandse ondernemingen om deze aan te vragen. Daarbij komt dat de EIC Accelerator niet de marktfaalens in Nederland volledig dekt.

In Tabel 7-3 wordt de overlap, die geobserveerd wordt in de instrumentevaluaties, schematisch weergegeven. De donkerpaarse cellen indiceren een sterke overlap, de lichtpaarse cellen zijn een lichte overlap. Wanneer Tabel 7-3 vergeleken wordt met *Figuur 7-1* komt de theoretische overlap qua levensfase tussen TTT en VFF duidelijk naar voren. TTT en VFF overlappen enkel qua levensfase van aanvragers. De doelgroep van TTT zijn universiteit-spin-offs en daarmee dus nauwer dan de generiekere doelgroep van VFF. Overigens is het in de praktijk zo dat een onderneming op hetzelfde moment slechts gebruik kan maken van één van beide instrumenten (TTT of VFF), op die manier wordt daadwerkelijke overlap voorkomen. Bij de evaluatie van VFF wordt ook benoemd dat er lichte overlap is met Seed Capital. De overlap tussen deze twee zit hem met name op doelgroep en type financiering, niet op levensfase. In de evaluatie van het Innovatiekrediet wordt overlap met SC benoemd. Vice versa geldt echter niet hetzelfde. In de evaluatie van de Seed Capital regelingen wordt wel de overlap met ROM's benadrukt, maar niet met het Innovatiekrediet.



De overlap tussen Seed Capital en ROM's valt ook deels te verklaren met de co-financieringsplicht die een ROM heeft (minimaal 50% op gelijke condities met een marktpartij). Tussen ROM's en Invest-NL zit een lichte overlap. Theoretisch gezien zijn deze instrumenten complementair aan elkaar. Zo doen ROM-tickets tot €5 miljoen, Invest-NL pakt juist tickets groter dan dat op. In de praktijk blijkt echter dat beide instrumenten ook gelijktijdig, via de ROM Range Extender,<sup>91</sup> kunnen investeren. Daarmee werken beide instrumenten als overlappend voor de onderneming.

↓Overlapt met→	TTT	VFF	ROM	IK	SC	DVI	I-NL	GF
TTT								
VFF								
ROM								
IK								
SC								
DVI								
I-NL								
GF								

**Donkerpaars** = sterke overlap, **lichtpaars** = lichte overlap

Tabel 7-3: Schematische weergave van overlap tussen publieke risicokapitaalinstrumenten o.b.v. losse instrumenten. De volgorde waarmee de instrumenten op de assen geplaatst zijn is conform de volgorde van levensfasen waarop de instrumenten zich richten (zie ook Figuur 7-1)

### 7.3.2 Samenhang tussen instrumenten op basis van data-analyse

Om de samenhang tussen de te evalueren instrumenten te onderzoeken hebben wij data-analyse uitgevoerd. Deze data-analyse was mogelijk voor de instrumenten VFF, ROM, IK, SC, Invest-NL en GF. Na een aantal opschoningen en het handmatig koppelen van bedrijfsnamen is er een paneldatabestand tot stand gekomen. Hiermee is inzichtelijk welke onderneming, in welk jaar, welk instrument heeft gebruikt en dus 'treated' is. Vervolgens is op bedrijfsniveau geanalyseerd welke instrumenten gecombineerd zijn. Hierbij is rekening gehouden met het jaar waarin het instrument verkregen is.

Het paneldatabestand omvat data van 1.307 verschillende toekenningen van instrumenten. Deze zijn toegekend aan 1.048 unieke bedrijven. Op basis van een analyse van deze data is een aantal combinaties van instrumenten geïdentificeerd. De volgorde waarop de instrumenten in de combinatie vermeld staat hangt af van het jaar waarin het instrument gebruikt is. Zo impliceert bijvoorbeeld de combinatie 'VFF-IK', dat een bedrijf ergens tussen 2014 en 2022 éérs VFF ontving, en later in de levensfase Innovatiekrediet. 7.4 geeft de verschillende combinaties van instrumenten weer die voorkomen bij Nederlandse bedrijven en de frequentie waarmee deze combinatie voorkomt.

<sup>91</sup> De ROM Range Extender is een middel van waarbij Invest-NL de investering van een ROM matcht om de benodigde financiering toch mogelijk te maken als de ROM eigenhandig het 'ticket' niet kan financieren.

Instrument-combinatie	Aantal in dataset
Seed-ROM	22
ROM-IK	13
IK-ROM	11
VFF-IK	9
ROM-Seed	8
Seed-ROM-IK	5
IK-Seed	4
IK-Invest-NL	4
Seed-IK	3
VFF-ROM	3
IK-ROM-Seed	2
IK-Seed-ROM	2
ROM-VFF	2
VFF-IK-ROM	2
VFF-Seed-ROM	2
ROM-Invest-NL	2
ROM-GF	1
ROM-IK-Seed	1
ROM-Seed-IK	1
ROM-VFF-Seed	1
VFF-Seed	1
VFF-ROM-IK-Invest-NL	1
Invest-NL-ROM	1

Tabel 7-4 - Combinaties van risicokapitaalinstrumenten (Bron: RVO, NVP, bewerking KplusV)

De combinatie Seed-ROM komt het vaakst voor in onze dataset. Dit is een logische combinatie omdat bij iedere participatie waar een ROM in wil stappen, ook cofinanciering (van bijvoorbeeld een Seed-fonds) van marktpartijen nodig is. Ook valt op dat zowel de combinatie Seed-ROM als ROM-Seed voorkomt. Zoals al besproken is het jaar waarin Instrument 'X' gebruikt is bepalend voor de volgorde van de combinatie. Als een bedrijf bijvoorbeeld 2 keer een investering ontving van een fonds dat de Seed-regeling gebruikte, maar pas bij de tweede Seed-participatie ook cofinanciering kreeg van een ROM, is de combinatie-volgorde eerst Seed, en dan ROM, dus Seed-ROM. Cofinanciering naast een ROM kan ook komen vanuit informal investors. Wegens de on-observeerbaarheid van informele investeringen kunnen we deze financieringsstromen niet opnemen in de dataset.

De frequentie waarmee instrumenten gebruikt zijn in de dataset is niet volledig in balans. Zo zijn er veel meer ROM-participaties (475) en Seed Fonds-participaties (304) in de dataset opgenomen dan bijvoorbeeld Invest-NL participaties (16). Zogezegd is het logisch dat er relatief veel combinaties zijn waarbij een onderneming in zijn customer journey gebruikmaakte van een ROM om financiering te verkrijgen. Daarbij dient opgemerkt te worden dat informal investors nog ontbreken, data over deze groep is niet beschikbaar vanwege de private sfeer waarin informele investeringen plaatsvinden. Tabel 7-5 toont welke instrument relatief gezien het vaakst in een combinatie met andere instrumenten wordt toegepast.

Instrument	Aantal in dataset	Aantal in combinatie	Percentage in combinatie
VFF	153	21	14%
ROM	475	82	17%
IK	243	62	26%
Seed	304	52	17%
Invest-NL	16	8	50%
GF	116	1	1%

Tabel 7-5 – Frequentie van instrumentengebruik en mate waarin instrumenten gecombineerd worden met elkaar (Bron: RVO, NVP, bewerking KplusV)

Innovatiekrediet is – los van Invest-NL zodoende het instrument dat relatief gezien het vaakst gebruikt wordt in combinatie met een ander instrument in een ‘zoektocht’ naar risicofinanciering. Dit impliceert niet per definitie dat Innovatiekrediet het sterkst samenhangt met andere instrumenten, maar wel dat het goed in te passen is in de individuele ‘customer journeys’ van bedrijven. 50% van de participaties van Invest-NL ontvingen ergens gedurende hun bestaan een ander publiek risicokapitaalinstrument. In de meeste gevallen was Invest-NL het ‘meest recente’ instrument dat gebruikt is. Avantium Renewable Polymers vormde daarop een uitzondering. Dat ontving eerst financiering van Invest-NL in 2021. In 2022 stapte de NOM met het consortium Bio Plastics Investment Groningen in. Groeifaciliteit komt relatief weinig voor in combinatie met andere instrumenten. Dit kan mogelijk verklaard worden doordat de Groeifaciliteit enerzijds minder voorkomt in de dataset, waardoor de kans om een combinatie ‘te ontdekken’ kleiner wordt. Anderzijds richt de Groeifaciliteit zich op het brede mkb, daar waar de andere instrumenten zich richten op hoog-innovatieve startups en scale-ups.

### 7.3.3 Witte vlekken?

#### 3.1.b Zijn er ‘witte vlekken’ in het instrumentarium – zowel naar type financiering als gebruiker van de regelingen?

Theoretisch gezien is het ecosysteem van de risicokapitaalinstrumenten goed op elkaar afgestemd. Voor iedere levensfase van bedrijven is een instrument beschikbaar. De dekking in levensfasen is dus in orde. Ook op het gebied van type financiering lijken er in de theorie relatief weinig witte vlekken te zijn.

In de praktijk zien we dat er toch witte vlekken zijn. Deze zijn met name te vinden op het gebied van type gebruiker, ook wel de doelgroep. Iedere onderneming is anders en is eigenlijk het meest geholpen met maatwerk. Anderzijds moeten de instrumenten zo goed mogelijk passen bij zoveel mogelijk bedrijven, waardoor de instrumenten vooral generiek moeten blijven. Door de generieke aard van de instrumenten komt het voor dat bepaalde typen gebruikers onvoldoende of onjuist bediend worden.

Een doelgroep die nu nog beperkt bediend wordt zijn kennisintensieve startups in de vroege startfase. Met name startups die zich richten op zeer kennisintensieve, baanbrekende technologische innovaties kennen problemen met het vergaren van risicokapitaal in de vroege fase. Deze bedrijven hebben vanaf de start al een sterke kapitaalbehoefte voor bijvoorbeeld speur- en ontwikkelingswerkzaamheden en de ontwikkeling van prototypes. De kapitaalbehoefte bedraagt al snel enkele miljoenen, terwijl er vanuit de instrumenten – zowel privaat als publiek – ‘slechts’ tonnen beschikbaar zijn. Dit speelt onder andere in de ontwikkeling van startups die zich bezighouden met deeptech. In meerdere gesprekken met financiers, beleidsmakers en de ondernemers zelf is aangegeven dat het huidige instrumentarium onvoldoende matcht.

Deze witte vlek geldt niet exclusief voor deeptech, maar springt daar wel het meest in het oog. Met het niet toekennen van de Groeifonds aanvraag op het thema Valorisatie zien we een extra aandachtspunt voor voldoende financiering in deze fase ontstaan.

Een andere witte vlek binnen het instrumentarium in de vroege fase is de beschikbaarheid van VFF via (veelal de) ROM's. Zo is VFF niet beschikbaar via de Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij (Groningen, Friesland en Drenthe) en Horizon (Flevoland). Voor ondernemers in deze provincies is daarmee het instrumentarium – geografisch gezien – niet dekkend.

Ook in de latere levensfase van bedrijven, met name bij de opschaling van kennisintensieve deeptech bedrijven, is er een witte vlek. Voor deze bedrijven, met een kapitaalbehoefte groter dan pakweg 30 miljoen euro, is beschikbaarheid van risicokapitaal vaak een probleem. Het ontbreken van aanbod voor 'tickets' groter dan €30 miljoen euro wordt ook in interviews genoemd als witte vlek.

Een instrument waarbij de aansluiting op andere instrumenten – dus samenhang – nog niet optimaal werkt zijn business angels (informal investors). Voor business angels is het nu nog moeilijk om na het financieren van een startup een goede aansluiting te krijgen met het financieringsecosysteem voor een volgende financieringsronde. Dat komt enerzijds voort uit hun eigen kennis en netwerk, aan de andere kant laat dit ook gebrek aan samenhang zien. Hierbij spelen de huidige private business angelnetwerken al een belangrijke rol, maar ook zij zijn nog niet voldoende aangesloten op andere financiers, uitzonderingen daargelaten.

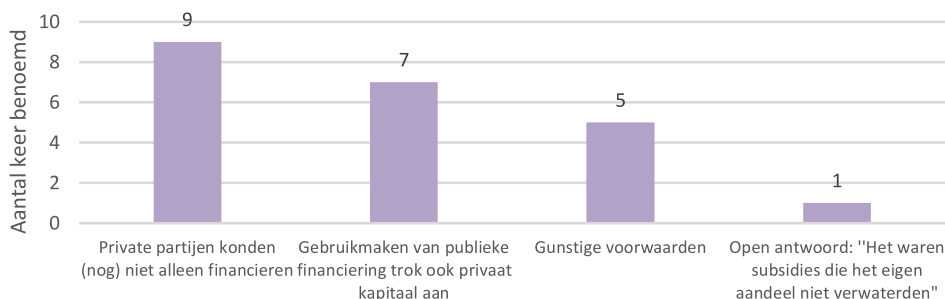
Tot slot geldt de risicokapitaal financiering van het brede mkb nog als een witte vlek. Ook deze – grote – tak van het totale Nederlandse bedrijfsleven kan een bijdrage leveren aan de transitieopgaven. Veel van het publieke risicokapitaal instrumentarium is nu gericht op hoogtechnologische, kennisintensieve en snelgroeiende bedrijvigheid. Maar ook voor de groei van het brede mkb is voor een goede opbouw van de balans, risicokapitaal nodig om te groeien en een transitie door te maken. Hiervoor is nog geen landelijk c.q. landsdekkend aanbod. Daarbovenop geldt voor het brede mkb dat de sector waarin een mkb-bedrijf actief is, van invloed kan zijn op de beschikbaarheid van risicokapitaal. Sectoren waarvoor geen topprioriteit geldt bij de regionale dienstverleners worden minder goed bediend. Vanuit beleidsoogpunt is dit te verklaren. Er moeten immers keuzes worden gemaakt over welke sectoren steun krijgen uit publieke gelden. Voor de ondernemer zelf echter geldt wel dat de beschikbaarheid van dienstverlening afhankelijk is van de sector waarin men actief is.

## 7.4 Het effect op de ondernemers

### 7.4.1 Het gebruik van de instrumenten

**3.2 (Deelvraag 1)** Waarom maken ondernemers wel/niet gebruik van overheidsinstrumenten op het terrein van risicokapitaal?

## "Wat was een reden waarom u voor publieke financiering koos?" (n = 11)



Figuur 7-2 - Respons op enquêtevraag "Wat was de reden waarom u voor publieke financiering koos?"

In de vragenlijst is een vraag opgenomen die specifiek de beweegredenen van ondernemers om publiek financiering te zoeken onderzoekt. Bij de vraag waren er drie antwoordmogelijkheden. Ook was er ruimte voor een open antwoord. Elf van de dertien respondenten gaf aan publieke financiering ontvangen te hebben. Uit Figuur 7-2 volgt dat voor negen van de elf respondenten (81%) publieke financiering werd aangevraagd, omdat private partijen (nog) niet alleen konden financieren. In zeven van de elf gevallen bleek publieke financiering nodig om privaat kapitaal te activeren. Beide bevindingen ondersteunen de achterliggende gedachte van het instrumentarium om marktfalen aan te pakken.

Aan de twee respondenten die geen publieke financiering gebruikten werd de vraag gesteld waarom dit was. Hierbij waren de antwoorden dat de doorlooptijd van het aanvraagproces te lang in beslag nam en dat de onderneming als 'fintech'-onderneming niet in aanmerking kwam voor de publieke instrumenten.

### 7.4.2 Karakteristieken gebruikers instrumenten

#### 3.2 (Deelvraag 2) Wat zijn de karakteristieken van de bedrijven die wel/niet gebruik maken van het instrumentarium?

De karakteristieken van bedrijven die gebruik maken van het instrumentarium is samenvattend weergegeven in Tabel 7-6. De input van de tabel zijn de individuele evaluaties van ieder instrument welke in de afgelopen jaren verricht zijn.

Instrument	Kenmerken aanvragers
Thematische Technology Transfer	<p><b>Type:</b> Spin-offs van universiteiten en kennisinstellingen.</p> <p><b>Fase:</b> Startfase</p> <p><b>Sector:</b> Smart Industry, Circulair, Life Science &amp; Health.</p> <p><b>Regio:</b> Rondom universiteiten/kennisinstellingen. Eindhoven, Utrecht, Leeuwarden, Wageningen.</p>
Vroegefasefinanciering	<p><b>Type:</b> Jonge, innovatieve bedrijven. 83% is max. 3 jaar oud. Vrijwel altijd max. 10 werknemers.</p> <p><b>Fase:</b> Startfase</p> <p><b>Sector:</b> Vooral High Tech Systemen en Materialen, Life Science &amp; Health, Agri &amp; Food, Energie.</p>

	<p><b>Regio:</b> Gebruikers komen vooral uit Noord-Holland, Zuid-Holland en Noord-Brabant.</p>
Regionale Ontwikkelingsmaatschappij	<p><b>Type:</b> Innovatieve (door)startende mkb-bedrijven en snelle groeiers. Met name gericht op transitithema's die moeilijke financiering uit de markt halen.</p> <p><b>Fase:</b> Groei- en doorgroefase</p> <p><b>Sector:</b> Transitiesectoren die moeilijk vanuit markt gefinancierd.</p> <p><b>Regio:</b> Afhankelijk van de regio/provincie waar een ROM gevestigd is.</p>
Innovatiekrediet	<p><b>Type:</b> Jonge, innovatieve bedrijven. Met name toegekend aan bedrijven met een personeelsomvang van 2-10 en 10-50 medewerkers.</p> <p><b>Fase:</b> Groeifase</p> <p><b>Sector:</b> Geen specifieke. Vooral aanvragen uit sectoren Advies &amp; Onderzoek, Industrie en ICT.</p> <p><b>Regio:</b> Gebruikers komen vooral uit Groot-Amsterdam, Zuidoost-Brabant en Utrecht.</p>
Seed Capital-regelingen	<p><b>Type:</b> Aanvragers zijn fondsen. Zij investeren vervolgens vooral in jonge bedrijven (vaak max. 3 jaar oud).</p> <p><b>Fase:</b> Groei- en doorgroefase</p> <p><b>Sector:</b> Vooral ICT, Life Science &amp; Health, High Tech en Energie.</p> <p><b>Regio:</b> Gebruikers komen vooral uit Groot-Amsterdam, Zuidoost-Brabant en Utrecht.</p>
Dutch Venture Initiative	<p><b>Type:</b> Aanvragers zijn fondsen. Zij investeren vervolgens vooral in jonge bedrijven (vaak 3-10 jaar oud).</p> <p><b>Fase:</b> Doorgroefase</p> <p><b>Sector:</b> Vooral ICT, Life Science &amp; Health (DVI-I met name) en voor de rest breed (DVI-II m.n.).</p> <p><b>Regio:</b> Gebruikers komen vooral uit Groot-Amsterdam, Zuidoost-Brabant en Utrecht.</p>
Invest-NL	<p><b>Type:</b> Duurzame en innovatieve ondernemingen die bijdragen aan transitieopgaven.</p> <p><b>Fase:</b> Doorgroei (tickets &gt; €5 mln.)</p> <p><b>Sector:</b> Deeptech, Energie</p> <p><b>Regio:</b> Scope en doelgroep is heel Nederland.</p>
Groeifaciliteit	<p><b>Type:</b> breed mkb, voor groei, herstructurering en bedrijfsovername.</p> <p><b>Fase:</b> Reorganisatie.</p> <p><b>Sector:</b> Vooral Industrie en handel</p> <p><b>Regio:</b> Heel Nederland</p>

Tabel 7-6 – Karakteristieken van gebruikers van de verschillende instrumenten (bronnen: individuele evaluaties per instrument (2022, 2023, 2024))

## 7.4.3 Groei en ontwikkeling van de bedrijven

### 3.3 Stimuleren de regelingen als geheel de doorgroei van bedrijven?

#### In algemene zin

Zoals Tabel 7-1 weergeeft dragen de regelingen als geheel bij aan de doorgroei van bedrijven. Een deel van de instrumenten is doeltreffend (DVI, IK, SC/BA) andere zijn dat gedeeltelijk (GF, VFF, ROM). Voor Invest-NL en de TTT is het nog te vroeg om een effect te observeren. Desondanks blijkt uit geen van de instrument-evaluaties dat een instrument niet bijdraagt aan de doorgroei van bedrijven. Afgaande op de evaluaties van de losse instrumenten, en de onderliggende methoden, dragen de risicokapitaalinstrumenten dus bij aan de doorgroei van bedrijven.

#### Uitkomsten econometrische methoden in losse evaluatie

In een aantal evaluaties is het effect van een risicokapitaalinstrument op de doorgroei van bedrijven cijfermatig bepaald. Als de doorgroei van bedrijven – en de bijdrage van instrumenten daaraan – kwantitatief uitgedrukt wordt, dan zijn omzet, FTE en S&O-uren gebruikelijke indicatoren. Dit omdat deze indicatoren vaak meetbaar zijn voor bedrijven. In de losse evaluaties zijn omzet, FTE en S&O uren als indicatoren voor bedrijfs groei gebruikt.

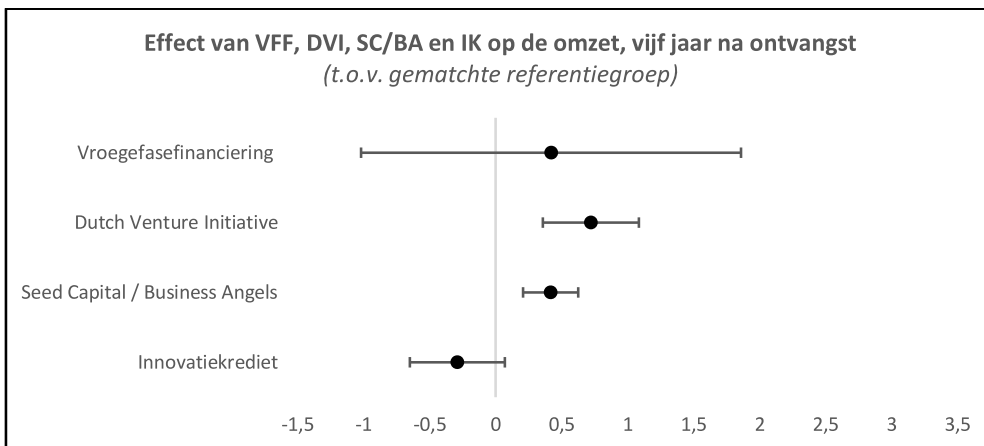
De evaluaties van de Vroegefasefinanciering, Seed Capital/Seed Business Angels & Dutch Venture Initiative en Innovatiekrediet hebben met econometrische methoden het effect van deze instrumenten op omzet, FTE en S&O-uren onderzocht. Omzet, FTE en S&O-uren zijn makkelijk te meten, kwantitatieve indicatoren voor bedrijfsprestaties. Zodoende zijn deze indicatoren geschikt voor econometrische analyses. Met deze econometrische analyses kan onderzocht worden of de instrumenten doeltreffend zijn in hun bestaansreden. De effecten van verschillende instrumenten op omzet (Figuur 7-3), FTE (Figuur 7-4) en S&O-uren (Figuur 7-5) vijf jaar na gebruik zijn in de onderstaande ‘forest plots’ weergegeven.

De losse evaluaties van de instrumenten vormden de input voor de forest plots. Voor vier instrumenten (VFF, DVI, SC/BA en IK) zijn econometrische analyses gedaan. Deze analyses richten zich op de effecten tot vijf jaar na het ‘behandel-moment’.<sup>92</sup> Om een goede vergelijking tussen de instrumenten te maken is een gelijke onderzoeksmethode vereist. Voor alle vier de instrumenten gold dat er een vergelijkbare econometrische analyse is verricht waarbij het effect na vijf jaar, ten opzichte van een op statisch gebied vergelijkbaar bedrijf, gekwantificeerd is. Daarom zijn de effecten verkregen uit deze – gelijke – onderzoeksopzetten gebruikt voor de forest plots.

Figuur 7-3 toont aan dat vijf jaar na gebruik het instrument Dutch Venture Initiative gemiddeld genomen het grootste effect (de stip in de figuur) heeft op de omzet van gebruikers ten opzichte van de referentiegroep.<sup>93</sup> De standaardfoutmarge (weergegeven met de lijntjes) voor Dutch Venture Initiative is kleiner, dit is af te lezen aan de . Dit maakt de schatting betrouwbaarder. Anderzijds zien we ook dat de standaardfoutmarge van VFF groter is. Er bestaat zodoende een kans dat het effect van VFF op omzet groter is. Verder valt op dat Innovatiekrediet een negatief effect heeft op de omzet ten opzichte van de referentiegroep. Dit kan – zoals ook in de individuele evaluatie besproken wordt – te maken hebben met het feit dat innovatieve bedrijven in de jaren waarin de innovatie ontwikkeld wordt verliesmakend zijn.

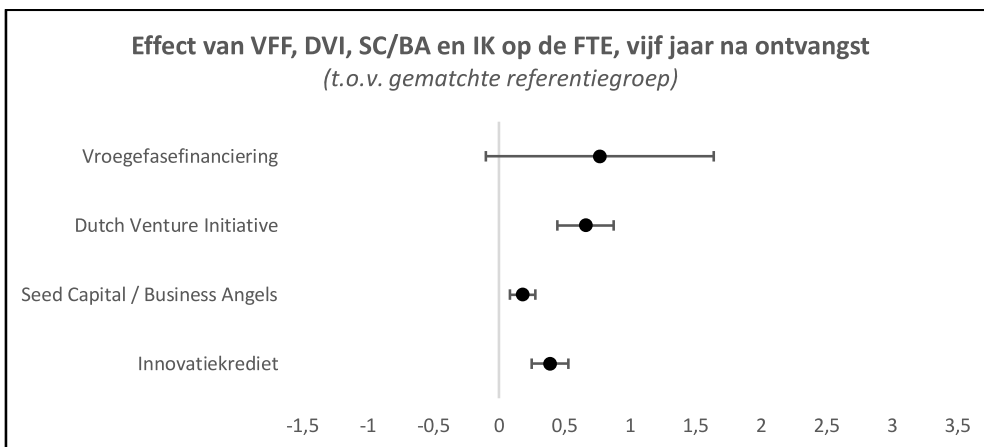
<sup>92</sup> Het behandel-moment is het moment in de tijd waarop een aanvrager/ontvanger van een instrument dit betreffende instrument daadwerkelijk ontvangt. Vanaf dat moment mag worden aangenomen dat het instrument zijn werking gaat doen en het bedrijf dus een andere ontwikkeling op verschillende indicatoren gaat vertonen ten opzichte van vergelijkbare bedrijven.

<sup>93</sup> De referentiegroep bestaat uit bedrijven die volgens *propensity score matching* het meest vergelijkbaar zijn met de groep ontvangers van instrument X. Hierdoor kunnen de ‘gebruikers’ vergeleken worden op omzet, FTE en S&O uren met de ‘niet-gebruikers’. Zo kan het effect van instrument X ingeschat worden.



Figuur 7-3: Effect van risicokapitaalinstrumenten op de log(omzet)

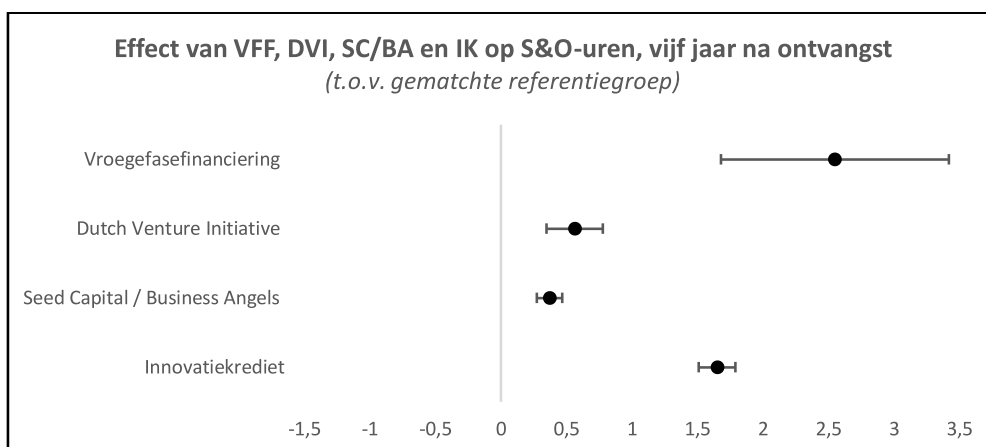
In Figuur 7-4 zien we dat VFF het grootste effect heeft op het aantal FTE dat werkzaam is bij een gebruiker. Het effect is net iets groter dan DVI, maar kent ook een grotere standaardfout. Alle vier de instrumenten hebben een positief effect op de FTE.



Figuur 7-4: Effect van risicokapitaalinstrumenten op de log (FTE)

Tot slot zien we in Figuur 7-5 dat de vier onderzochte risicokapitaalinstrumenten allen een positief effect hebben op het aantal uren dat wordt besteed aan Speur- en Ontwikkelingswerkzaamheden. Alle effecten zijn positief bevonden. De instrumenten dragen dus bij aan de innovatie-inzet van de gebruikers van risicokapitaalinstrumenten.





Figuur 7-5: Effect van risicokapitaalinstrumenten op de log(S&O-uren)

## 7.5 Effect op de inzet van privaat kapitaal

### 3.1.c In welke mate is de samenhang van het overheidsinstrumentarium effectief in het mobiliseren van privaat kapitaal?

Op basis van de individuele evaluaties en interviews kan verondersteld worden dat elk van de samenhangende instrumenten in staat is om onafhankelijk van elkaar een hefboomeffect te bewerkstelligen. Bij ROM's, Seed Capital en DVI is de zogeheten multiplier ook gekwantificeerd (Tabel 7-7). De balans tussen publiek geïnvesteerd geld en privaat geïnvesteerd geld is een belangrijk gegeven. Beide kanten zijn de afgelopen jaren in ontwikkeling geweest. Zo is er sprake van een professionele sector die in staat is om fondsen van begin tot einde te managen. Maar, bij het opzetten van nieuwe instrumenten door de overheid, kiest de overheid er ook steeds meer voor om zelf het management ter hand te nemen (via ROM, Invest-NL) en dit niet aan de markt over te laten

### 7.5.1 Multiplier op publieke middelen

Instrument	Fase	Multiplier
TTT	Startfase	Er wordt geen specifiek getal genoemd. Wel wordt er bij de TTT een hefboomeffect verondersteld.
Vroegfasefinanciering	Startfase	Multiplier is niet gekwantificeerd. Wel is bekend dat VFF-aanvragers (zowel succesvolle als niet-succesvolle aanvragers) een statistisch significant grotere kans op vervolfinanciering hebben. VFF 'de-risked' een startup voor private financiers.
ROM's	Groei- en Doorgroefase	Hefboomwerking van 3 tot 6.
Innovatiekrediet	Groefase	Alleen (kwalitatief) beschreven dat IK helpt om risicoperceptie bij private financiers te mitigeren.

Seed Capital	Groei- en Doorgroefase	50,3% in 2018–2022 en 50,8% van het kapitaal is afkomstig uit private middelen. Dit resulteert in een multiplier van meer dan 2.
Dutch Venture Initiative	Doorgroefase	DVI-I geschat op 4,1 en DVI-II 7,7
Invest-NL	Doorgroefase	'Bang fort he buck' (multiplier) is nog niet onderzocht.
Groefaciliteit	Reorganisatie	Groefaciliteit helpt vreemd vermogen te ontsluiten voor het mkb door de solvabiliteit te verbeteren. Solvabiliteit is vaak een struikelblok bij het verkrijgen van vreemd vermogen.

Tabel 7-7 Multiplier per instrument

## 7.5.2 Ontwikkeling van de private risicokapitaalmarkt

De private risicokapitaalmarkt in Nederland heeft de afgelopen jaren aanzienlijke veranderingen doorgemaakt. In 2021 was er een grote piek in investeringsbedragen en financieringsrondes, maar sindsdien heeft een correctie plaatsgevonden. Hogere energieprijzen, stijgende rentes en geopolitieke onrust hebben geleid tot terughoudendheid bij risicofinanciers, met name in de latere fases. Investeringsniveaus en mediane waarderingen zijn gedaald, hoewel de impact op de brede markt minder groot is dan vaak gesuggereerd wordt door de media. Daarnaast groeit de rol van crowdfunding. Hierbij wordt kapitaal dat bij kleinere investeerders of zelfs huishoudens zit geactiveerd. Crowdfunding biedt risicokapitaal aan maatschappelijke ondernemingen of juist aan het brede mkb.

Er is echter een groeiende focus op maatschappelijke transitie. Steeds meer financiers richten zich op onderwerpen zoals energietransitie, duurzaamheid en sociale initiatieven. In Europa wordt ongeveer 30% van alle investeringen gedaan in 'climate tech' bedrijven, een verdrievoudiging sinds 2021. Nederland zet met de Nationale Technologiestrategie sterk in op deeptech en verbeterde toegang tot financiering voor startups en scale-ups.

Ondanks deze positieve ontwikkelingen in specifieke sectoren, blijft de kennis over (diep-)technologische ontwikkelingen een uitdaging bij risicofinanciers. Traditionele beoordelingsmethoden domineren nog steeds, hoewel grotere financiers in latere fases meer gebruik maken van data. Met het wegvallen van de Groeifonds aanvraag voor het Deltaplan Valorisatie kan er een knelpunt ontstaan in de voorbereidingsfase, wat mogelijk de vraag naar publieke financiering zal vergroten. De combinatie van deze factoren schetst een beeld van een dynamische maar uitdagende markt die zich aanpast aan zowel economische als maatschappelijke veranderingen.

## 7.6 De doeltreffendheid nu en in de toekomst

### 3.1.d In welke mate draagt de samenhang van het risicokapitaalinstrumentarium bij aan het missiegedreven innovatiebeleid en het creëren van maatschappelijke impact?

De instrumenten dragen niet alleen bij aan financiële doelstellingen, maar ook juist aan maatschappelijke doelstellingen. In de paragrafen hierna beschrijven we de bijdrage aan het missiegedreven innovatiebeleid, maatschappelijke doelstellingen en eventuele andere effecten van het instrumentarium.

#### 7.6.1 Bijdrage aan het missiegedreven innovatiebeleid

De verschillende instrumenten dragen in meer of mindere mate bij aan het missiegedreven innovatiebeleid. Invest-NL heeft een heel duidelijk mandaat en een heel duidelijke opdracht om aan maatschappelijke opgaven te werken die aansluiten bij het missiegedreven innovatiebeleid. Ook voor TTT geldt dat deze direct aansluiten op het innovatiebeleid. Andere instrumenten zoals Groeifaciliteit, VFF en Innovatiekrediet zijn juist generiek ingestoken om alle sectoren en bedrijven de kans te geven deel te nemen. ROM's vallen hier tussenin met vaak wel een aantal speerpunten die goed aansluiten op de topsectoren.<sup>94</sup> De speerpunten zijn vaak regionaal georiënteerd en hebben deels overlap met de landelijke speerpunten. Voor de Seed Capital regeling geldt dat door de specifieke calls aansluiting wordt gezocht bij het missiegedreven innovatiebeleid.

Voor een aantal instrumenten wordt zichtbaar dat de inzet van de instrumenten een positief effect hebben op innovatie. De Seed Capital (inclusief BA) regeling, DVI, VFF en IK laten allemaal zien een positief effect te hebben op het aantal S&O uren.<sup>95</sup> Voor de andere evaluaties is het niet op dit niveau uitgewerkt.

Ook wordt inzichtelijk dat de R&D intensiteit de afgelopen jaren is toegenomen van 2,15% van het BBP in 2015 tot 2,27% van het BBP in 2021. Hoewel dit effect niet specifiek toe is te wijzen aan de inzet vanuit het risicokapitaalinstrumentarium (de inzet op R&D wordt door meerdere andere interventies en uiteraard ook de inzet van het bedrijfsleven zelf beïnvloed), draagt het instrumentarium hier wel degelijk aan bij. Op dit moment is onze inzet op R&D boven het gemiddelde van de Europese Unie (2,16%), maar nog wel onder het OESO-gemiddelde (2,72%).

Op het European Innovation Scoreboard (EIS) staan de prestaties van EU-landen waar het gaat om onderzoek en innovatie. Nederland staat in 2023 op de vierde plek. Nederland behoort tot de kopgroep van innovatieleiders (25 procent boven het EU-gemiddelde).<sup>96</sup>

#### 7.6.2 Creatie van maatschappelijke impact

Maatschappelijke impact wordt in de onderliggende evaluaties op twee verschillende manieren gedefinieerd. Enerzijds gaat het om economische factoren zoals het effect op werkgelegenheid en kennisontwikkeling. Daarnaast gaat het over het effect op de bijdrage aan maatschappelijke vraagstukken.

Uit de individuele rapportages blijkt dat de Seed Capital (inclusief BA) regeling, DVI, VFF en IK een positief effect hebben op werkgelegenheid.<sup>97</sup> Voor de andere evaluaties is dit niet onderzocht.

<sup>94</sup> Evaluatie ROM's 2016-2020, Buck Consultants International, 2022

<sup>95</sup> Evaluaties Seed Capital en DVI, VFF, Innovatiekrediet.

<sup>96</sup> Bedrijvenbeleidinbeeld.nl/kernindicatoren

<sup>97</sup> Evaluaties Seed Capital en DVI, VFF, Innovatiekrediet.

Over bijdragen aan maatschappelijke vraagstukken en transities zijn de individuele evaluaties minder uitgesproken. Wel wordt duidelijk dat instrumenten hier steeds meer aandacht voor vragen. Voor veel instrumenten geldt dat in de aanvraag een beschrijving van de bijdrage aan maatschappelijke vraagstukken wordt gevraagd. Ook is het bij Invest-NL in het doel vastgelegd dat het bij dient te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven.

In de evaluaties van VFF en Innovatiekrediet wordt genoemd dat er wel een vermoeden is dat de financieringen bijdragen aan het creëren van maatschappelijke impact maar dat dit nog moeilijk aan te tonen is door de vroege fase van de bedrijven.

### 7.6.3 Andere effecten van het instrumentarium

#### 3.4 Welke externe effecten zijn er gelet op bijv. het vestigingsklimaat, mogelijk niet in beeld?

Uit de onderliggende evaluaties en de interviews hebben we beperkt nieuwe beelden opgehaald over mogelijke externe effecten die nog niet in beeld waren. Door diverse respondenten wordt benoemd dat het instrumentarium er aan heeft bijgedragen dat de sector van risicokapitaal is geprofessionaliseerd. Hiermee ontstaat nu een markt waarop institutionele partijen ook kunnen investeren.

Als het gaat over het vestigingsklimaat wordt in interviews vooral aangegeven wat het belang is van beleidscontinuïteit. De specifieke risicokapitaalinstrumenten worden niet direct gelinkt aan een beter of minder vestigingsklimaat.

### 7.6.4 Toekomstverwachtingen

De huidige instrumenten zijn breed opgezet, maar kunnen flexibel ingezet worden. Nieuwe beleidsthema's of transities kunnen met het instrumentarium worden bediend door relatief kleine aanpassingen te doen of het instrumentarium gericht in te zetten. Daarmee is het instrumentarium toekomstbestendig.

Strategische autonomie is een onderwerp dat steeds vaker wordt genoemd als een reden voor overheidsinterventie. Het is een relatief nieuw argument waarom de overheid kan optreden als financier. Indien de instrumenten worden ingezet om ook aan strategische autonomie te werken kan dit effect hebben op hoe de instrumenten worden ingezet.

Bijvoorbeeld door op sommige terreinen meer direct te investeren om ervoor te zorgen dat technologie niet in (ongewenste) buitenlandse handen terecht komt. Het is onzeker of het huidige instrumentarium voldoende ruimte biedt voor handelen in het kader van strategische autonomie.

## 7.7 Tussenconclusie

Gedeeltelijke beantwoording van hoofdvraag 1: Is de samenhang van het publieke risicokapitaalinstrumentarium met haar verschillende uitvoerders en mate van subsidiëring effectief in het wegnemen van knelpunten op de risicokapitaalmarkt en slagen de samenhangende instrumenten erin om de toegang tot risicokapitaal te vergroten?  
En hoofdvraag drie: Zijn de instrumenten en de samenhang daartussen doeltreffend?

### **Tussenconclusie:**

- Het samenhangende risicokapitaalsysteem is effectief, knelpunten zoals het gebrek aan kapitaal en sectorale uitdagingen worden geadresseerd en ondernemers krijgen toegang tot risicokapitaal voor de financiering van hun plannen.
- De geconcludeerde samenhang is te zien op verschillende niveaus:
  - Er is sprake van op elkaar aansluitende instrumenten over de verschillende levensfasen:
    - Het instrumentarium is voor ondernemers in heel Nederland beschikbaar. VFF is hierop de uitzondering, waar diverse provincies niet aan deelnemen aan de regionale variant. Hiervoor is de landelijke regeling het vangnet.
  - De financieringsvormen die benut worden (converteerbare lening, participaties en garanties) zijn passend voor de fase waarin de ondernemers opereren. Hoewel leningen door ondernemers geprefereerd worden, sluiten deze niet aan bij de fase waarin startups en scale-ups zich bevinden.
  - De meeste instrumenten zijn generiek opgezet en bieden op die manier in den brede mogelijkheden voor de verschillende sectoren en kunnen tevens specifiek gemaakt worden door calls zoals bij Seed capital en TTT is gedaan.
  - In de levensfasen tot de groeifase zijn passende instrumenten beschikbaar, ondernemers stappen op verschillende momenten in- en uit het publieke aanbod, om vanuit de markt verder gefinancierd te worden. Veelal zijn dit één tot twee (opvolgende) instrumenten
  - De doelgroep startups en scale-ups staat centraal in het publieke risicokapitaalmarktinstrumentarium en wordt hiermee goed bediend
    - Het innovatieve mkb komt alleen aan bod bij VFF, en kent daarmee geen mogelijkheden in het totale instrumentarium. Het brede mkb wordt eveneens heel beperkt (enkel – indirect – door de Groeifaciliteit) bediend vanuit de instrumenten.
- De verschillende instrumenten hebben een positief effect op de groei van omzet, werkgelegenheid en speur- en ontwikkelwerkzaamheden.

# 8. De doelmatigheid van het instrumentarium

## 8.1 Inleiding

De doelmatigheid is, zoals dit door het Kenniscentrum voor Beleid en Regelgeving wordt gedefinieerd: "De mate waarin de prestaties en effecten van beleid tegen de laagst mogelijke inzet van (financiële) middelen en ongewenste neveneffecten worden bewerkstelligd, dan wel de mate waarin met de inzet van een bepaalde hoeveelheid (financiële) middelen de maximale prestaties en effecten van beleid worden gerealiseerd tegen zo min mogelijk ongewenste neveneffecten".

Het totaal van het risicokapitaalinstrumentarium wordt hierna gezien vanuit de kosten, alternatieven, samenwerking en de waardering van het instrumentarium. Dit hoofdstuk is vooral analytisch van aard. De verschillende bevindingen en bronnen uit het onderzoek worden hier gecombineerd om te komen tot een analyse van de doelmatigheid.

## 8.2 Een kostenefficiënt instrumentarium?

### 8.2.1 De efficiëntie van de individuele instrumenten

#### 4.1 In welke mate is het overheidsinstrumentarium met verschillende uitvoerders, gezien in samenhang, kostenefficiënt?

Voor elk van de individuele instrumenten is via de recente evaluaties inzicht gegeven in de kosten die met de uitvoering samenhangen. Dit resulteert in het volgende overall beeld:

Instrument	Kosten voor de uitvoering	Revolverendheid van het instrument	Mate van doelmatigheid
Thematische Technology Transfer regeling. <sup>98</sup>	Uitvoeringskosten van EZK, RVO en NWO voor het onderzoeksdeel van het Toekomstfonds: €4,18 miljoen voor de periode 2014-2037	De maximale revolverendheid is ingeschat op 76%.	Te korte looptijd om in te schatten wat het instrument oplevert
Vroegefase-financiering. <sup>99</sup>	Jaarlijkse kosten <sup>100</sup> voor: RVO 2,4%, NWO 1,7% en 1,3% regionale fondsen.	Revolverendheid naar schatting 35-45% waarbij het (verwachte positieve) effect van de CLA's nog niet zichtbaar is.	In vergelijking met marktfondsen waarvoor een vergoeding van 2-2,5% als norm wordt gesteld, is de uitvoering doelmatig.  Regionale fondsen werken (verplicht) tegen lagere kosten

<sup>98</sup> Evaluatie Toekomstfonds 2015-2021, 2023, Dialogic

<sup>99</sup> Evaluatie Vroegefasefinanciering, 2024, Technopolis, Dialogic & SEO,

<sup>100</sup> Kosten ten opzichte van de omvang het instrument

			dan de andere twee uitvoerders, dit lijkt geen houdbare situatie.
ROM's <sup>101</sup>	De bijdrage aan de kosten van de ROM's richt zich op de ontwikkeltaak € 28 miljoen (€ 22 miljoen regio, € 6 miljoen EZK). De investeringstaak dient vanuit het rendement van investeringen bekostigd te worden. Er zijn geen cijfers beschikbaar uit de evaluatie van de kosten voor het managen van de fondsen.	Voor de investeringstak dienen de ROM-fondsen 100% revolverend te zijn (over langere termijn) na aftrek van kosten. Het effect van de inspanningen op deze taak wordt slecht bijgehouden. Er is geen inzicht in de daadwerkelijke revolverendheid geboden in de evaluatie van de ROM's. <sup>102</sup>	Doelmatigheid niet vast te stellen.
Innovatiekrediet <sup>103</sup>	€4 miljoen per jaar	Binnen de evaluatieperiode wordt geschat dat ongeveer 60% van de middelen weer terugvloeit. Dit ligt in lijn met de streefwaarde van RVO, echter blijkt het beleidsmatig enigszins onduidelijk welk revolverendheidspercentage precies wordt nagestreefd.	Ja, maar geen eenduidig beeld van welke norm zou moeten worden gehaald
Seed capital Regeling <sup>104</sup>	Uitvoeringskosten van RVO voor SC- en BA-regelingen was in 2018: bijna €1,7 miljoen Was in 2022: ruim €2,2 miljoen	Over de periode 2018-2022 was de revolverendheid 59%.	Geen duidelijk oordeel
Dutch Venture Initiative <sup>105</sup>	Bij DVI-I: € 1,1 miljoen per jaar. Bij DVI-II: € 1,5 miljoen per jaar.	Bij DVI-I is 41% van de investering terugverdiend. Bij DVI-II is dat 33%. Uiteindelijk wordt DVI-I naar verwachting voor 157% terugverdiend. Bij DVI-II ligt dat op 155%.	Doelmatigheid is moeilijk te bepalen. DVI heeft voor het Rijk beperkte uitvoeringskosten, wel opbrengsten. Doelmatigheid is zodoende hoog. DVI bereikt zijn doel en

<sup>101</sup> Evaluatie ROM's 2016-2020, Buck Consultants International, 2022

<sup>102</sup> Voor de provinciale fondsen onder management bij ROM's wordt dit wel beoordeeld, maar voor het participatiefonds in de ROM's waarin EZK deelneemt is dit niet het geval.

<sup>103</sup> Evaluatie Innovatiekrediet 2018-2022, 2024, Technopolis, SEO, Dialogic

<sup>104</sup> Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angel regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022, 2024, Dialogic, SEO & Technopolis

<sup>105</sup> Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angel regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022, 2024, Dialogic, SEO & Technopolis

			kent substantiële opbrengsten.
Invest-NL <sup>106</sup>	€ 10 miljoen subsidie vanuit EZK voor ontwikkeltak, De investeringstak dient vanuit het rendement van investeringen bekostigd te worden. Er zijn geen cijfers beschikbaar uit de evaluatie van de kosten voor het managen van de fondsen.	Niet bekend, recent gestart. Het normrendement is vastgesteld op 2%.	Geen oordeel uit de evaluatie die opgesteld is over Invest-NL
Groefaciliteit <sup>107</sup>	Over de periode van 2007-2023 kosten € 6,2 miljoen, dat is 2,3% van het totaal aan verstrekte garanties.	N.v.t. i.v.m. karakter van het instrument (garantie op investeringen)	Ja, maar niet volledig kostendekkend

Tabel 8-1: Overzicht oordeel doelmatigheid evaluaties instrumenten

De doelmatigheid van het geheel is moeilijk te beantwoorden. De wijze waarop de kosten inzichtelijk gemaakt zijn door de uitvoerders van de instrumenten c.q. de wijze waarop deze in de verschillende evaluaties zijn uitgewerkt maakt dat deze niet tegen elkaar af te zetten zijn. Het is wenselijk om ten behoeve van een goede oordeelsvorming over de doelmatigheid te werken met relatieve kosten ten opzichte van het volume van het instrument. In sommige gevallen wordt gewerkt met uitvoeringskosten per uitgezet kapitaal, bij andere evaluaties de uitvoeringskosten over het fondsvermogen. Een vergelijking van de doelmatigheid van de uitvoerders is, behalve van VFF, niet mogelijk. Terwijl dit bijvoorbeeld bij de ROM's en Seedfondsen wel passend zou zijn, om zo ook te kunnen leren van de verschillen in efficiëntie.

De verschillende evaluaties concluderen dat de instrumenten op zich voldoende kostenefficiënt opereren. Op basis van deze conclusies, en dat we in hoofdstuk 7 concluderen dat het systeem grotendeels doeltreffend is, kan worden opgemaakt dat de kostenefficiëntie van het systeem ook voldoende kostenefficiënt is.

Ten aanzien van de revolverendheid (als indicator van de mate waarin de middelen die ingezet worden, weer terugvloeien naar het instrument), zien we een vergelijkbaar beeld. Cijfers ontbreken of het instrument is nog maar kort ingezet waardoor deze niet betrouwbaar zijn. Ook ontbreken soms de doelstellingen ten aanzien van de revolverendheid. In onderliggende evaluaties wordt gepleit voor een langere periode om de revolverendheid te bezien. Het duurt vaak langer voordat de revolverendheid zichtbaar wordt. De gepresenteerde cijfers zijn vaak een sterke onderschatting van de verwachte revolverendheid.

Ten aanzien van de doelmatigheid wordt als gevolg van voorgaande soms afgeweken van het oordeel wat in de evaluaties van de instrumenten is gegeven.

<sup>106</sup> Tussentijdse evaluatie Invest-NL Dialogic & RSM, 2022

<sup>107</sup> Evaluatie Groefaciliteit, 2024, Decisio & KplusV



## 8.2.2 Samenwerking tussen de uitvoerders

### 4.3 Hoe werken de verschillende publieke uitvoerders met elkaar samen?

#### De huidige invulling van de samenwerking

De samenwerking tussen de instrumenten is divers. Tussen een aantal uitvoerders is deze goed georganiseerd en wordt frequent samengewerkt. Tussen andere uitvoerders is deze samenwerking niet uitgewerkt en/of georganiseerd. Samenwerking tussen de verschillende ROM's is bijvoorbeeld goed georganiseerd en ook Invest-NL is op deze samenwerking aangehaakt. Samenwerking tussen andere instrumenten vindt daarentegen vooral plaats op individueel initiatief. Zo hebben ROM's en Seed Capital fondsen op individueel niveau wel contact met elkaar, maar is dit niet structureel georganiseerd tussen beide instrumenten.

Vanuit de gesprekken volgt ook dat samenwerking van de partijen iets later in de customer journey van de ondernemer weinig contact hebben met RVO. Diverse fondsmanagers van Seed Capital fondsen geven bijvoorbeeld aan dat het gebruik van IK bij portfoliobedrijven vooral afhangt van de bekendheid van het instrument ook bij de fondsmanagers. Er vindt op dat niveau geen structurele samenwerking plaats wat ervoor zorgt dat het publieke instrumentarium beter benut kan worden. Ook contact met business angels in de vroege fase is voornamelijk gericht op transacties en niet op langere termijn samenwerking.

Ook de relatie met EZK verschilt tussen de publieke uitvoerders. Daarbij is de samenwerking deels formeel en deels informeel. Het verschilt ook per instrument hoe het is georganiseerd. Interessant is bijvoorbeeld de aansturing van de ROM's: EZK is vaak samen met provincies en soms met gemeenten en kennisinstellingen aandeelhouder én subsidiënt. Daarnaast stuurt EZK RVO aan om instrumenten uit te voeren, die in het geval van VFF dan ook weer via ROM's lopen. Dit maakt aansturing en samenwerking soms ingewikkeld.

#### Verbeterde samenwerking mogelijk

- Er wordt door publieke financiers vaak de nadruk gelegd op het realiseren van een zogenaamde "**one-stop-shop**". Een ondernemer kan hier terecht voor het eerste startkapitaal, tot aan het groeikapitaal van vele tientallen miljoenen.
  - In eerdere onderzoeken naar dienstverlening naar ondernemers,<sup>108</sup> is al vastgesteld dat het veel meer dient te gaan om de samenwerking daadwerkelijk in te vullen (bijvoorbeeld no wrong door principe en uitwisseling van informatie), dan te streven naar een één allesomvattende organisatie. De ondernemer kan zo de keuze blijven maken waar deze bediend wil worden.
  - Het huidige beleid heeft bijgedragen aan het ontstaan van een breed landschap van financieringsmogelijkheden. Er zijn veel nieuwe fondsen bijgekomen, dit zijn professionele organisaties die effectief opereren en bijdragen aan de doelstellingen van EZK in het systeem.
  - Over dit punt wordt duidelijkheid over rollen in het systeem vaak genoemd als onderdeel om de samenwerking te verbeteren. Het gaat dan onder andere om duidelijkheid over welke partij welke soort financieringen doet (direct / indirect).
- Samenwerking wordt soms belemmerd vanuit het argument van privacy, waardoor **informatie-uitwisseling** niet kan plaatsvinden. Het zou meer mogelijk moeten zijn om de uitwisseling tussen instrumenten te vergroten.
- Diverse ROM's investeren vanuit provinciale middelen in **marktfondsen**, die soms ook middelen ontvangen vanuit Seed Capital en/of DVI. Met deze marktfondsen wordt samen opgetrokken in het beoordelen van dealflow, investeringen en het delen van netwerken.

<sup>108</sup> Zoals [Dienstbare dienstverlening | Rapport | Rijksoverheid.nl](#)

- Er is **weinig vaste afstemming** tussen partijen. De afstemming die er is, is primair transactiegericht. Op papier sluiten de instrumenten op elkaar aan, de actoren die uitvoering geven aan de instrumenten werken voor hun deel vaak goed samen om te komen tot een transactie.  
Tegelijkertijd constateren we vanuit de meta-analyse dat deze actoren een schakel in een groter geheel zijn en dat zij zich daar niet altijd bewust van zijn. Dat betekent dat de samenwerking tussen de schakels (verschillende fasen/instrumenten) nog beter kan met daarbij de verwachting dat ondernemers makkelijker financiering kunnen ophalen. De onderneming is in beeldspraak een estafettestok die wordt doorgegeven aan een volgende financier en/of instrument. De overdracht daarvan kan beter door het bewustzijn bij de actoren te vergroten over het systeem en de rollen daarbinnen. Ook de inzet van data/AI is daarin een interessante mogelijkheid.
- Belangrijk in de samenwerking is de wijze waarop partijen elkaar ontmoeten:
  - De brancheorganisatie voor participatiemaatschappijen (NVP) fungeert als een belangrijke aanjager van de samenwerking tussen fondsen en kennisdeling tussen partijen.
  - Voor Business-angels ontbreekt een dergelijke sterke verbindende partij. De activiteiten worden primair ingevuld op het niveau van de platforms/intermediairs waar de angels zich aan verbinden.
  - Met de start van de samenwerking ROM-NL treffen de ROM's elkaar en verbeteren zo de bovenregionale samenwerking. Investeringsfondsen van provincies die door marktpartijen worden gemanaged maken geen deel van uit nationale verbanden (anders dan in sommige gevallen de NVP).
- Er wordt veel gesproken over de inzet van pensioenfondsen voor risicokapitaalfondsen. Om dit effectief te benutten is samenwerking ook van belang. De bedragen die hiermee gemoeid zijn, zijn groot en dat is alleen voor de grotere organisaties te behappen. Die bouwen hiervoor weer op de partijen in de levensfase voor hen.

### 8.2.3 De efficiëntie van de instrumenten in samenhang

Het is van belang dat er geen **doelstellingen** gesteld zijn door het Rijk over de doelmatigheid die het systeem van instrumenten dient te behalen. Wat zijn acceptabele kosten van het geheel? En wat zijn **acceptabele kosten** voor het management van verschillende instrumenten? De Europese Commissie heeft dit voor verschillende instrumenten uitgewerkt.<sup>109</sup> Voor marktfondsen (TTT, Seed) en Regiodeel VFF zijn wel plafonds vastgesteld.

En welke **revolverendheid** dient behaald te worden met het totaal aan interventies? Want daar waar VFF en provinciefondsen een lage revolverendheid kunnen hebben, kan mede dankzij dit soort financieringen een (soms heel hoog) rendement gemaakt worden bij bijvoorbeeld de Seed Capitalfondsen, DVI-I, Invest-NL en ROM's. Het is van belang om de revolverendheid op het geheel van het instrumentarium te kunnen zien. Het kan voeding geven aan het belang van verlieslatende financieringen in de vroege fase, als inzichtelijk is dat in latere fasen de vruchten geplukt kunnen worden.

Vanuit de losse evaluaties blijkt dat de instrument efficiënt zijn ingericht. De efficiëntie van het systeem kan nog verder worden ingericht door samenwerking ter verbeteren tussen partijen en daarmee ook samenhang te verbeteren (denk ook aan het delen van informatie). Dit kan mogelijk leiden tot efficiëntie op andere vlakken dan in kosten zoals kortere doorlooptijden van financieringsrondes, meer combinaties tussen instrumenten waardoor complexe financieringen beter aan geld komen en bedrijven sneller kunnen groeien.

<sup>109</sup>Guidance for Member States on eligible management costs and fees: [guidance\\_ms\\_eligible\\_costs\\_fees.pdf \(europa.eu\)](https://european-council.europa.eu/media/en/press-communications/infographic/infographic_guidance_ms_eligible_costs_fees.pdf)

## 8.3 Kostenefficiënte alternatieven

**4.2 Is de vormgeving van het overheidsinstrumentarium zodanig vormgegeven dat de daarmee beoogde doelen tegen de laagst mogelijke maatschappelijke kosten worden bereikt? Welke beleidsalternatieven zijn eventueel te overwegen, zowel door middel van financieel als niet financieel beleid?**

De inzet voor de risicokapitaalmarkt vindt plaats vanuit een basis die al meerdere jaren bestaat, en verfijnd is bijvoorbeeld door het toevoegen van mogelijkheden voor business-angels en de start van Invest-NL. Eerdere evaluaties en onderzoeken hebben bijgedragen aan deze vernieuwing en uitbreiding van het instrumentarium. Binnen de instrumenten zijn ook nu nog verbeteringen mogelijk (zie onder meer 9.2). Het palet aan instrumenten zelf is doelmatig en heeft haar functie bewezen.

Er zijn ook alternatieve (of vaak ook aanvullende) invullingen die kunnen bijdragen aan het behalen van de doelstellingen. Deze zijn naar voren gekomen in de verschillende onderdelen van dit onderzoek, waaronder de internationale verkenning.

### 8.3.1 Alternatieve instrumenten voor het mobiliseren van privaat kapitaal

Vanuit de beleidstheorie is het mobiliseren van privaat kapitaal een centraal onderdeel van het beleid. Doel is dat deze middelen hun weg vinden naar bedrijven die het kapitaal nodig hebben. De markt regelt het op die manier (grotendeels) zelf. Alternatieven en aanvullingen op het instrumentarium die nu niet worden ingezet in Nederland zijn:

- De meest in het oog springende invulling om privaat kapitaal te mobiliseren is het bieden van **fiscale voordelen**, zoals bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk dit al jarenlang doet.<sup>110</sup> Het blijkt dat dit nog altijd zorgt voor veel mobilisatie van privaat kapitaal in de vroegste fases.
- Meer inzetten op awareness en **kennisopbouw** bij business angels. Daarmee wordt ook gewerkt aan het mobiliseren van privaat kapitaal en het activeren van latent beschikbaar kapitaal. Er is een onbenut potentieel van vermogende personen die mogelijk willen investeren maar niet goed weten hoe en het daarom niet doen.
- Een ander voorbeeld is de inzet van **institutioneel kapitaal**, waar de eerste voorbeelden nu van ontstaan.<sup>111</sup> Ook vanuit de ROM's en Invest-NL worden hier initiatieven voor ontplooit. Het gaat er dan om, dat institutioneel kapitaal in een vroegere levensfase ingezet wordt dan nu het geval is. Hoe dit geld uiteindelijk in de markt komt moet worden uitgewerkt. Is dat direct in de markt als directe geldschieter in fondsen of via bijvoorbeeld Invest-NL als verdeler zodat het als fund-in-fund kan worden ingezet. Het gaat uiteindelijk om het voldoende kunnen afdekken van risico's en goede communicatie over het potentieel van de Nederlandse risicokapitaalmarkt.
- In Duitsland worden overheidsinstrumenten ook deels gefinancierd door private partijen. Zo dragen 45 **corporates** bij aan het Hightechgründerfonds en zij financieren 30% van het nieuwste fonds.<sup>112</sup> Ook in het Wachstumsfonds dragen Duitse corporates bij aan het fondsvermogen. Zo wordt ook extra privaat kapitaal gemobiliseerd die gezamenlijk met het geld van het ministerie kan worden ingezet. Zo wordt mogelijk een dubbele multiplier gerealiseerd op het publieke kapitaal doordat zowel op fondsniveau als op het niveau van de investering privaat geld wordt gemobiliseerd.

<sup>110</sup> Via [EIS/SEIS](#)

<sup>111</sup> [Miljoenen voor innovatie door PME-pensioenfondsen | PME-pensioenfondsen](#)

<sup>112</sup> <https://www.htgf.de/en/about-us/>

Een aanvullende ontwikkeling kan komen vanuit en met de universiteiten. Deze komen steeds vaker met **alumnifondsen** waarmee oud-studenten worden uitgenodigd om in een nieuwe generatie spin-offs te investeren. Is bij een aantal universiteiten werkend, maar kan uitgebreid worden, dit is een ontwikkeling die ook elders in Europa plaats vindt.

### 8.3.2 Alternatieve instrumenten voor het vergroten van het aanbod

Het vergroten van het publieke aanbod volgt op het moment dat het private aanbod tekortschiet. Iets wat overigens genuanceerd gezien moet worden, aangezien er ook vaak paripassu (op gelijke voet) met een marktpartij risicokapitaal verstrekt moet worden. Waar kan publiek aanbod nog vergroot worden?

- Het systeem van risicokapitaalinstrumenten is primair ingericht op **hoogtechnologische, kennisintensieve en snelgroeiende bedrijvigheid**. Maar ook voor de groei van het brede mkb is voor een goede opbouw van de balans, risicokapitaal nodig om te groeien en een transitie door te maken.<sup>113</sup> Hiervoor is nog geen landelijk c.q. landsdekkend aanbod.
- Ontsluiten van extra **EIB-middelen** (N.B. mogelijk beperkt door structuur van instrumentarium).
- **Grote tickets** (€ 50-100 miljoen), voor bijvoorbeeld deeptech en/of scale-up, in het verlengde van Invest-NL maar ook ROM vragen om verruimde mogelijkheden. Dit kan naast directie financiering ook met bijvoorbeeld garanties als een soort van 'back stop' om zo meer kapitaal te mobiliseren. Dergelijk instrumentarium zal mogelijk effectiever zijn op een grotere schaal dan Nederland.
- Recent is gepleit voor **industriefondsen**<sup>114</sup> als extra bron voor financiering door middel van sterke samenwerking op Europees niveau. Alhoewel een lange termijn oplossing, kan het voor veel extra kapitaal zorgen voor strategische industriële ontwikkeling.

### 8.3.3 Alternatieve instrumenten voor het opbouwen van kennis en expertise

Door het vergroten van de kennis en expertise bij zowel ondernemers als financiers, kan de risicokapitaalmarkt beter gaan functioneren en het aanbod toenemen. Deze doelstelling kent geen aparte instrumenten, maar is een neveneffect van de huidige instrumenten. Binnen de TTT is dit het meest manifest een onderdeel. Binnen de andere instrumenten wordt dit ingevuld doordat er een sterke risicokapitaalsector ontstaat (zoals DVI wat leidt tot robuuste fondsen met sector kennis en specialisten). Soms wordt er, bijvoorbeeld met sectorale Seed-calls ook gestuurd dat er in bepaalde sectoren nieuwe fondsen ontstaan. Wat zijn hiervoor alternatieve invullingen?

- Kennisontwikkeling van ondernemers, zodat deze succesvolle financiering aantrekken, vindt veelal plaats binnen de **regionale ondersteuningsstructuren**. Door hierin mee te investeren vanuit EZK kan de succesratio omhoog (toekenningen van financieringen) en zal ook de slagingskans van bedrijven vergroot worden (defaults omlaag).
- Er zijn meerdere mogelijkheden voor fondsmanagers/VC's om kapitaal aan te trekken en van daaruit kennis en expertise op te bouwen, en met het VFF-deel via NWO en de inzet van de TTT worden ook de investeringen van en met universiteiten meer ondersteund. Voor **business angels** valt het op dat, behalve de Seed Business Angelregeling, er geen instrumenten zijn voor de opbouw van kennis en expertise zoals bijvoorbeeld in Estland en het VK, waar founders en angels een belangrijk onderdeel zijn van het beleid.

<sup>113</sup> Bijvoorbeeld de publieke investeringsmaatschappij Wadinko en regionale fondsen zoals de FOM en het MKB Fonds Drenthe bedienen deze doelgroep.

<sup>114</sup> FD 22 mei 2024: Werkgevers: minder zuinigheid van Nederland tegenover Brussel; Much more than a market, Enrico Letta, 2024

Bij de customer journey van de business angel (awareness-kennisopbouw en (samen) investeren) is het instrument nu sterk gericht op het investeren, via de Seed Capital Business Angelregeling, terwijl het ook interessant is om te investeren in awareness (mobiliseren van privaat kapitaal) en het opleiden van investeerders (activeren latent beschikbaar kapitaal).

### 8.3.4 Kostenefficiëntie van de alternatieven

De kostenefficiëntie van de gepresenteerde alternatieven en aanvullingen zijn niet voor alle suggesties te geven. Sommige suggesties zorgen voor een relatief kleine verandering, zoals voorlichting en kennisopbouw bij angel investors. Andere alternatieven zoals bijvoorbeeld fiscale voordelen zijn zeer ingrijpend. De kostenefficiëntie van deze maatregelen zouden apart onderzocht moeten worden. Daarbij is het logisch om ook naar andere landen te kijken waar een groot deel van deze alternatieven al (met succes) wordt uitgevoerd.

## 8.4 De aansluiting van het instrumentarium

### 8.4.1 Inleiding

#### 4.5 In welke mate sluiten eisen en aanvraagcriteria van de verschillende instrumenten en uitvoerders op elkaar aan?

Het publieke instrumentarium (zie ook figuur 4.1) is ingevuld vanuit verschillende dimensies. Centraal staan daarin de levensfasen, maar de instrumenten worden ook vormgegeven door de eisen en criteria die van toepassing zijn en de expliciete of soms ook impliciete focus op bepaalde doelgroepen. Dit samenspel bepaalt de mate waarin de instrumenten op elkaar aansluiten.

### 8.4.2 Eisen en criteria

De instrumenten zijn verschillend qua aard. In de tabel hierna zijn de belangrijkste kenmerken weergegeven: de bedragen die verstrekt kunnen worden en het instrument dat ingezet wordt.

Instrument	Bedrag (naar ondernemers)	Instrument (naar ondernemers)
Thematische Technology Transfer regeling	< € 250K	Subsidie/converteerbare lening
Vroegefasefinanciering	€ 50k - € 350k	Converteerbare lening
ROM's	€ 100k - € 5m	Equity/risicodragende lening
Innovatiekrediet	€ 150k - € 10m	Subsidie met terugbetalingsverplichting (in praktijk fungerend als een Lening)
Seed capital Regeling	€ 100k - € 3,5m	Equity/risicodragende lening
Dutch Venture Initiative	N.v.t.	Fund-in-fund, van daaruit Equity/risicodragende lening naar bedrijven
Invest-NL	€ 5m - € 50 mln	Equity/risicodragende lening
Groeifaciliteit	< € 25m	Garantstelling voor equity en achtergestelde leningen

Tabel 8-2 Financieringsvorm per instrument

- De verschillende **bedragen** zorgen ervoor dat er financieringen beschikbaar zijn vanaf minimaal € 50.000 tot enige tientallen miljoenen (via Invest-NL, DVI-fondsen). Er is daarmee een dekkend aanbod. Aandachtspunten hierbij zijn:
  - De financieringsmogelijkheden van Seed Capital en ROM's overlappen. Dit is niet bezwaarlijk, omdat het vereist is dat de publieke financiers op gelijke voet meefinancieren met een marktpartij. Dit maakt een samenspel tussen Seed Capital fondsen en ROM's mogelijk. Dit is (zie 7.3.1) ook de meest voorkomende combinatie bij ondernemers.
  - Vanuit de evaluatie van de Seed Capital regeling blijkt dat de fondsen gemiddeld tot wel € 2 miljoen investeren per bedrijf. Uit de evaluatie van de ROM's komt deze informatie niet naar voren. Ten aanzien van VFF wordt in de evaluatie geadviseerd om het plafond op te trekken naar € 500K. Op basis van voorgaande achten wij het niet onwaarschijnlijk dat het wenselijk is om dit mogelijk te maken.
  - Invest-NL investeert (zie het voorbeeld Aquabattery)<sup>115</sup> ook in kleinere tickets, dan het initieel beoogde € 5 miljoen. Dit maakt dat er een overlap ontstaat met de ROM's, en het zorgt ook voor overlap met de regionale fondsen (veelal ook in beheer bij de ROM's). Het is niet duidelijk of EZK het wenselijk vindt dat publieke financiers met dezelfde bedragen investeren of dat er slecht één publieke partij dient te zijn. Het is ook niet expliciet gemaakt wat de ideale schaal der dingen is: vanaf welke bedragen zijn landelijke fondsen (zoals Invest-NL) de geëigende partij, en tot welk niveau/bedrag kunnen ondernemers het beste in de regio bediend worden.
  - De TTT is een tijdelijke interventie geweest voor een aantal thema's/sectoren. Het is daarmee niet inzetbaar voor de volle breedte van de innovatieve startups in Nederland. Het instrument overlapt deels met VFF, maar kent een veel meer omvattende aanpak, waar de financiële steun slechts een onderdeel van is. Het is aan ondernemers of zij opteren voor de TTT, het NWO-deel in VFF of het regio deel in VFF. De uitvoerders van de instrumenten zelf hebben hier geen rol in. Er zijn verschillende mogelijkheden qua **instrument**, met dien verstande dat niet voor alle fasen dezelfde instrumenten beschikbaar zijn.
  - VFF (sinds enige tijd) en de TTT zetten de converteerbare achtergestelde lening in. Dit is een belangrijke aanpassing en maakt de aansluiting met andere instrumenten (en private partijen) beter mogelijk. Financiering die een onderneming aantrekt, hoeft dan niet ingezet te worden voor de aflossing van schulden (zoals VFF) maar kan ingezet worden voor de groei.
  - VFF dekt 100% van de financieringsbehoefte. In de fase erna acteren vooral ROM's en business angels. Seedfondsen komen veelal later in beeld. Het is dan ook voor kleinere financieringen (€ 350K-€ 750K) niet eenvoudig om een marktpartij als cofinancier te vinden.
  - Het kan bijdragen aan de aansluiting met opvolgende instrumenten dat het wordt gefaciliteerd dat, ook bij VFF, marktpartijen meefinancieren. Ook als hun condities minder gunstig zijn dan die van een publieke financier.
  - De instrumenten zijn ingericht op groei en hoge rendementen. Bijvoorbeeld leningen worden niet aangeboden.
- Ten aanzien van de **aanvraagcriteria** valt op dat:
  - Voor VFF bieden de criteria ruimte om zowel te kiezen voor NWO-financiering als voor financiering vanuit Regio/RVO-vangnet. Academische starters hebben daardoor een bevoorrechte positie. Het is onduidelijk of dit vanuit EZK ook beoogd is.
  - Ook biedt VFF mogelijkheden voor het innovatieve mkb. Er is geen enkel ander instrument wat vervolgens een aansluiting vormt op deze doelgroep. In de criteria (en in de praktijk) van bijvoorbeeld ROM's, Seed Capital et cetera, zijn deze bedrijven niet in scope.

<sup>115</sup> [Groene stroom vraagt investering in groene opslag | Invest-NL](#)

Gelet op de (transitie)uitdagingen bij het mkb zou het verstandig zijn om ook hier te bezien of er (gelijk het systeem voor risicokapitaal) een systeem van financieringsmogelijkheden voor handen is. Voornoemde deel van VFF maakt daar dan onderdeel van uit.

- De investeringsbedragen van ROM's en Invest-NL in theorie goed op elkaar aansluiten, in de praktijk is gebleken dat rondes waar Invest-NL in kan stappen soms pas na de maximale inzet van de ROM's kan plaatsvinden. Hiervoor is de 'ROM range-extender' bedacht waardoor Invest-NL ook kleinere tickets kan financieren dan minimum van €5 miljoen.

### 8.4.3 Levensfasen

De instrumenten richten zich op verschillende levensfasen:

Instrument	Levensfase bedrijf
Thematische Technology Transfer regeling	Vorbereiding
Vroegefasefinanciering	Vorbereiding
ROM's	Start/groei
Innovatiekrediet	Start/groei/doorgroei/volwassen
Seed capital Regeling	Start/groei
Dutch Venture Initiative	Groei/doorgroei
Invest-NL	Groei/doorgroei
Groefaciliteit	Volwassen

Tabel 8-3 Bediende levensfase per instrument

Uit de analyse naar het effect van de instrumenten (zie 7.4) is gebleken dat het niet zo is dat ondernemers "instappen" in de voorbereidingsfase, alle instrumenten gebruiken en vervolgens via Invest-NL hun groeifase naar de "finish" brengen. Er wordt vaak van één of twee elkaar opvolgende instrumenten gebruik gemaakt. Het aanbod dekt de verschillende fasen die er zijn op hoofdlijnen goed.

- In elke fase is aanbod, waarbij er vooral sprake is van "positieve financiering" die ingezet wordt voor ontwikkeling en groei.
  - De economie kent ook neergaande ontwikkelingen. Er zijn voor deze fasen geen permanente instrumenten. Een voorbeeld is de Corona Overbruggingslening die is ingezet om de financieringsproblemen als gevolg van een economische schok te dempen.
  - Er zijn ook geen instrumenten gericht op het risicokapitaal voor overdrachtsvraagstukken, die veelal na de groeifase (plaatsvinden).
- Er zijn regionale verschillen doordat provincies extra investeren, veelal in de start en groeifase en gericht op transitiefinanciering. Maar dit is niet in alle provincies het geval. Dit geeft ongelijke mogelijkheden voor ondernemers. Zo bieden sommige provincies ook risicokapitaal aan voor het brede mkb.

## 8.5 Waardering van het instrumentarium

### 4.4 Hoe wordt het overheidsinstrumentarium gewaardeerd?

#### 8.5.1 Ondernemers

Ondernemers zijn over het algemeen positief over de instrumenten. De instrumenten bieden financiële ondersteuning en brengen ondernemers over het algemeen verder. Het aanvraagproces is niet tijdsintensiever dan bij de aanvraag van private financiering. Uit de enquête volgt dat ook de verstrekkers van de risicokapitaalinstrumenten over het algemeen positief beoordeeld worden. Hierna geven we een aantal beelden uit de interviews die wij in ons eigen onderzoek hebben gevoerd en uit de individuele evaluaties.

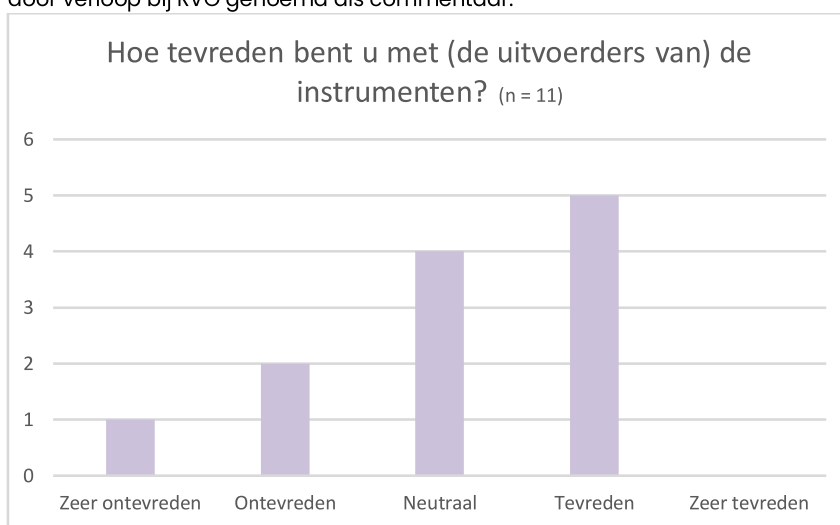
- De TTT-regeling wordt door ondernemers positief gewaardeerd, met name vanwege de ondersteuning die het biedt bij de overgang van academisch onderzoek naar marktklare producten. Uit een aantal interviews blijkt dat ondernemers de TTT-regeling zien als een belangrijk instrument om risicovolle, innovatieve projecten te financieren. Ze waarderen vooral de begeleiding en de toegang tot netwerken die de regeling biedt. Echter, sommigen vinden het aanvraagproces complex en tijdrovend. Over het algemeen wordt de TTT-regeling gezien als een belangrijke motor voor innovatie, vooral in de vroege fase waar private financiering moeilijk te verkrijgen is.
- In de gevoerde gesprekken wordt VFF als positief beoordeeld. Ondernemers waarderen de VFF, en erkennen dat deze regeling essentieel is geweest voor het stimuleren van innovatie en groei in de vroege fases van ondernemerschap. Uit de evaluatie van het VFF blijkt dat de VFF over het algemeen positief wordt gewaardeerd door ondernemers (Technopolis, Dialogic, SEO; 2024). VFF biedt bedrijven de flexibiliteit om de financiering naar eigen inzicht te gebruiken, wat als waardevol wordt beschouwd. Dit helpt bedrijven bij personeelskosten, patenten, marketing, machines, en meer. Alternatieve financieringsmogelijkheden zijn vaak beperkt in deze fase. Hoewel de administratieve lasten bij de aanvraag als zwaar worden ervaren, zijn deze na lager dan bij vergelijkbare regelingen. Ondernemers waarderen de toegankelijkheid en de begeleiding door de uitvoerders, maar er is behoefte aan meer transparantie en kritische feedback tijdens het aanvraagproces.
- Het Innovatiekrediet is een gewaardeerd instrument. Meerdere geïnterviewden noemen het Innovatiekrediet expliciet als een belangrijk en nuttig instrument voor het ondersteunen van innovatieve projecten beoordeeld. Deze positieve woorden komen voornamelijk van vertegenwoordigers van regionale ontwikkelingsmaatschappijen en private investeerders. Zij werken veel met en voor ondernemingen die in een eerder stadium gebruikmaakte van Innovatiekrediet. Innovatiekrediet wordt vooral succesvol geacht voor ondernemingen in de vroege fases, hoewel er ook enkele kritische punten en uitdagingen naar voren komen. In de individuele evaluatie van het Innovatiekrediet (Technopolis, SEO, Dialogic; 2024) wordt bijvoorbeeld vermeld dat de aanvraag van het Innovatiekrediet stevig is, maar wel in verhouding staat met de aanvraagseisen van privaat kapitaal. Ook het feit dat het een lening, wordt soms als knelpunt gezien.
- Op basis van ongeveer 30 gesprekken beoordelen ondernemers ROM financiering als positief. ROM's worden gewaardeerd vanwege hun cruciale rol in het verstrekken van financiering aan innovatieve bedrijven, die anders moeilijk financiering zouden kunnen verkrijgen. Ondernemers waarderen ROM's om hun unieke bijdrage aan het ondersteunen van risicovolle, innovatieve bedrijven.
- Invest-NL werd vaak besproken in de interviews. Uit de gesprekken blijkt dat ondernemers gemengde gevoelens hebben over Invest-NL. Hoewel de propositiebegeleiding gewaardeerd worden, is de portefeuille van Invest-NL niet groot. Er is kritiek dat propositiebegeleiding beter door private investeerders kan worden gedaan, en dat Invest-NL's rol hierin onduidelijk is.



Daarnaast zijn veel ondernemers niet op de hoogte van Invest-NL's taak in de ontwikkeling van financiële producten, ondanks de belangrijke rol die Invest-NL speelt in het mobiliseren van Europese middelen. Betere communicatie en zichtbaarheid van Invest-NL's activiteiten zijn nodig om hun impact te maximaliseren.

- De Seed Capital, Seed Business Angel en Groeifaciliteit zijn niet direct gericht op ondernemers, maar juist op de private financiers. In de evaluaties van deze instrumenten is de waardering van de instrumenten van ondernemers niet specifiek onderzocht. Daarom wijden we hier niet uit over de waardering van ondernemers van deze instrumenten.

Op de enquêtevraag hoe tevreden ondernemers waren met de interactie met de uitvoerders van de verschillende risicokapitaalinstrumenten gaven de meeste ondernemers aan tevreden te zijn (Figuur 8-1). In totaal waren er drie (zeer) ontevreden. Als toelichting daarop wordt de administratieve last meerdere keren benoemd. Ook wordt de onervarenheid van adviseurs door verloop bij RVO genoemd als commentaar.



Figuur 8-1 Tevredenheid over interactie

### 8.5.2 Private investeerders

- Private investeerders zijn in hoofdlijn positief over de wijze waarop de Rijksoverheid bijdraagt aan de risicokapitaalmarkt. Wel zijn er onderwerpen waarvoor aandacht wordt gevraagd:
  - Het is onduidelijk wat de **doelstellingen** zijn vanuit het Rijk voor de risicokapitaalmarkt. Welke verhouding tussen privaat en publiek wordt nagestreefd, hoe wordt ingezet op het mobiliseren van institutioneel kapitaal en wat zijn leidende principes (zoals als een private partij financiering wil verstrekken, gaat deze dan voor op een overheidsfonds?). Daarbij zijn de doelstellingen beperkt SMART geformuleerd.
  - Geld blijft lang in de vroege fase vast blijft zitten omdat er geen **exit-mogelijkheden** zijn. Bij veel instrumenten is het ook niet toegestaan om financiering aan te wenden om eerdere investeerders uit te kopen / af te lossen. Bijvoorbeeld een business-angel die in een innovatieve startup investeert kan zo wel tot tien jaar moeten wachten op een opbrengst, deze moet de hele rit uitzitten en de toegevoegde waarde die deze kon bieden neemt af met het toetreden van professionele investeerders. Middelen gaan daardoor minder snel rond, kennis wordt niet benut en het is minder aantrekkelijk om al in de vroege fase in te stappen.

- De laatste jaren is er, mede dankzij de instrumenten van het rijk, een professionele sector ontstaan van fondsmanagers. Met focus op thema's, regio's en doelgroepen. In sommige gevallen kiest de overheid (waaronder ook regio's) ervoor om de markt te passeren en zelf het fondsmanagement ter hand te nemen, zonder vast te stellen of hiervoor geschikte partijen in de markt zijn. Het handelingskader voor deze "**make or buy**" afweging is onduidelijk en kan explicieter gemaakt worden.
- Zorgen zijn er bij private fondsmanagers over een **groeïende rol van Invest-NL** en mogelijke concurrentie met de private partijen die kan optreden.
- Business angels hebben vaak nog een beperkt zicht op de interventies vanuit de overheid. Daarbij komt dat de Seed Business Angel-regeling niet eenvoudig toepasbaar is. Business angels en de platforms die hen bedienen zouden nog beter ontsloten kunnen worden binnen het landschap, niettemin omdat ook deze groep onbenut risicokapitaal vertegenwoordigd.

### 8.5.3 Publieke investeerders en uitvoerders

- De publieke investeerders zijn naast het Rijk de provincies en enkele regio's en steden. Het Rijk interenieert vooral indirect in de risicokapitaalmarkt (via marktfondsen). Via ROM's en VFF doet zij dit direct. De regio's kiezen er veelal voor om dit direct te doen via hun eigen fondsen. In een beperkt aantal gevallen doen zij dit via marktfondsen. Hun perspectieven op het Rijksinstrumentarium zijn onder meer:
  - **Aansluitend aanbod** wordt van belang geacht, wel zijn veel publieke investeerders op zoek naar de **goede positionering** van bijvoorbeeld hun innovatiefondsen.
  - De **regio's dragen de grootste risico's**, in vergelijking met het Rijk, door hun inzet op vroegefasefinanciering en regionale innovatiefondsen met een lagere revolverendheid. De sterkste schouders dragen niet de zwaarste lasten. Met het wegvallen van veel mogelijkheden bij provincies vormt dit een risico voor het systeem en kan er ook grote ongelijkheid ontstaan voor ondernemers, afhankelijk van hun vestigingslocatie.
  - Zowel de regio's als Invest-NL verstrekken fonds in fonds investeringen in identieke **marktfondsen**, zowel om hier een goed rendement mee te maken, als om deze partijen meer aan zich te binden. Het is echter onduidelijk of het wenselijk is om marktfondsen langs twee routes te financieren en te investeren in fondsen waarmee vervolgens weer gezamenlijk wordt geïnvesteerd in bedrijven.
  - **VFF** wordt gewaardeerd in de vorm dat dit regionaal wordt ingezet, wel zijn er zorgen over de toekomstige mogelijkheden om in een 50/50 verhouding met het Rijk middelen beschikbaar te stellen.
  - De publieke investeerders missen een visie op het (risicokapitaal) **instrumentarium voor het brede mkb**. Op uitzonderingen na, is het instrumentarium van het Rijk daar niet op ingesteld.
  - Het is van belang om meer expliciet te zijn wanneer de overheidsrol stopt. Met het meer volwassen worden van de risicokapitaalmarkt in Nederland, komt ook de wens voorbij om meer grote financieringen van tientallen miljoen te verstrekken en daar de fondsmogelijkheden op aan te passen.<sup>116</sup> De positie die EZK hier in kiest is niet duidelijk.

<sup>116</sup> [Brabantse Ontwikkelings Maatschappij zoekt miljarden steun voor scale-ups \(fd.nl\)](https://fd.nl)

## 8.6 Tussenconclusie

Gedeeltelijke beantwoording van hoofdvraag drie: Zijn de instrumenten en de samenhang daartussen doelmatig?

### Tussenconclusie:

We concluderen op basis van de evaluaties van de individuele instrumenten dat het merendeel van deze instrumenten doelmatig (efficiënt) is ingericht. Dat uit zich met name in het feit dat de meeste instrumenten hun normen wat betreft 'revolverendheid' halen:

- o De mate waarin instrumenten revolverend zijn zegt iets over de opbrengsten van de instrumenten/investeringen die gedaan worden: welk deel van de ingebrachte middelen is weer teruggevloeid naar de rijksoverheid (renteopbrengsten, exit-opbrengsten, terugbetaalde leningen). Dit is bij uitstek van belang om inzichtelijk te maken dat investeren in de vroege fase loont, en dat fondsen zoals ROM's en via DVI er in slagen met rendement de eerdere verliezen te compenseren. Aandachtspunt hierbij is dat de doelstelling op het niveau van het totale instrumentarium ontbreekt, dat geldt ook voor diverse individuele instrumenten zoals de ROM's, waarbij geen inzicht is geboden in de revolverendheid. Ook hier is het dus niet mogelijk om de doelmatigheid vast te stellen.
- o Naast de opbrengsten is het ook van belang om iets te zeggen over de kosten van het systeem om tot een oordeel over doelmatigheid te komen. Ook op dit punt zijn geen doelen voor de kosten van het gehele systeem gesteld. Op instrumentniveau wordt hierover gerapporteerd, maar ook daar volgen geen expliciete doelstellingen uit de uitgevoerde evaluaties. Zonder een norm is het lastig om doelmatigheid te beoordelen en vast te stellen, noch een vergelijking te maken of private dan wel publieke uitvoerders het meest efficiënt opereren.

Van belang in het doelmatig werken van het systeem is ook de samenhang tussen instrumenten en tussen partijen. We concluderen op basis van het onderzoek dat de efficiëntie van het systeem op dit punt nog kan verbeteren. Daarbij zou moeten worden ingezet op het verder inrichten van de samenwerking tussen partijen, zodat samenhang in het systeem verbeterd kan worden (het gaat daarbij onder meer om het uitwisselen van informatie tussen partijen). Dit kan mogelijk leiden tot efficiëntie op andere vlakken dan in kosten zoals kortere doorlooptijden van financieringsrondes, meer combinaties tussen instrumenten waardoor complexe financieringen beter aan geld komen en bedrijven sneller kunnen groeien.

Het gebrek aan samenhang wordt ook geconstateerd door de verschillende betrokken actoren in het systeem. Dit uit zich in de waardering voor het instrumentarium en systeem dat hierdoor gecreëerd is. Die waardering is in algemene zin positief, waarbij wordt aangegeven dat sprake is van een in principe dekkend instrumentarium op alle levensfasen van bedrijven. Ondernemers geven aan dat aanvraagprocessen niet tijdsintensiever zijn dan bij private financiering en zij waarderen ook de interactie die ze hebben met de publieke uitvoerders van de instrumenten. Private financiers geven enkele kritische aandachtspunten mee ten aanzien van de doelstellingen die het Rijk met de instrumenten heeft (die zijn niet altijd even duidelijk), dat geldt ook voor het handelingskader op basis waarvan publieke partijen instappen in de markt 'make or buy'. Andere publieke partijen actief op de risicokapitaalmarkt (provincies, regio's, steden) geven ook enkele aandachtspunten mee die gaan over eventuele overlap in financieringen die gedaan worden (bijvoorbeeld fonds-in-fonds), wie welke risico's draagt en enkele lacunes in de markt (instrumentarium gericht op brede mkb, aansluitend aanbod en goede positionering van regionale innovatiefondsen).

## 9. Conclusies

### 9.1 Inleiding – een goed functionerend systeem

De risicokapitaalmarkt in Nederland functioneert over het geheel genomen goed. Het is een samenhangend systeem, waarmee Nederland op Europese schaal beter presteert dan menig ander land, bijvoorbeeld als het gaat om aanbod van kapitaal. De risicokapitaalmarkt, met de zich daarin bewegende startups en scale-ups, is ook een dynamische: continue aandacht en ontwikkeling is vereist, in een wereld met veel concurrentie en waar grote ontwikkelingen samenkomen, zoals de wens tot strategische autonomie en de nagestreefde brede welvaart. Het is vanuit dit perspectief dat de hierna volgende conclusies en aanbevelingen (H10) tot stand zijn gekomen. De conclusies zijn geformuleerd per hoofdvraag in het onderzoek.

### 9.2 Conclusies per hoofdvraag

1. Is de samenhang van het publieke risicokapitaalinstrumentarium met haar verschillende uitvoerders en mate van subsidiëring effectief in het wegnemen van knelpunten op de risicokapitaalmarkt en slagen de samenhangende instrumenten erin om de toegang tot risicokapitaal te vergroten?

#### Samenhang van het instrumentarium in het wegnemen van knelpunten

- Het samenhangende risicokapitaalsysteem is effectief, knelpunten zoals het gebrek aan kapitaal en sectorale uitdagingen worden geadresseerd en ondernemers krijgen toegang tot risicokapitaal voor de financiering van hun plannen.
- Het systeem en de daarin ondergebrachte instrumenten wordt zowel door ondernemers, financiers als uitvoerders gewaardeerd.
- De geconcludeerde samenhang is te zien op verschillende niveaus:
  - Er is sprake van op elkaar aansluitende instrumenten over de verschillende levensfasen:
    - Het instrumentarium is voor ondernemers in heel Nederland beschikbaar. VFF is hierop de uitzondering, waar diverse provincies niet aan deelnemen aan de regionale variant. Hiervoor is de landelijke regeling het vangnet.
  - De financieringsvormen die benut worden (converteerbare lening, participaties en garanties) zijn passend voor de fase waarin de ondernemers opereren. Hoewel leningen door ondernemers geprefereerd worden, sluiten deze niet aan bij de fase waarin startups en scale-ups zich bevinden.
  - De meeste instrumenten zijn generiek opgezet en bieden op die manier in de breedte mogelijkheden voor de verschillende sectoren en kunnen tevens specifiek gemaakt worden door calls zoals bij Seed capital en TTT is gedaan.
  - In de levensfasen tot de groeifase zijn passende instrumenten beschikbaar, ondernemers stappen op verschillende momenten in- en uit het publieke aanbod, om vanuit de markt verder gefinancierd te worden. Veelal zijn dit één tot twee (opvolgende) instrumenten
  - De doelgroep startups en scale-ups staat centraal in het publieke risicokapitaalmarktinstrumentarium en wordt hiermee goed bediend
    - Het innovatieve mkb komt aan bod bij VFF en het Innovatiekrediet, en kent daarmee geen mogelijkheden in het totale instrumentarium. Het brede mkb wordt eveneens heel beperkt (enkel – indirect – door de Groeifaciliteit) bediend vanuit de instrumenten.

## Vergroting van de toegang tot financiering

- Het instrumentarium heeft er aan bijgedragen dat het aanbod aan risicokapitaal (privaat en publiek) en het aantal financiers is toegenomen, waardoor de toegang is vergroot (zie ook 9.3 marktontwikkeling).
- De samenhang van het instrumentarium is goed, de samenwerking tussen de uitvoerders (zowel publieke als private) kan wel verbeterd worden.
  - Er is geen zicht (noch dat hierop gestuurd wordt) op de doorverwijzingen tussen de uitvoerders c.q. de instrumenten, wat wel van groot belang is.
  - Invest-NL is recent echt op stoom gekomen en ontplooit een breed palet aan activiteiten. Een duidelijke positionering en afbakening van de activiteiten maakt samenwerking makkelijker en logischer met andere (private) partijen.
  - Er liggen mogelijkheden om meer samen te financieren. Instrumenten zijn ook bij de uitvoerders soms onvoldoende bekend.
    - De informatievoorziening over instrumenten én hun uitvoerders verdient daarom blijvend aandacht, net zoals de uitwisseling van data over de ondernemers die in de risicokapitaalmarkt actief zijn.
  - De professionaliteit van brancheorganisaties zoals de NVP draagt bij aan de samenhang tussen de partijen. De start van het samenwerkingsverband ROM-NL zal hier eveneens aan bijdragen. Het ontbreken van een dergelijke samenwerking bij onder meer business angels is mede debet aan de verminderde aansluiting van deze doelgroep op het systeem.
- De transparantie naar ondernemers en niet-professionele investeerders over de instrumenten en hun uitvoerders heeft blijvende aandacht nodig. De informatievoorziening kan beter.
  - Kennis en expertise vindt veelal via regionale structuren zijn weg naar de ondernemers (zeker in de vroege fase), de instrumenten zijn hier deels op aangesloten (primair VFF en ROM's)
  - Het systeem met meerdere partijen en "shops" waar ondernemers terecht kunnen werkt, de risicokapitaalmarkt functioneert goed. Verdere centralisatie is daarmee niet nodig, wel verdere samenhang aan de achterkant.
    - Ondernemers waarderen de keuzevrijheid meer, dan de nadelen van het ontbreken van een one-stop-shop.
    - Het systeem heeft er aan bijgedragen dat veel privaat kapitaal beschikbaar is gekomen en er vele fondsen en fondsmanagers hebben kunnen starten.

2. Hoe heeft de markt voor risicokapitaal zich ontwikkeld de afgelopen jaren en in hoeverre is het overheidsingrijpen via het huidige publieke instrumentarium gerechtvaardigd?

## De marktontwikkelingen in de risicokapitaalmarkt

- De risicokapitaalmarkt in Nederland is fors gegroeid in de afgelopen jaren. Het aantal transacties, het geïnvesteerde bedrag per financiering, het aantal fondsen en het totaal beschikbare kapitaal is continu gegroeid.
  - Er is een dekkend aanbod ontstaan voor startups en scale-ups, dit vanuit publiek en in belangrijke mate ook privaat aanbod.
    - Het geconstateerde marktfalen wordt zo geadresseerd maar niet verdwenen, de publieke bijdragen zijn daarvoor van groot belang.
  - Het belang van de converteerbare achtergestelde Lening (CLA) neemt toe in de vroege fase bij business angels, ROM's en door de inzet van VFF.

- Door de marktontwikkelingen is de rente die gerekend moet worden fors toegenomen. Omdat er minimale alternatieven zijn voor ondernemers heeft dit een beperkt effect.
- Er is continue dynamiek in het systeem, bijvoorbeeld de SEED-fondsen acteren steeds meer in een latere fase, waardoor het belang van business angels in de startfase steeds groter wordt. En het toenemende belang van de regio, vooral in de start en groeifase.
- Er is een volwassen en succesvolle sector ontstaan van private fondsen en fondsmanagers, mede dankzij de overheidsinterventies.
- De markt blijft nog in belangrijke mate werken op basis van eigen oordeelsvorming door fondsmanagers, er wordt nog weinig gebruik gemaakt van data, AI en andere tools om het investeringsproces te professionaliseren.
- Onderdeel van de groei is ook een toename van de instroom van buitenlands kapitaal (ongeveer 50% van de totale financiering). Of dit een positieve ontwikkeling is wordt verschillend gezien.
- Publieke financiering is dominant aanwezig in de risicokapitaalmarkt. Direct (bijvoorbeeld via de ROM's en VFF) en indirect (bijvoorbeeld DVI, SEED) is er in meer dan 60% van het aantal financieringen een publieke inbreng. De verdere opschaling van Invest-NL zal de publieke inbreng verder doen toenemen.
- Toetreding van institutioneel kapitaal (veelal pensioenfondsen) neemt enigszins toe. Daarbij neemt de overheid, bijvoorbeeld via Invest-NL en ROM's een aanjagende rol aan. Het is nog onduidelijk of het ook beoogd is dat pensioenfondsen mee gaan investeren in publieke fondsen/investeringsvehikels van bijvoorbeeld Invest-NL of dat dit primair via private fondsmanagers beoogd is.

### Toekomstig overheidsingrijpen, waar liggen de uitdagingen (en kansen)

- De overheidsinterventies waren gerechtvaardigd en hebben er toe bijgedragen dat Nederland nu een bovengemiddelde risicokapitaalmarkt heeft (op internationaal niveau) (zie ook conclusies over de marktontwikkeling).
- Het overheidsingrijpen vindt op vele manieren plaats, van kaderstellend, tot het direct financieren van bedrijven. Dit heeft geleid tot een volwassen risicokapitaalmarkt maar (zie deelvraag 3), de invulling die de overheid kiest kan duidelijker gemaakt worden door deze direct te verbinden aan de doelstellingen van het beleid.
- Internationaal is het beeld dat in volwassen markten, de overheid vooral indirect acteert.
- Wet- en regelgeving is niet altijd ondersteunend voor goed financieringslandschap. Vaak genoemd worden consistentie van beleid, vestigingsklimaat voor startups en fiscale (on)mogelijkheden. Ook het maken van expliciete keuzes, zoals met sleuteltechnologieën is gebeurd, draagt bij aan het landschap.
- Er zijn regionale verschillen in het aanbod aan risicokapitaal. Het instrumentarium van de Rijksoverheid wordt landsdekkend ingezet, waarbij VFF samen dient te gaan met de inzet van regionale middelen. Dit is niet voor alle provincies mogelijk (en dit zal uitdagender worden). Ook zijn er grote verschillen in het aanbod in de provincies, waardoor ondernemers ongelijke kansen hebben. Er is geen gezamenlijke visie van de rijksoverheid en de provincies op de samenhang van de instrumenten (zoals de regionale innovatiefondsen).
- Het vroege fase aanbod is kwetsbaar. Het niet doorgaan van het Deltaplan Valorisatie, en onzekerheid van de continuïteit van VFF in regio's (zie hiervoor) zorgt ervoor dat hier mogelijk knelpunten gaan ontstaan.

- Het instrumentarium kent een veelal generieke inzet gericht op het mobiliseren van privaat kapitaal. Toekomstige interventies kunnen zich meer richten op het mobiliseren van privaat kapitaal voor specifieke opgaven / sectoren (zoals de door het Rijk benoemde missies en sleuteltechnologieën). Dit vereist kort op de bal zitten door EZK, het periodiek bijstellen van ambities en bepalen in welk gremium je dit met betrokkenheid van marktpartijen vaststelt.
  - Van daaruit kan ook gezien worden waar grote fondsen gewenst zijn voor de scale-ups die ver doorgroeien of tegen grote investeringen aan lopen.
  - Tevens lijkt het logisch om nu er sprake is van een volwassen markt met vele fondsmanagers, om bij instrumenten (zoals SEED) meer in te zetten op first-time-fundmanagement en fondsen in niches waardoor er ook in dit segment een markt met trackrecord kan ontstaan.  
Ga op zoek naar de onderbenutte middelen: partijen die beschikken over financiering om te investeren zetten dit nu (te) beperkt in.
  - Dit zijn in Nederland: institutionele partijen, corporate investeerders, alumni van universiteiten en business angels. Ook in Europa liggen er mogelijkheden, Invest-NL kan deze verder ontsluiten ten behoeve van de Nederlandse markt.

### 3. Zijn de instrumenten en de samenhang daartussen doeltreffend en doelmatig?

#### Doeltreffende risicokapitaalmarkt

- De doelstellingen van het beleid voor de risicokapitaalmarkt als geheel zijn niet expliciet gemaakt door de overheid. Op het niveau van het instrument zijn er wel (beperkte) doelstellingen bepaald.
  - Er is in het uitgevoerde onderzoek een beleidstheorie geformuleerd om de doeltreffendheidsvraag te kunnen beantwoorden. De interventies in de risicokapitaalmarkt kennen de volgende doelen:
    - Het mobiliseren van privaat kapitaal
    - Het vergroten van het aanbod op de risicokapitaalmarkt
    - Kennis en expertise opbouwen over en in de risicokapitaalmarkt
- Er zijn geen KPI's om de outcome mee te meten / geen norm wanneer iets goed is.
- Het systeem is organisch gegroeid zonder duidelijke kwantitatieve probleem- en doelstellingen (bijvoorbeeld ten aanzien van het marktfalen dat moet worden gemitigeerd), ook niet per instrument.
- Mede om deze redenen is er geen expliciete koppeling met de impact zoals strategische autonomie, brede welvaart en andere opgaven waar aan gewerkt wordt. Deze keuzes kunnen ook consequenties hebben voor bijvoorbeeld het doel mobiliseren van privaat kapitaal en relatie tot strategische autonomie.
- Op basis van de beoordeling van de markt en de instrumenten, is te stellen dat de risicokapitaalmarkt als geheel doeltreffend is, evenals de individuele instrumenten (zie hoofdvraag 1 en 2 in de effecten van de interventies). Deze conclusie kan aan kracht winnen als er vanuit geëxpliceerde doelstellingen gewerkt gaat worden.
- De afweging over wanneer direct en wanneer indirecte interventie passend is, is niet duidelijk. Wanneer magaget een overheidspartij een fonds, wanneer de markt.
- Het instrumentarium voldoet voor grootste deel, maar er zijn ook een aantal knelpunten:
  - Er is beperkte overlap tussen de instrumenten, het is veelal de levensfase waarin deze overlappen.
    - Er is een functionele overlap tussen de Seed Capital-regeling en de ROM's (deze dienen pari passu te investeren), waardoor deze overlap niet als knelpunt moet worden gezien.

- Er is een overlap en ook deels onduidelijkheid in de fase waarin TTT, en VFF (inclusief het NWO-deel) opereren. Dit is wel een knelpunt.
- Op sommige onderdelen biedt het instrumentarium nog onvoldoende passende mogelijkheden:
  - Kapitaalintensieve bedrijven (waaronder actief in deeptech) bijvoorbeeld voor *first-time-plants* in vroege fase komen lastig aan financiering. Grote tickets om door te schalen blijft uitdagend. Daarbij is het overigens van belang om te bezien op welke (geografische) schaal dit geadresseerd dient te worden.
  - De positie innovatieve mkb in het instrumentarium is onduidelijk. In VFF heeft dit een plek, in andere instrumenten niet.
  - Door de dynamiek in de markt, bewegen SEED-fondsen meer naar ondernemers in de groeifase, en minder in de start. Dit maakt dat het belang van business angels toeneemt, het instrument SEED Business Angel-regeling ondersteunt deze financiers echter maar beperkt.
- De samenhang tussen instrumenten is goed, er is beperkte overlap tussen instrumenten en ondernemers maken gebruik van meerdere instrumenten gedurende het groeiproces. Voor specifieke sectoren zijn soms witte vlekken in het aanbod zoals in de bullet hierboven beschreven.
- Geld blijft lang in de vroege fase vast blijft zitten omdat er geen exit-mogelijkheden zijn. Bij veel instrumenten is het ook niet toegestaan om financiering aan te wenden om eerdere investeerders uit te kopen / af te lossen. Middelen gaan daardoor minder snel rond, en het is minder aantrekkelijk om al in de vroege fase in te stappen.
- De samenwerking tussen partijen is vooral ad hoc vormgegeven, waardoor de keten niet goed gesloten wordt (zie ook hoofdvraag 1). De ROM lijkt goed op veel andere instrumenten aan te sluiten (vaak in combinatie gemaakt), bij andere instrumenten is de aansluiting minder duidelijk en veel voorkomend.
  - De beoogde bijdragen van de business development activiteiten van de ROM's en Invest-NL aan de doelstellingen van de risicokapitaalmarkt kunnen explicieter inzichtelijk gemaakt worden.

## Doelmatigheid

- Ten aanzien van de doelmatigheid van het totale instrumentarium in de risicokapitaalmarkt zijn geen conclusies te trekken. De doelmatigheid laat zich bezien vanuit de kosten en opbrengsten van het systeem:
  - Er zijn geen doelen voor de kosten van het gehele systeem. Op instrumentniveau wordt hierover gerapporteerd, maar ook daar volgen geen expliciete doelstellingen uit de uitgevoerde evaluaties. Zonder een norm is doelmatigheid niet vast te stellen, noch een vergelijk te maken of private dan wel publieke uitvoerders het meest efficiënt opereren.
  - De opbrengsten zijn te zien als het deel van de ingebrachte middelen dat weer is teruggevloeid naar de rijksoverheid (renteopbrengsten, exit-opbrengsten, terugbetaalde leningen). Het is van belang om die opbrengsten op systeemniveau inzichtelijk te maken. Zo zijn de financiële opbrengsten van bijvoorbeeld VFF negatief, maar zullen fondsen zoals via DVI er in slagen positieve financiële rendementen behalen. Aandachtspunt hierbij is dat de doelstelling op het niveau van het totale instrumentarium ontbreekt, en dat dit vervolgens doorvertaald dient te worden naar de individuele instrumenten. Ten aanzien van de opbrengsten is het dus niet mogelijk om op het totaal de doelmatigheid vast te stellen.
    - Naast de opbrengsten is het ook van belang om iets te zeggen over de kosten van het systeem om tot een oordeel over doelmatigheid te komen.



Ook op dit punt zijn geen doelen voor de kosten van het gehele systeem gesteld. Op instrumentniveau wordt hierover gerapporteerd, maar ook daar volgen geen expliciete doelstellingen uit de uitgevoerde evaluaties. Zonder een norm is het lastig om doelmatigheid te beoordelen en vast te stellen, noch een vergelijking te maken of private dan wel publieke uitvoerders het meest efficiënt opereren.

De doelstelling op het niveau van het totale instrumentarium ontbreekt echter, en ook van diverse instrumenten zoals de ROM's is er geen inzicht geboden in de revolverendheid. Ook hier is het dus niet mogelijk om de doelmatigheid vast te stellen.

# 10. Aanbevelingen

In de evaluaties van de instrumenten staan concrete aanbevelingen ter opvolging. In deze meta-analyse gaat het om het risicokapitaal als geheel. Vanuit dat perspectief richten de aanbevelingen in dit hoofdstuk zich op drie onderdelen:

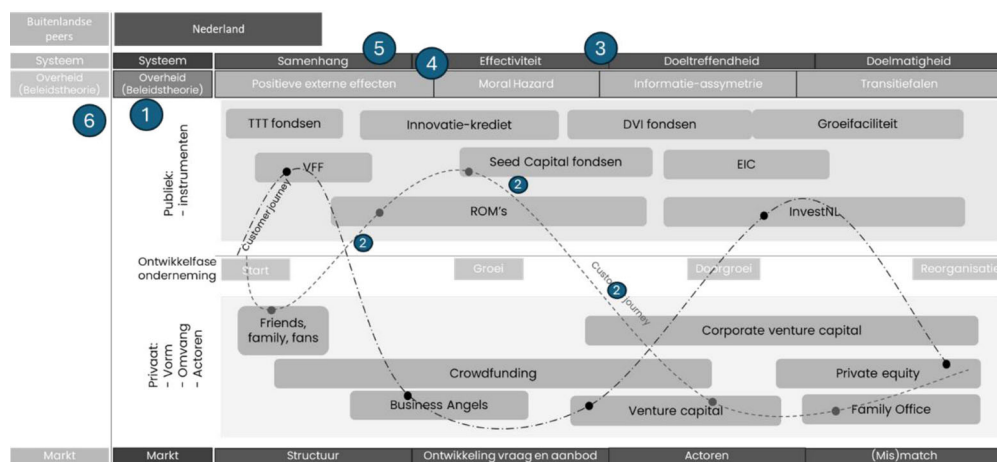
- De wijze waarop de risicokapitaalmarkt als systeem ingevuld kan worden.
- De wijze waarop knelpunten in de huidige instrumenten weggenomen kunnen worden.
- De kansen die er liggen om het bestaande systeem verder te verbeteren.

De aanbevelingen zijn gekoppeld aan het analysekader zoals dit in de evaluatie is gehanteerd, om zo inzichtelijk te maken waar deze gepositioneerd zijn in het systeem.

Alle hierna volgende aanbevelingen zijn gestoeld op één centrale aanbeveling: **“ga door op de ingeslagen weg”**. Het risicokapitaalinstrumentarium c.a. de risicokapitaalmarkt functioneert grosso modo goed, en door hier in te blijven investeren blijft Nederland op een competitief niveau opereren. De insteek van de hierna volgende aanbevelingen richt zich er op om de risicokapitaalmarkt op een nog hoger plan te krijgen.

## 10.1 De risicokapitaalmarkt als systeem

Centraal staat het perspectief dat daadwerkelijk sprake is van een systeem. In dit perspectief is het mogelijk om het systeem beter in te vullen. Hiertoe zijn er zes aanbevelingen:



Figuur 10-1 Aanbevelingen op systeemniveau

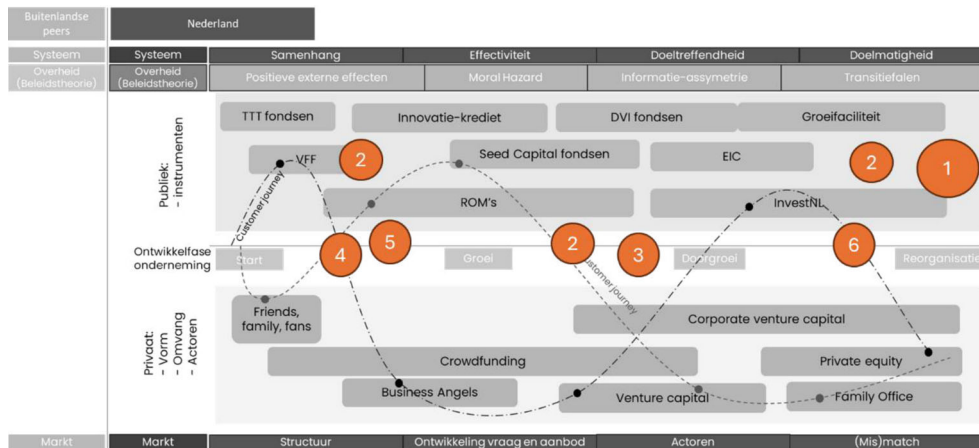
1. Sinds een aantal jaar zijn de verschillende risicokapitaalinstrumenten ondergebracht in het Toekomstfonds. Dit fonds is onderdeel van het bedrijvenbeleid van de Rijksoverheid, waar op strategisch niveau ambities en doelen voor zijn gesteld op zaken als arbeidsproductiviteit, mate van competitiviteit, R&D intensiteit en verduurzaming. Daarbij streeft het ministerie van EZK 'naar een koppositie voor Nederland op deze ranglijsten'. Doelen voor het systeem van risicokapitaal en voor instrumenten individueel zijn echter niet expliciet vastgesteld. Onze aanbeveling is om doelen (hernieuwd) vast te stellen voor het systeem en ga van een impliciet naar een expliciet systeem.

2. De drie doelen (mobiliseren privaat kapitaal, vergroten aanbod en kennis en expertise opbouwen) dienen concreet gemaakt te worden door bijvoorbeeld de volgende zaken uit te werken:
  - a. Het nagestreefde volume in de risicokapitaalmarkt en in het bijzonder het nagestreefde nieuwe kapitaal in het systeem
  - b. De optimale verhouding publieke en private financiering
  - c. Kostennorm, multiplier en revolverendheid op het totaal van instrumenten
  - d. Leidende principes zoals directe versus indirecte interventies en uitvoering door de markt of overheids(fondsen)
  - e. Nagestreefde impact (zoals brede welvaart, strategische autonomie, bijdrage aan doelen van het bedrijvenbeleid en sleuteltechnologieën et cetera)
  - f. De rol in het opbouwen van kennis en expertise in de risicokapitaalmarkt

Aanscherpingen hierin dragen bij aan een betere communicatie over het systeem en haar instrumenten, maar ook bij het maken van toekomstige keuzes en doorontwikkeling van het systeem.
3. Zorg voor meer samenwerking tussen de uitvoerders (bijvoorbeeld tussen Invest-NL en marktfondsen, fondsen en business angels, corporates en ROM's et cetera).
  - a. Doe dat door maximaal in te zetten op de uitwisseling tussen de betrokken partijen in het systeem (denk aan data en het adresseren van privacyvraagstukken), tijdig instrumenten voor te stellen en bij te dragen aan sterke brancheorganisaties daar waar deze er nog niet zijn.
  - b. Maak dit ook onderdeel van de voorwaarden tot toekenning van een instrument en laat hier op rapporteren (zoals doorverwijzingen, gemaakte combinaties, opvolgende financiers et cetera).
  - c. Benut deze samenwerking ook om scherp te houden op welke thema's overheidsinterventies het meest gewenst zijn.
4. De risicokapitaalmarkt kent nu een nationaal en een regionaal systeem. Die combinatie kan er toe leiden dat aanbod in de gehele markt niet landsdekkend is of regionaal verschillend wat betreft omvang van kapitaal aanbod en condities. Provincies die meer investeren in eigen risicokapitaalinstrumenten, bieden meer mogelijkheden aan ondernemers. Bezie in samenhang met de regio's de aan te bieden mix van instrumenten.
5. Het succes van de risicokapitaalmarkt hangt ook af van het bredere systeem en de bredere rol van de overheid, het gaat dan om zaken zoals het vestigingsklimaat en relevante wet- en regelgeving. Een bestendige lijn draagt bij aan de doelstellingen op het niveau van outcome en impact (doelstellingen van het missiegedreven innovatiebeleid) doordat er voorspelbaarheid is. Die voorspelbaarheid is nodig om marktpartijen te laten opereren in de risicokapitaalmarkt (die tenslotte al genoeg onzekerheden kent).
6. In dit geheel kan het van toegevoegde waarde zijn om vanuit het ministerie van EZK een nadrukkelijker rol te vervullen als kwartiermaker of makelaar van kennis en kunde met als doel het systeem (verder) aan te jagen, het systeem explicieter te maken, onder de aandacht te brengen en samenwerking te stimuleren.
7. In aanvulling op onze eerste aanbeveling en in aansluiting op verschillende aanbevelingen die in de onderliggende instrumentevaluaties zijn gedaan, kan het systeem van monitoring en daarmee sturing verbeterd worden. Het meetbaar en vergelijkbaar maken van data kan eraan bijdragen om in toekomstige (meta-)evaluaties explicieter de link te leggen tussen de ingezette instrumenten en de rol die zij hebben gespeeld in de ontwikkelingen op de risicokapitaalmarkt.

## 10.2 Praktische knelpunten verhelpen

Naast het uitvoeren van de aanbevelingen in de evaluaties van de individuele instrumenten zijn er mogelijkheden om in te spelen op witte vlekken en om knelpunten op de raakvlakken van de instrumenten te verbeteren. Overigens begint dat met de aanbeveling om het huidige instrumentarium in de komende periode te continueren, daar de knelpunten die deze instrumenten mitigeren nog niet (of soms wel nooit) volledig weggenomen zijn. Aanvullend zijn zes aanbevelingen gedaan:



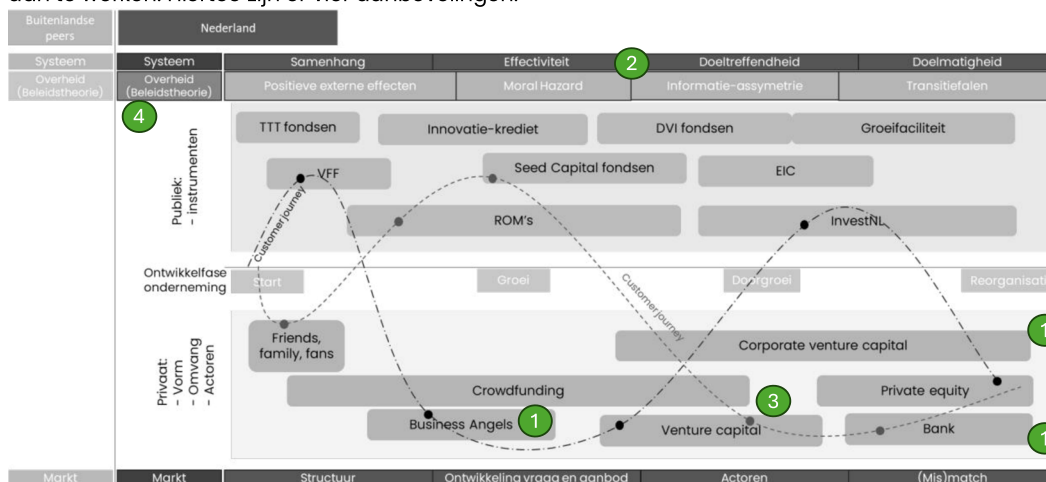
Figuur 10-2 Praktische knelpunten verhelpen

1. Het instrumentarium is effectief in het bedienen van startups en scale-ups. De instrumenten zijn in de onderliggende evaluaties voor deze doelgroepen grotendeels als doeltreffend beoordeeld. Dat geldt in mindere mate voor de bediening van het innovatieve mkb in de VFF. Voor deze groep, en ook het brede mkb, zijn risicokapitaalinstrumenten ook van belang. Hoewel het niet is aan te bevelen om het instrumentarium voor startups en scale-ups "open te breken" ten gunste van het innovatieve en/of brede mkb, maar een herziening van het systeem van (risicokapitaal) financiering voor deze doelgroep is wel aan te bevelen, met als doel dit verder in te richten, naast dat voor startups en scale-ups.
2. Als gezegd is het aan te bevelen om het bestaande instrumentarium te continueren en aanpassingen door te voeren zoals die in de instrumentevaluatie zijn aanbevolen. Daarbij zijn er een aantal specifieke aandachtspunten:
  - a. TTT, VFF en VFF-NWO en diverse regionale fondsen dienen in samenhang gezien te worden. Is TTT een tijdelijk instrument of een vaste waarde? En waar kan een wetenschappelijke startup meerdere financieringsmogelijkheden benutten en de ander een provincie verderop maar één? En wat zijn de consequenties van het niet doorgaan van het deltaplan valorisatie, ook als het gaat om de noodzakelijke ondersteuning van ondernemers, naast de financiering. Dit vraagt om een gecombineerde visie op de startups in de vroege fase. Daarbij is het aan te raden de drie genoemde instrumenten nogmaals goed naast elkaar te zetten vanuit het perspectief van ondernemer en financier en kwetsbaarheden en onduidelijkheden op die manier te adresseren en weg te nemen.
  - b. Laat de instrumenten meegroeien met de inflatie (bijvoorbeeld met een automatische index op de plafondbedragen voor de verstrekkingen).

- c. Zorg dat de doelstelling het bijdragen aan de kennis en de expertise in de risicokapitaalmarkt expliciet onderdeel wordt van de instrumenten (voeg dit als taakstelling aan de regeling toe), en focus daarbij op de fasen tussen de instrumenten en de overgang tussen instrumenten/fasen.
3. Het huidige instrumentarium voorziet niet in de investeringsbehoefte van twee specifieke doelgroepen of typen investeringen:
  - a. 'First of a kind plants'; hoewel een zeer specifieke groep en behoefte, onder meer in de deeptech sector, is het wel iets wat veel terugkomt in de analyse. Het is aan te bevelen om dit knelpunt verder te verdiepen en met verschillende stakeholders op te pakken.
  - b. Het ontbreekt in de markt op dit moment aan grotere scale-up tickets. Hier liggen mogelijk mogelijkheden om meer de combinatie te maken / op te zoeken tussen Nederlandse en Europese middelen.
4. Uit de analyse blijkt dat er nog veel onbenut kapitaal is, onder meer bij (potentiële) business angels. Fiscale stimulansen blijven een veelgenoemde potentiële aanjager om dit onbenutte kapitaal los te krijgen.
5. We constateren dat geld op momenten lang in de vroege fase vast blijft zitten omdat er geen exit-mogelijkheden zijn. Ga met brancheverenigingen om tafel om te kijken naar een maatschappelijk wenselijke oplossing om de exit-mogelijkheden te verbeteren, zodat een investering weer liquide gemaakt kan worden en weer opnieuw geïnvesteerd kan worden. Mogelijk kan dit aspect dan vervolgens ook verwerkt worden in de ontwikkeling van eventuele nieuwe fondsen/instrumenten.
6. Voor doorgroei kapitaal is veel geld latent beschikbaar, in andere landen investeren hier bijvoorbeeld pensioenfondsen en corporates in. Dit is in belangrijke mate een allocatievraagstuk.
  - a. Ga de inzet hierop daarom vooral faciliteren in plaats van dit kapitaal zelf aan ondernemers te verstrekken.
  - b. Zo ontstaat er ook een volwassen private markt (zie ook kansen item 3).
  - c. Denk eerder aan garanties als risico toch te hoog blijkt voor partijen dan aan instrumenten waarbij geld direct/indirect bedrijven ingaat.

### 10.3 Kansen voor verbetering

In het onderzoek zijn ook een aantal kansen naar voren gekomen om in de risicokapitaalmarkt aan te werken. Hiertoe zijn er vier aanbevelingen:



Figuur 10-3 Kansen voor verbetering

1. Verzilver zoveel als mogelijk het onbenutte kapitaal. Onderzoek waar dit zit en richt interventies daar op (founders, angels, pensioenfondsen en corporates).
  - Biedt deze partijen de kennis en ondersteuning via instrumenten om dit te doen (bijvoorbeeld door HTGF voor corporates te organiseren en internationale voorbeelden te verstrekken).
  - Dit resulteert in de ontsluiting van nieuw kapitaal in het systeem, een meer divers aanbod én de inzet van partijen met veel bruikbare kennis voor de startups en scale-ups.
2. Formuleer een visie over "de schaal der dingen". Europese samenwerking, zeker voor grote tickets en niches, kan veel effectiever zijn dan instrumenten op Nederlandse schaal. Zo is er bijvoorbeeld het pleidooi voor Industriefondsen. Maar soms is juist een regio de plek om initiatieven te financieren of is het denkbaar dat met Vlaanderen en Duitsland 'cross-border' investeringen worden gedaan. Een visie hierop ontbreekt nog.
3. Groei van Nederlandse fondsmanagementbedrijven is nodig om grote tickets weg te kunnen zetten. Nu is er nog weinig track record met en bij dit soort fondsen. De huidige schaal past nog beperkt bij de hoeveelheid geld die vanuit institutionele partijen beschikbaar gesteld kan worden, waardoor dit veelal buiten Nederland land.
  - Ontwikkel met de sector en de institutionele financiers een roadmap met daarin doelstellingen.
4. Kansen in samenwerking met andere departementen. De opgaven waarvoor startups en scale-ups een oplossing bieden beslaan de volle breedte van de samenleving. Transitieopgaven zoals de overgang naar een circulaire economie, een gezonde en een veilige samenleving en het streven naar brede welvaart, kunnen mede bereikt worden dankzij deze bedrijven. De inzet op risicokapitaal kan daarmee breder zijn dan louter dat wat vanuit EZK wordt aangejaagd.
  - Verken de mogelijkheden en benut het instrumentarium op rijksniveau.

## 10.4 Tot besluit

De Nederlandse risicokapitaalmarkt functioneert over het geheel genomen goed en presteert op Europees niveau bovengemiddeld. De risicokapitaalmarkt is een systeem dat ondernemers toegang biedt tot kapitaal om te groeien, stimuleert innovatie en bevordert economische groei. Ondanks deze sterke basis, blijven er mogelijkheden voor verbetering. Het systeem kan de komende jaren te gaan groeien door de toenemende interesse van pensioenfondsen, corporate investors, business angels en crowdfunders in de risicokapitaalmarkt. Met gerichte overheidsinterventies kan dit kapitaal sneller in beweging komen. Ook het vergroten van financiële slagkracht, het aanpakken van regionale verschillen, en het verbeteren van de kennis- en kunde over risicofinanciering geven een verdere impuls. Bovendien kan Europese samenwerking voor nieuwe mogelijkheden zorgen om scaleups te financieren die wereldwijd succesvol moeten worden. Door gericht beleid en voortdurende aanpassingen kan het systeem verder geoptimaliseerd worden en blijven excelleren in een competitieve, mondiale markt. Ook het recent gepubliceerde Interdepartementaal Beleidsonderzoek over bedrijfsfinanciering<sup>117</sup> sluit aan bij de conclusies in deze meta-analyse.

Daarbij is het van belang om ook stil te staan bij degenen bij wie dit allemaal begint: ondernemers. In het onderzoek hebben wij hier (alhoewel niet in scope van deze meta-analyse) grote zorgen over ervaren. Een goed functioneerde risicokapitaalmarkt vereist een continue aanwas van bedrijven die vervolgens succesvol doorgroeien. Het is dit samenspel wat uiteindelijk zorgt voor het succes van Nederland.

<sup>117</sup> Kies voor baten, 2024, Interdepartementaal Beleidsonderzoek

## Bijlage 1 Onderzoeksvragen

De hierna opgenomen onderzoeksvragen zijn geformuleerd door het Ministerie van Economische Zaken in de “Terms of Reference – Meta-analyse risicokapitaalinstrumenten” zoals deze aan het onderzoeksteam ter hand zijn gesteld.

Nr.	Thema en deelvraag
<b>Marktbeschrijving</b>	
1.1	Hoe ziet de marktstructuur voor risicokapitaal eruit?
1.1.a	Geef een beeld van de (ontwikkeling van) de aanbodkant van de kapitaalmarkt en besteed hier ruimte aan de nieuwe en bestaande aanbieders, en hun onderlinge samenhang. Ga daarbij specifiek in op de volgende aspecten: welke aanbieders begeven zich op de risicokapitaalmarkt, welke vraag bedienen nieuwe en bestaande aanbieders, hoe verhouden ze zich onderling c.q. hoe versterken ze elkaar, wat is hun marktaandeel en hoe heeft de markt zich ontwikkeld de afgelopen jaren?
1.1.b	Geef een beeld van de (ontwikkeling van) de vraagkant van de kapitaalmarkt, bijvoorbeeld door te kijken naar de vorm van financiering waar bedrijven behoefte aan hebben. Ga daarbij in op de volgende aspecten: wie zijn de vragers op de risicokapitaalmarkt, aan welke vorm van financiering hebben ze behoefte, hoe verschilt dit per fase en tussen regio's en sectoren, hoe vaak hebben ze behoefte aan financiering, hebben ze keuzevrijheid en hebben ze voldoende informatie en kennis en ervaring om een keuze te maken?
1.1.c	Welke andere spelers zijn relevant op deze markt en wat is hun rol, denk aan intermediairs en investeerders?
1.2	Hoe sluiten de vraagkant en de aanbodkant van de (risico)kapitaal op elkaar aan? Welke partijen (bedrijven, financiers) weten elkaar goed te vinden en welke partijen niet?
1.3	Welke knelpunten zijn er op de risicokapitaalmarkt, en is er sprake van markt-, systeem-, transitie en overheidsfalen?
1.3.a	Welke knelpunten ondervinden ondernemers in het verkrijgen van risicokapitaal financiering?
1.3.b	Wat zijn de achterliggende redenen van afwijzingen? Zijn deze terecht (niet haalbaar plan) of kunnen regels (voor andere maatschappelijke doelen die effect hebben op de financiering van bedrijven) of commerciële aspecten financiers weerhouden om te financieren?
1.4	Welke (conjuncturele en structurele) trends, ontwikkelingen en transities zien we op de markt voor risicokapitaal, zowel in Nederland als in het buitenland? Welke invloed hebben ontwikkelingen op het gebied van AI bijvoorbeeld op het functioneren van deze markt?
<b>Overheidsingrijpen</b>	
2.1	Hoe ziet het overheidsingrijpen eruit op de risicokapitaalmarkt, zowel stimulerend (subsidiës), als kaderstellend (regels en toezicht)? Kijk hierbij naar de belangrijkste instrumenten en wetgeving.
2.1.a	Wat is het overheidsingrijpen op nationaal, Europees en regionaal niveau?
2.1.b	Is er een logische samenhang tussen Europese, nationale en regionale aanbieders van risicokapitaal?
2.1.c	Welk overheidsingrijpen wordt gebruikt en wat is de rationale daarvan? Is het overheidsingrijpen gelegitimeerd vanuit de verschillende marktfaalens? In welke mate worden deze marktfaalens geadresseerd, dan wel gemitigeerd door het overheidsingrijpen?
2.1.d	Welk aandeel heeft het overheidsingrijpen op de markt voor risicokapitaal?
2.2	Geef een globaal beeld van relevante beleidsontwikkelingen in een aantal peer-landen.
<b>Doeltreffendheid</b>	
3.1	Is het huidige risicokapitaalbeleid nog passend op de knelpunten? Ga daarbij specifiek in op het EZK-beleid op dit terrein. Is de huidige mix aan instrumenten nog doeltreffend (of “toekomstbestendig”) gezien de geïdentificeerde trends, nieuw beleid en ontwikkelingen?
3.1.a	In welke mate is er overlap tussen en versterken de verschillende overheidsinstrumenten elkaar? Hierbij dienen ook de instrumenten op Europees niveau meegenomen te worden.
3.1.b	Zijn er ‘witte vlekken’ in het instrumentarium – zowel naar type financiering als gebruiker van de regelingen?

3.1.c	In welke mate is de samenhang van het overheidsinstrumentarium effectief in het mobiliseren van privaat kapitaal? En in welke mate heeft het instrumentarium bijgedragen aan de ontwikkeling van het private landschap? Graag met uitsplitsing per financieringsfase.
3.1.d	In welke mate draagt de samenhang van het risicokapitaalinstrumentarium bij aan de doelen van het missiegedreven innovatiebeleid? In hoeverre leveren de risicokapitaalinstrumenten als geheel een bijdrage aan het creëren van maatschappelijke impact.
3.2	Waarom maken ondernemers wel/niet gebruik van overheidsinstrumenten op het terrein van risicokapitaal? Wat zijn de karakteristieken van de bedrijven die wel/niet gebruik maken van het instrumentarium?
3.3	Stimuleren de regelingen als geheel de doorgroei van bedrijven?
3.4	Welke externe effecten zijn er gelet op bijvoorbeeld het vestigingsklimaat, mogelijk niet in beeld?
<b>Doelmatigheid</b>	
4.1	In welke mate is het overheidsinstrumentarium met verschillende uitvoerders, gezien in samenhang, kostenefficiënt?
4.2	Is de vormgeving van het overheidsinstrumentarium zodanig vormgegeven dat de daarmee beoogde doelen tegen de laagst mogelijke maatschappelijke kosten worden bereikt? Welke beleidsalternatieven zijn eventueel te overwegen, zowel door middel van financieel als niet financieel beleid?
4.3	Hoe werken de verschillende publieke uitvoerders met elkaar samen?
4.4	Hoe wordt het overheidsinstrumentarium in algemene zin gewaardeerd door ondernemers en private investeerders?
4.5	In welke mate sluiten eisen en aanvraagcriteria van de verschillende instrumenten en uitvoerders op elkaar aan? Zijn verbeteringen op dit aspect mogelijk?

Tabel B1.1 Deelvragen



## Bijlage 2 Definities

### Algemene definities

Term	Uitleg
Doelmatigheid	De mate waarin de prestaties en effecten van beleid tegen de laagst mogelijke inzet van (financiële) middelen en ongewenste neveneffecten worden bewerkstelligd, dan wel de mate waarin met de inzet van een bepaalde hoeveelheid (financiële) middelen de maximale prestaties en effecten van beleid worden gerealiseerd tegen zo min mogelijk ongewenste neveneffecten.
Doeltreffendheid	De mate waarin de beleidsdoelstellingen gerealiseerd worden dankzij het ingezette beleid en met zo min mogelijk ongewenste neveneffecten.
Informatie-asymmetrie	Onbalans waarbij de ene partij over meer of betere informatie beschikt dan de andere partij.
Moral Hazard	Risico verhogend gedrag van partijen wanneer zij niet direct of in mindere mate getroffen worden door negatieve gevolgen van hun acties.
Positieve externe effecten	Positieve gevolgen voor de maatschappij die uitstijgen boven de effecten bij de investeerder en die zijn ontstaan door de investeringen.
Risicokapitaal	Financiering bedoeld voor ondernemingen met een hoog risicoprofiel, doordat het zich richt op innovatie en snelle groei of actief is in een transitie, en waarbij de financier een groter risico loopt de inleg te verliezen. Risicokapitaal wordt vaak beschikbaar gesteld in de vorm van aandelenkapitaal of een achtergestelde lening. Ook wel durfkapitaal of risicodragend kapitaal genoemd.
Transitiefalen	Gebrek aan afstemming van activiteit van verschillende partijen bij het toewerken naar een maatschappelijk doel waarbij onderlinge afhankelijkheden en complementariteit gelden.

Tabel B2.1 Algemene definities

### Levensfasen ondernemingen

In het rapport worden verschillende aanduidingen gebruikt voor de levensfase van bedrijven. Dat komt door het gebruik van verschillende bronnen die andere indelingen gebruiken. Wij gaan in de rapportage uit van de fasering zoals we die beschrijven in paragraaf 0. In onderstaande tabel is inzichtelijk gemaakt hoe de afwijkende terminologie (ongeveer) overeenkomt met de indeling die in de rest van het rapport wordt gebruikt.

Levensfase ondernemingen	Gebruikt in 5.3.2	Gebruikt in 5.4.2
Vorbereidingsfase	Seed	Pre-seed
Startfase	Seed	Seed
Groefase	Startup	Early VC
Groefase	Latere fase risicokapitaal	Late VC
Doorgroefase	GroeiKapitaal	Venture Growth

Tabel B2.2 Levensfasen ondernemingen

### Bijlage 3 Gesprekspartners/deelnemers aan het onderzoek

Naam	Organisatie
Hugo Westerink	ABN AMRO
Chris Eveleens	AWTI
Marc Jansen	BOM
Stan ter Huurne	Collin Crowdfund
Eva Kooistra	Duitsland
Chantal Schrijver	EIB/EIF
Gijs Dalen Meurs	Eyevestor
Jan Peters	EZK (FEZ)
Shlomit Wolf Schneider	EZK (NFIA) Israël
Pieter Waasdorp	EZK (Ond)
Jan Dexel	EZK (Ond)
Iris Lackner	EZK (Ond)
Jasper Snoek	Fair Capital
Riemer Smink	Forward.one
Marine Bordenave	Frankrijk
Ger de Bruin	Horizon
Edwin van Houte	Impuls
Nard Sintenie	Innovaties Industries
Titia Zwart	Inspectie Rijksfinancien
Leo Holwerda	Invest-NL
Johan Stins	Invest-NL
Yossi Vinitiski	Israël
Daan Stolwerk	KPN Ventures
Siska van Houdt	LIOF
Guus Verhees	NBI Investors
Patrick Polak	Newion
Marco de Jong	NOM
Alan van Griethuysen	NPEX
Tjarda Molenaar	NVP
Juul Vaandrager	NVP
Maurice Croux	Provincie Limburg
Elwin Groenevelt	Qredits
Kostas Mamalingkas	ROM InWest
Edgard Creemers	ROM Regio Utrecht
Peter Roosenboom	Rotterdam School of Management
Natascha Szilagyi	RVO
José Maria Blasco Ruiz	Spanje
Coenraad de Vries	Startgreen Capital
Ronald Kleverlaan	Stg. MKB Financiering
Myrthe Hooijman	Techleap
Rolph Segers	TNO
Willem van den Berg	Value Creation Capital
Lieke Conijn	Verenigd Koninkrijk

Jarco de Bruin	Voldaan Factoring
Sebastiaan Berendse	WUR

*Tabel B3.1 Deelnemers*

## Bijlage 4 Documentenlijst

- Adriaanse, M. (2023) *Kamerbrief over startups en scale-ups als motor voor transitie en groei*
- Atomico et al. (2024) *State of European Tech 2023*
- Buck Consultants International (2022) *Evaluatie ROM's 2016-2020*
- Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (2021) *Launch of the "Zukunftsfonds" – Federal Government bolsters financing for start-ups in Germany*
- Centraal Bureau van de Statistiek (2023) *Financieringsmonitor 2022*
- Centraal Bureau van de Statistiek (2024) *Financieringsmonitor 2023*
- Centre for Strategy & Evaluation Services (2012) *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies*
- Decisio, KplusV (2024) *Evaluatie Groeifonds (2024)*
- De Horde, C. (2024) 'We moeten ons zorgen maken over het tempo in de VS en China. In Europa lopen we achter.' (Adriaanse, M.) (Financieel Dagblad)
- Dialogic (2020) *Onderzoeks- en Innovatie-ecosystemen in Nederland*
- Dialogic, RSM (2022) *Tussentijdse evaluatie Invest-NL*
- Dialogic (2023) *Evaluatie Toekomstfonds 2015-2021*
- Dialogic, SEO & Technopolis (2024) *Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angels regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022*
- EBAN (2020) *EBAN Annual Statistics Compendium for 2019*
- EBAN (2023) *EBAN Annual Statistics Compendium for 2022*
- Europese Commissie (2015) *Guidance for Member States on Article 42 (1)(d) CPR – Eligible management costs and fees*
- Eveleens, C., Vogelaar, J.J., (2021) *Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning*
- EY (2023) *Survey on venture capital in France, 1st half of 2023*
- InvestEU (2023) *Investing in Europe: Private Equity activity 2022*
- Jessayan, H. (2024) *Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij zoekt miljarden steun voor scale-ups* (Financieel Dagblad)
- KplusV (2020) *Risicokapitaal in de Vroege Fase*
- KplusV (2021) *Versterken van de impact van de dienstverlening aan het mkb*
- Letta, E. (2024) *Much more than a market. Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens.*
- Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (2023) *Vaststelling van de begrotingsstaten van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (XIII) voor het jaar 2024*
- Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (2024) *Bedrijvenbeleid in beeld*
- Moons, S., Gijsbertsen, B. (PwC, 2024) *Perspectief op financiering van transitie, innovatie en het mkb ter versterking van de Nederlandse economie.*
- OESO (2022), *in Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OESO Scoreboard* (OESO Publishing, Paris)
- PME Pensioenfonds (2024) *Miljoenen voor innovatie door PME pensioenfonds*
- Rijksoverheid (2024) *De Nationale Technologiestrategie*
- Royal HaskoningDHV, KplusV (2023) *Circulair financieren*
- Schiffers, M., Wolzak, M. (2024) *Werkgevers willen minder Nederlandse zuinigheid in Brussel* (Financieel Dagblad)
- Span et al. (2024) *ROM-participaties helpen risicovolle innovatieve bedrijven* (ESB)
- Sprangers, B. (2024) *Groene stroom vraagt investering in groene opslag* (Invest-NL)
- Stichting MKB Financiering (2022) *Onderzoek non-bancaire financiering*
- Technopolis, SEO, Dialogic (2024) *Evaluatie Innovatiekrediet 2018-2022*
- Technopolis, Dialogic, SEO (2024) *Evaluatie Vroege fase financiering 2024*

## Bijlage 5 Enquête/vragenlijst

- In what year was your company founded?
- How many employees (full-time and part-time, internal and external) work at your company?
- What sector is your company in?
- Would you classify your company as 'deeptech'?
- Have you ever successfully raised funding with your company?
- How many rounds of funding have you had with your company?

-----

(De volgende vraag werd voor iedere financieringsronde gevraagd. Dus als het antwoord op de vorige vraag "4" was, dan werd er over elk van de 4 financieringsrondes vragen gesteld over de omvang, het type kapitaal en de financieringsbron)

-----

- What amount of funding did you raise this round?
- What type of capital did you raise in this round?
- What sources of funding have you used? Multiple answers are possible.
  - Bank
  - Private equity
  - Private venture capital funds
  - Regional development companies (ROM)
  - Invest-NL
  - Subsidies/Grants
  - Informal investors
  - Crowdfunding
  - European Investment Fund (EIF-EU)
  - Foreign investors
  - Other alternative financing
  - Other, namely...
- Have you raised funding from public sources?
- What was the reason you took advantage of this public funding? Multiple answers are possible.
  - Private parties did not yet want/did not want to finance on their own
  - Favourable conditions
  - Using public funding enabled additional funding from other parties
  - Other, namely...
- How satisfied are you with the interaction with (the issuers of) the instruments?
- Below you have space to explain further.
- What was the reason you did not use public funding sources? Multiple answers are possible.
  - Terms were not sufficiently clear or too complex
  - Conditions were not interesting enough
  - There were too many demands on public funding sources.
  - Lead time was too long
  - Other, namely...
- Which of the following financing instruments are you familiar with?
  - Thematic Technology Transfer (TTT) scheme
  - Early-stage financing (VFF, Vroegefasefinanciering)
  - Innovation Credit (Innovatiekrediet)
  - Seed Capital scheme

- Dutch Venture Initiative (DVI (1 or 2))
- Growth Facility (Groeifaciliteit)
- Regional Development Agency (ROM)
- Invest-NL
- None of the above
- Following are several statements. Please indicate the extent to which you agree with these statements.
  - There is enough venture capital available in the Netherlands to finance good companies.
  - It takes(too) much effort to attract venture capital.
  - Without government intervention it will not succeed in attracting financing.
  - I have sufficient financing knowledge to make a financing round successful.
  - It is sufficiently clear for which financing question I can approach which party.
  - The number of instruments is well distributed over the various phases of a company's life.
  - Follow-up financing is difficult because financiers can only participate in one financing round.
- What instrument from abroad do you know which you would like to see back in the Netherlands?
- What areas for improvement do you see for the Dutch venture capital instruments?
- Are there any other things you would like to say on this topic?
- What is the name of your company?

## Bijlage 6 Methodologie data-analyse

Voor deze analyse is data nodig over het gebruik van de instrumenten. Deze data zijn vanuit drie datasets verkregen.

RVO Subsidieregister	NVP Participatieoverzicht	RVO Contracteringen Groeifaciliteit
Data over toegekende instrumenten: VFF IK Seed Capital	Data over participaties van: Seed Capital Fondsen ROM Invest-NL	Data over Groeifaciliteit

Tabel B6.1 Beschrijving datasets

### Paneldatabestand

Met de data is een paneldatabestand gevormd. Zo werd inzichtelijk welke onderneming, in welk jaar, door welk instrument werd 'behandeld' (*treated*). De tijdspanne betrof 2014 tot en met 2022. Er is voor 2014 als startjaar gekozen om zo een zo compleet mogelijk dataset samen te stellen.

### Koppeling RVO-data en NVP-data

Het NVP-participatieoverzicht had een dubbel functie. Het overzicht bevatte enerzijds de participaties van de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen en Invest-NL. Anderzijds zitten er ook participaties van Nederlandse venture capital fondsen in. Hier zaten fondsen tussen die ook voorkomen in de RVO-data met daarin Seed Capital-aanvragers. Zodoende kon inzicht verschaft worden in participaties (lees: ondernemingen) die financiering kregen van een VC-fonds dat in een eerder stadium gebruikmaakte van Seed Capital. Om consistentie in de dataset te behouden zijn 'gebruikers van Seed Capital' in dit geval bedrijven die ergens in hun bestaan financiering hebben ontvangen van fondsen die op hun beurt Seed Capital ontvingen. Daarmee kan echter niet met volle zekerheid verondersteld worden dat het geld waarmee deze bedrijven gefinancierd zijn rechtstreeks uit de Seed Capital-pot van RVO komt.

Het koppelen van participaties/ondernemingen tussen twee verschillende datasets was uitdagend. Dit komt omdat in beide databestanden de enige koppelvariabele de bedrijfs-/fondsnaam bleek te zijn. Het lastige hierbij is dat de schrijfwijzen van de bedrijfs-/fondsnaam lang niet altijd 1-op-1 overeenkwam.

Ter illustratie: Uit de RVO-data zien we dat in de kolom "Aanvrager" het (fictieve) bedrijf *ABC123* in 2018 Innovatiekrediet ontving. In de NVP-data zien we daarnaast dat *Abc123 B.V.* in 2019 een investering vanuit een ROM ontving. De customer journey van het bedrijf is dan in feite IK-ROM. Maar, omdat de schrijfwijze van de enige koppelvariabele (de bedrijfsnaam) afwijkend is, kan de koppeling tussen beide databestanden niet eenvoudig gemaakt worden.

Zodoende zijn er nog geautomatiseerde én handmatige opschoningen geweest op de data. Daarmee is de dataset zo zorgvuldig mogelijk geharmoniseerd.

### 'Instrumentencombinatie-analyse'

Na het opschonen en harmoniseren van de uiteindelijke dataset is er een *R*-script toegepast om de combinaties die gebruikers van risicokapitaal maakten inzichtelijk te krijgen. De code zocht op bedrijfsnaam en controleerde vervolgens welke verschillende instrumenten er op dezelfde bedrijfsnaam gevonden werden. De code controleerde ook voor het jaartal waarin het instrument gebruikt is. Door het instrumentengebruik af te zetten tegen de jaartallen waarin deze gebruikt zijn ontstaat inzicht in de *customer journey*.

## Bijlage 7 Beschrijvende statistiek/uitkomsten enquête

Q1: In what year was your company founded?	
Answered	15
Skipped	0
	2012
	2016
	2022
	2017
	2019
	2020
	2019
	2017
	2022
	2020
	2017
	2020
	2022
	2010
	2011

Q2: How many employees (full-time and part-time, internal and external) work at your company?		
Answer Choices	Responses	
1 employee (self-employed)	0,00%	0
2 to 5 employees	0,00%	0
6 to 10 employees	40,00%	6
11 to 20 employees	20,00%	3
21 to 50 employees	33,33%	5
51 to 200 employees	6,67%	1
201 to 500 employees	0,00%	0
More than 500 employees	0,00%	0

Q3: What sector is your company in?		
Answer Choices	Responses	
Life Science & Health; clinically	6,67%	1
Life Science & Health; technically	26,67%	4
IT	0,00%	0
Chemicals	0,00%	0
Energy	6,67%	1
Logistics	0,00%	0
Agriculture & Food	6,67%	1
High Tech Systems and Materials	40,00%	6
Other, namely...	13,33%	2



<b>Q4: Would you classify your company as 'deeptech'?</b>		
Answer Choices	Responses	
Yes	73,33%	11
No	26,67%	4

<b>Q5: Have you ever succesfully raised funding with your company?</b>			
Answer Choices	Responses		
Yes	100,00%	15	
No	0,00%	0	

<b>Q6: How many rounds of funding have you had with your company?</b>		
Answer Choices	Responses	
1 funding round	26,67%	4
2 funding rounds	46,67%	7
3 funding rounds	6,67%	1
4 funding rounds	20,00%	3
5 funding rounds	0,00%	0
More than 5 funding rounds	0,00%	0

[Vanaf hier volgde een uitsplitsing in de enquête. Als een ondernemer bijvoorbeeld drie financieringsrondes had opgehaald, werd er over elk van de drie rondes de volgende set aan vragen gesteld: ]

<b>Q16: What amount of funding did you raise the 1st round?</b>				
<b>Answered</b>	<b>1</b>			
<b>Skipped</b>	<b>14</b>			

<b>Q17: What type of capital did you raise in the 1st round?</b>		
Answer Choices	Responses	
Equity	100,00%	1
Debt	0,00%	0
Combination of both	0,00%	0

<b>Q18: What sources of funding did you use in the 1st round? Multiple answers are possible.</b>		
Answer Choices	Responses	
Bank	0,00%	0
Private equity	100,00%	1
Private venture capital funds	100,00%	1
Regional development companies (ROM)	0,00%	0
Invest-NL	0,00%	0
Subsidies/Grants	0,00%	0
Informal investors	0,00%	0
Crowdfunding	0,00%	0
European Investment Fund (EIF-EU)	0,00%	0
Foreign investors	0,00%	0
Other alternative financing	0,00%	0
Other, namely...	100,00%	1

<b>Q68: Have you raised funding from public sources?</b>		
Answer Choices	Responses	
Yes	85,71%	12
No	14,29%	2

<b>Q69: What was the reason you took advantage of this public funding? Multiple answers are possible.</b>		
Answer Choices	Responses	
Private parties did not yet want / did not want to finance on their own	75,00%	9
Favorable conditions	50,00%	6
Using public funding enabled additional funding from other parties	58,33%	7
Other, namely...	8,33%	1

<b>Q70: How satisfied are you with the interaction with (the issuers of) the instruments?</b>		
Answer Choices	Responses	
Very dissatisfied	8,33%	1
Dissatisfied	16,67%	2
Neutral	33,33%	4
Satisfied	41,67%	5
Very satisfied	0,00%	0

<b>Q71: Below you have space to explain further.</b>	
<b>Answered</b>	<b>6</b>
<b>Skipped</b>	<b>9</b>
	Advisors at RvO were inexperienced (2 main advisors out of 3 advisors started the month we submitted) resulting in 6 months of monthly questions. New questions or rephrased questions each time. Increasing uncertainty on length of the process. Resulting in too many milestones and reporting periods. And unrealistic last-minute conditions that were applied without consulting the company.
	The co-financing part of subsidies is often unnecessary complex and not needed in my opinion.
	The way grants are organizing in both NL and EU is highly random/chaotic resulting in all applicants following hypes and promising stupid stuff just to please reviewers.
	Subsidies are a great tool for non-dilutive funding; however, the administrative load can be quite high. We have tried raising and engaging with ROM's; however, the behavior was quite unprofessional. The BOM was trying to sit too much on the chair of the entrepreneur, and actively meddling in the team composition
	We have WBSO which works very well, we received a specific grant from VWS during the pandemic, which was clear. We have a Eurostars grant and a Pathfinder grant. For the Eurostars we are in the lead. This grant is not ideal for a company to lead because it is a lot of administrative work compared to the size of the grant. Many grants relevant to our field (AMR) in NL are usually for Academics only. Like JPIAMR
	The KYC processes of EIF are very onerous, but the money does open doors

<b>Q72: What was the reason you did not use public funding sources? Multiple answers are possible.</b>		
Answer Choices	Responses	
Terms were not sufficiently clear or too complex	0,00%	0
Conditions were not interesting enough	33,33%	1
There were too many demands on public funding sources.	33,33%	1
Lead time was too long	33,33%	1
Other, namely...	66,67%	2

<b>Q73: Which of the following financing instruments are you familiar with?</b>		
Answer Choices	Responses	
None of the above	14,29%	2
Thematic Technology Transfer (TTT) scheme	28,57%	4
Early stage financing (VFF, Vroegefasefinanciering)	50,00%	7
Innovation Credit (Innovatiekrediet)	78,57%	11
Seed Capital scheme	28,57%	4
Dutch Venture Initiative (DVI (1 or 2))	0,00%	0
Growth Facility (Groeifaciliteit)	7,14%	1
Regional Development Agency (ROM)	71,43%	10
Invest-NL	78,57%	11

<b>Q74: Following is several statements. Please indicate the extent to which you agree with these statements.</b>										
	Completely disagree		Disagree		Neutral		Agree		Completely agree	
There is enough venture capital available in the Netherlands to finance good companies.	46,15%	6	30,77%	4	7,69%	1	15,38%	2	0,00%	0
It takes(too) much effort to attract venture capital.	7,69%	1	0,00%	0	23,08%	3	30,77%	4	38,46%	5
Without government intervention it will not succeed in attracting financing.	7,69%	1	0,00%	0	15,38%	2	38,46%	5	38,46%	5
I have sufficient financing knowledge to make a financing round successful.	0,00%	0	15,38%	2	38,46%	5	23,08%	3	23,08%	3
It is sufficiently clear for which financing question I can approach which party.	7,69%	1	46,15%	6	7,69%	1	30,77%	4	7,69%	1
The number of instruments is well	38,46%	5	23,08%	3	30,77%	4	0,00%	0	7,69%	1

distributed over the various phases of a company's life.										
Follow-up financing is difficult because financiers can only participate in one financing round.	15,38%	2	30,77 %	4	23,08 %	3	23,08 %	3	7,69%	1

<b>Q75: What instrument from abroad do you know which you would like to see back in the Netherlands?</b>	
<b>Answered</b>	<b>11</b>
<b>Skipped</b>	<b>4</b>
	None
	EIC Accelerator Eurostar
	SAFE are rarely seen here.
	De fase trl 4-6 is empty
	I mostly see a gap between MVP and product market fit in Deeptech. You keep on raising small rounds, which dilutes you to the point it becomes far less interesting as a founder to deal with the rollercoaster of entrepreneurship
	Big Informals
	Venture Capital Trusts, (Seed) Enterprise Investment Scheme, Yozma, SBIR & STTR, Future Fund, Startup SG Equity, regulatory sandboxes, key sector subsidies
	Venture capital does not exist in NL. what is available are tiny semiprofessional, hoping to be VCs with no know how and almost no money. Only in combination of strong US VCs NL has any chance. NL government must support and financially incentivize growth by participating with grants like US and other EU countries and play on an investor via Invest NL. All required is to reduce risks not pretending NL government knows anything above growth funding. We need Groeifondsen back ASAP and with 10x the resources for companies and research.
	I raised \$30M in four rounds, all my investors are foreign VCs. I've spoken to Dutch VCs but would never raise from them. They are not well connected, they have little money to invest, they are not properly incentivized through Carried interest to work hard to make my company succeed. The Dutch venture landscape is beyond broken. There is a severe shortage of available funds and good VCs with a global mindset. Models like Inkef, where the partners make a modest salary, but no carried interest is totally useless. Why would they care to make my company big? They don't make any real money from that; they just leave and go do something else when it pays better. Other VCs have super small funds, which make them ultra focused on profitability way too soon. They can't afford a loser, but this goes against the venture capital power law We desperately need 10x the amount of VC funding available per capita, like in the US if we ever want to make a dent. Please no government and province funds... please let the market take care of it.
	Innovate UK has very specific AMR funding, in general the UK offers many more funding opportunities for SME without the requirement to

	collaborate with a public institution. The US has BARDA, DARPA, ARPA-H, CARBX. These all provide the millions a life science company need for feasibility and development. As a comparison. We filed for ~EUR 14.045000 in grants lately, all focused on feasibility studies. The Dutch part of that is the 45k. The rest is US. It is impossible for a life science company to work with the small budgets proposed by the current grants. The EIC accelerator is the only one that has a larger amount but is extremely competitive and not focused. The US and UK grants are focused based on an agenda that the government sees as priorities for the broader society to fix. In the Netherlands, there are none of sufficient size aimed specifically at SMEs.
	The Safe and EIS schemes incentivizing early-stage investment

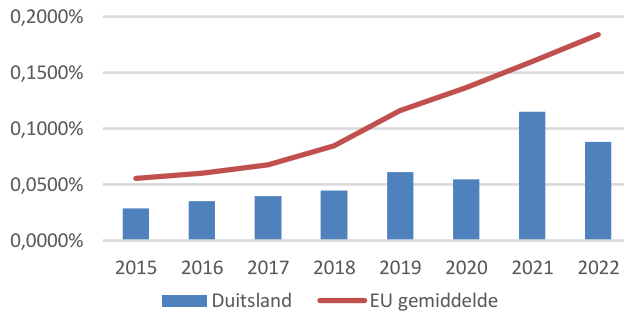
<b>What areas for improvement do you see for the Dutch venture capital instruments?</b>	
<b>Answered</b>	<b>11</b>
<b>Skipped</b>	<b>4</b>
	Flexibility in the terms to make follow on rounds easier.
	Connection with innovation hubs/campuses for easy accessibility. Casual introduction and exploration to possible match with instruments is key. Including success stories and peer to peer support
	It would be amazing is there would be a centralized platform where Dutch companies can post their funding needs, and where VC's can react. Also, any instrument to help derisk VCs would be very useful.
	See previous input
	Collaboration and tax incentives to invest after M&A or dividend returns.
	Replace ROM's with a National Development Agency, the provincial focus does not make sense from a global perspective. Make the innovatiekrediet more accessible, make the growth funds not a toy for corporates and universities, let the market decide where innovation happens instead of the KIAs. Make early stage TRL funding available outside of research institutes (e.g. NWO Take-off and early TRL growth fund subsidies are only for academia, not for early TRL startups that might create more impact)
	There is not a single VC in NL. GET US VCs into set up NL operations.
	Tax breaks so more funding flows into VC funds
	I only know the SEED arrangement and I believe it was somewhat problematic for us to receive other grants because one of our investors has used the SEED arrangement. Which we cannot influence and does not directly benefit us, which is a bit odd. The Innovation Credit is a big NOGO for venture capitalists. Because you must put your IP at stake, plus you have a debt, and interest is significant. So that is not an option for companies requiring multiple funding rounds.
	I think better off as a fund of funds
	more risk taking, more access for deeptech, more favorable conditions

<b>Are there any other things you would like to say on this topic?</b>	
<b>Answered</b>	<b>9</b>

Skipped	6
	Venture capital landscape is improving a lot. Still the number of funds and their flexibility is limited. Government is already taking a big role to improve this. It would be nice to see more private capital coming into the market as well.
	Accessibility, exploration of matching and success stories and p2p support increases correct matching and completion of instruments
	There is a lot of funding in the Netherlands to get to MVP. Beyond it gets difficult or the funds are not big enough, so people look elsewhere
	Techleap should stay!!
	There needs to be an EU common financial market, Standardized EU legal entities, better option rulings
	Dutch R&D Environment is super splintered with RVO, TKI, TOP-sectoren, KplusV and many others while no one does anything properly. It is a mess caused by the government ditching responsibility.
	Please learn from the US. Don't look at other European countries. We Europeans are all failing horribly at the venture game
	Please decide on strategic topics and invest enough money in the life sciences startups. Especially during the valley of death (after initial proof of concept, you need to cover many risky years to get ready for clinical validation). We need millions not 100k. That is an absolute necessity. Also, in the US, it is seen as a great achievement to get government funding. Use this to award your local startups, give them a head start and ensure the VCs see this as a stamp of approval. This requires getting experienced people to do the assessment process. The Groeifondsen are pretty much gone but in all honesty, it was not like a startup could get Millions of growth funding from those, except when a venture fund was built from it, like Photon Ventures. If you look at CARBX and InnovateUK, they are on all the events, very well known. It would be good for Dutch financing instruments to also have a presence and a clear strategy on what they want to achieve.
	There is a severe lack of understanding around fundraising in the Netherlands and even adversity

## Bijlage 8 Uitkomsten per land

### Duitsland



Figuur B8.1 Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) van Duitsland. Bron: OESO

### Economie en durfkapitaalmarkt

- In Berlijn vindt 33% van alle deals plaats, met 39% van het totale kapitaal; gevolgd door Beieren met 29%.
- 56,3% van de startups heeft externe financiering aangetrokken, waarvan 43,1% minder dan €500.000 ontvangt.
- 69,5% van de startups verwacht binnen 12 maanden extern kapitaal nodig te hebben: 41,3% onder €500.000 en 32,4% tussen €500.000 en €2 miljoen.
- Er is een mismatch tussen de vraag en aanbod aan durfkapitaal. Vraag naar durfkapitaal bedraagt 32,5%, realisatie 13,9%, een tekort van 18,6%.
- Voornamelijk internationale groei-investeringen: 46,1% VS, 14,2% Azië, 21,8% Europa en 14,5% uit Duitsland zelf.

### Recente ontwikkelingen

- Maart 2021: Lancering €10 miljard Future Fund en €1 miljard Deep Tech Future Fund door de Duitse overheid om investeringen in startups te stimuleren.
- November 2023: Aankondiging extra miljarden voor venture-investeringen in Duitsland.

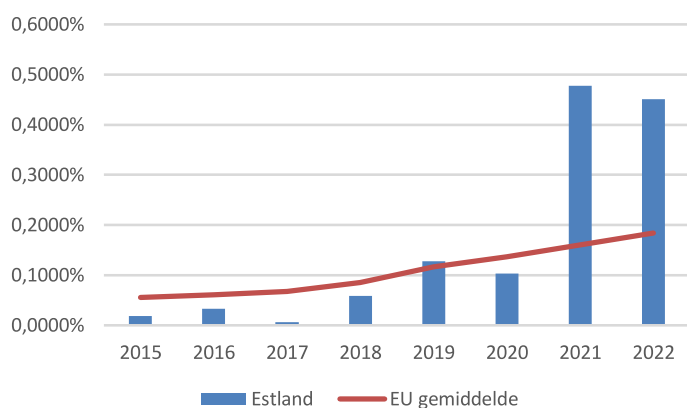
### Overheidsingrijpen

- Diverse instrumenten om de vroege fase van durfkapitaalmarkt te stimuleren, waaronder:
  - Future Fund en DeepTech Future Fund met een budget van €10 miljard, gericht op €30 miljard aan risicokapitaal samen met private en publieke partijen.
  - High-tech Gründerfonds (HTGF), grootste seed investeerder in Europa met €900 miljoen.
  - KfW en KfW Capital als fund-of-fund investeerders.
  - Wachstumsfonds Deutschland, een €1 miljard venture capital fund-of-funds.

### Goede Praktijken en Ontwikkelingen

- Startup Strategy 2022: 10-jaarsagenda van de Duitse overheid om het startup ecosysteem te versterken, met tien actiegebieden om Duitsland en Europa als top vestigingslocatie te positioneren.

## Estland



Figuur B8.2: Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) van Estland. Bron: OESO

## Economie en durfkapitaalmarkt

- In 2022 is €76 miljoen geïnvesteerd in Estse bedrijven door private equity en venture capital fondsen.<sup>118</sup>
- In totaal €195 miljoen geïnvesteerd door Estse fondsen in binnen- en buitenlandse bedrijven, inclusief investeringen in Rusland, China en de VS.
- Business angels spelen een belangrijke rol in Estland. In 2022 investeerden zij € 13,36 miljoen in 446 bedrijven, wat een daling is ten opzichte van de € 29,6 miljoen die in 2021 werd geïnvesteerd.

## Recente Ontwikkelingen

- Estland heeft de hoogste dichtheid van unicorns per capita in Europa met 10 unicorns, waarvan twee in 2022, resulterend in 7,7 unicorns per miljoen inwoners.

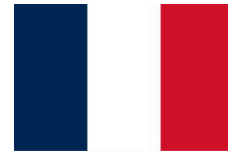
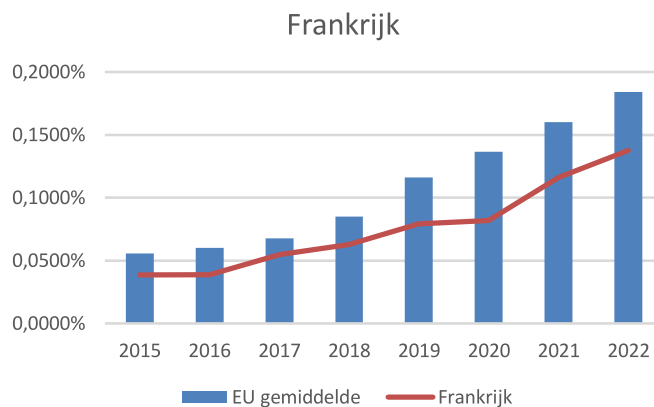
## Overheidsingrijpen

- Het e-Residency programma faciliteert dat wereldwijde ondernemers online een EU-gebaseerd bedrijf kunnen oprichten en beheren, wat toegang geeft tot Europese markten en een diversiteit aan oprichters aantrekt.
- Het Estse Startup Visa vereenvoudigt de verhuizing naar Estland voor niet-EU startup oprichters en hun werknemers, en ondersteunt zo de groei van de startupgemeenschap.

<sup>118</sup> Baltic Private Equity and Venture Capital MARKET OVERVIEW 2022, mei 2023



## Frankrijk



Figuur B8.3: Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) van Frankrijk. Bron: OESO

## Economie en durfkapitaalmarkt

- Frankrijk beschikt over een goed ontwikkeld start-up ecosysteem, vooral geconcentreerd in Parijs, met groeiende toegang tot durfkapitaal.
- In 2022 werd er zo'n €3,2 miljard euro risicokapitaal geïnvesteerd in Frankrijk.

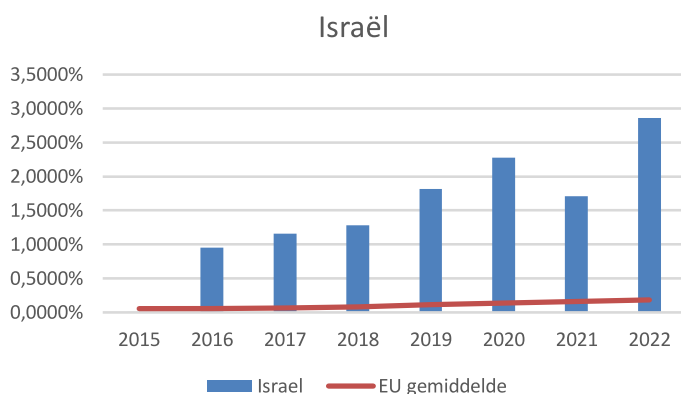
## Recente ontwikkelingen

- In 2023 bleef de Franse durfkapitaalmarkt stabiel ondanks een inflatie van gemiddeld 4,89%.
- Het French Tech Visa-programma trekt internationaal tech-talent aan en omvat categorieën voor startup-oprichters, talenten uit snelgroeiende bedrijven en investeerders. Het vereist een investering van minstens €300.000 en het scheppen van banen.

## Overheidsingrijpen

- Tijdens de Covid-19 crisis stelde de overheid €300 miljard aan garanties beschikbaar voor leningen om liquiditeitstekorten aan te pakken, met 90% garantie voor leningen aan professionals en MKB.
- Er zijn €20 miljard aan garanties vrijgemaakt voor investeerders in converteerbare leningen en obligaties om balance sheet problemen te verminderen.
- BPI France, als nationale financieringsbank, beheert ongeveer €19 miljard en ondersteunt de durfkapitaalmarkt via een combinatie van directe investeringen en fonds-in-fonds investeringen. Belangrijke onderdelen zijn het Innovation & Industry Fund van €10 miljard en het Large Venture Fund van €1 miljard, met additionele schuldoplossingen en een ondernemersprogramma. BPI France is cruciaal in de financiering van vroege fase fondsen.

## Israël



Figuur B8.7: Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) van Israël. Bron: OESO

### Belangrijke constateringën durfkapitaalmarkt

- In 2020 bedroeg de totale venture capital investering in Israël \$10,18 miljard.
- Late fase investeringen zijn aanzienlijk gegroeid, zowel in aantal deals als in totale waarde, met een verschuiving van vroeg naar laat. Late/groei investeringen waren \$8,5 miljard en vroege investeringen \$1,6 miljard.
- 90% van de venture capital investeringen in Israël komt van internationale investeerders.

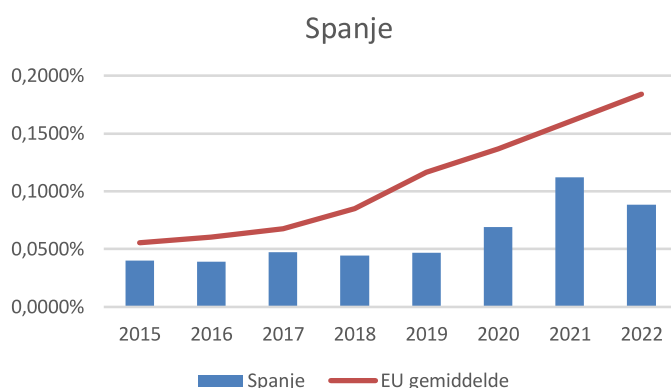
### Recente ontwikkelingen

- Het toenemende conflict tussen Israël en Palestina sinds de aanval van Hamas op 7 oktober 2023 heeft potentieel een negatieve impact op de economische en geopolitieke situatie, waarvan de invloed op de durfkapitaalmarkt nog onzeker is.

### Overheidsingrijpen

- De Israëlische overheid biedt sinds 2003 garanties voor MKB-leningen via het Loan Guarantee Fund.
- In reactie op COVID-19 is een MKB-steunfonds opgericht met een budget van ILS 40 miljard.
- Er zijn overheidsprogramma's om de aanneming en training van nieuwe werknemers te stimuleren, waarbij bedrijven worden aangemoedigd om in productiviteitsverhogende tools te investeren.
- Startup Nation Central onderhoudt een database die kapitaalmarkttoegang faciliteert voor ondernemers en investeerders.
- De Israëlische overheid heeft Yozma funds opgericht om Joods-Russische ondernemers aan te trekken en gebruikt de Innovation Authority om jonge bedrijven te ondersteunen, voornamelijk via hybride financieringsvormen, zonder direct in eigen vermogen te investeren.

## Spanje



Figuur B8.4: Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) van Spanje. Bron: OESO

## Economie en durfkapitaalmarkt

- In 2022 investeerden durfkapitalisten €942 miljoen in Spaanse startups, een daling ten opzichte van de €1,6 miljard in 2021.
- Het Spaanse startup-ecosysteem is toegankelijk met significante groeipotentie, wat het aantrekkelijk maakt voor buitenlandse investeerders.

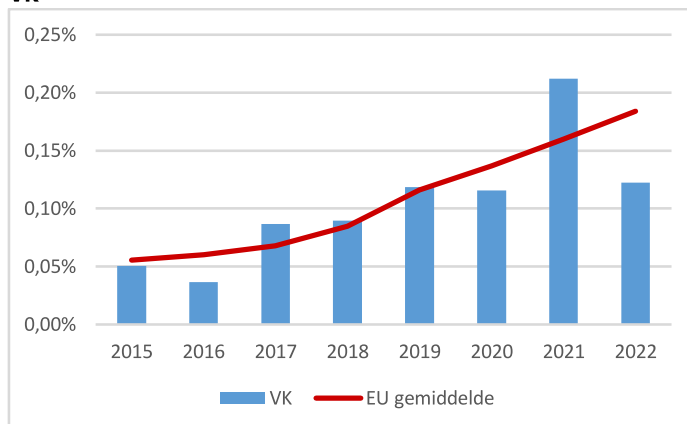
## Recente ontwikkelingen

- Investerings in de vroege en middelgrote fase (tot €40 miljoen) zijn jaarlijks gestegen sinds 2017.
- De nieuwe Spaanse Startup-wet, die sinds 2023 van kracht is, verhoogt de aantrekkelijkheid voor zowel startups als investeerders.

## Overheidsingrijpen

- In 2020 investeerde de overheid €29 miljard direct in MKB via leningen.
- Garantieprogramma's via Instituto de Crédito Oficial (ICO) beoogden €100 miljard voor liquiditeitssteun en €40 miljard voor garanties op vaste activa.
- Belangrijkste overheidsinstrumenten voor ondersteuning van startups:
  - ENISA biedt participatieve leningen van €25.000 tot €1,5 miljoen voor de seedfase.
  - AXIS ondersteunt venture capitalfondsen en groeifase startups.
  - CDTI focust op R&D en technologische spin-offs.Oprichting van het Fund to Support the Solvency of Strategic Companies in 2020 met €10 miljard om solvabiliteitsproblemen door COVID-19 aan te pakken.  
De "Ley de Startups" (Startup-wet) bevordert het startup-ecosysteem door belastingvoordelen, administratieve vereenvoudiging en ondersteuning van innovatie. De wet maakt het voor buitenlandse investeerders makkelijker om te investeren en biedt hun fiscale voordelen.

## VK



Figuur B8.5: Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) van het Verenigd Koninkrijk. Bron: OESO

## Economie en durfkapitaalmarkt

- In 2022 werd er £3,77 miljard geïnvesteerd in durfkapitaal in het VK. Afgezet tegen het Britse BBP is dit lager dan gemiddeld in Europa.

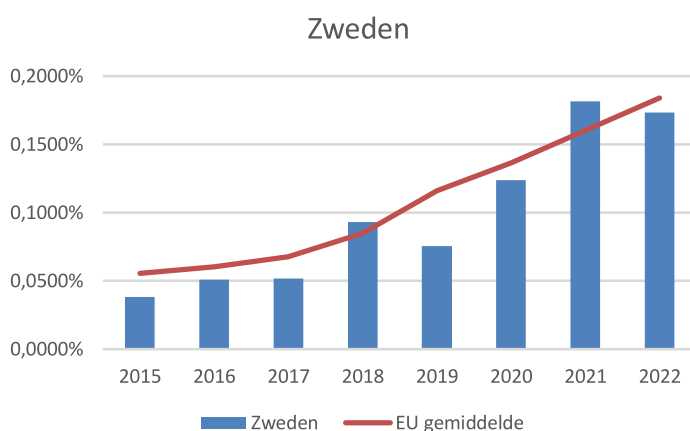
### Recente Ontwikkelingen

- Brexit, die in januari 2020 definitief werd, heeft de handelsrelaties en aantrekkelijkheid voor buitenlandse investeerders beïnvloed.

### Overheidsingrijpen

- De British Business Bank, opgericht in 2014, speelt een sleutelrol in het stimuleren van investeringen in Britse bedrijven door middel van diverse programma's.
- In reactie op COVID-19 zijn meerdere lening-regelingen geïntroduceerd, waaronder CBILS, BBLS, CLBILS en het Future Fund, dat private investeringen stimuleert via converteerbare leningen.
- Het Enterprise Investment Scheme (EIS) en het Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) bieden belastingvoordelen aan particuliere investeerders om hen aan te moedigen te investeren in startende en kleine bedrijven.

## Zweden



Figuur B8.6: Risicokapitaal t.o.v. BBP (%) van Zweden. Bron: OESO

## Economie en durfkapitaalmarkt

- De Zweedse durfkapitaalmarkt was tussen €200-300 miljoen per jaar stabiel, maar groeide in 2022 naar ongeveer €940 miljoen.
- Informatie over de durfkapitaalmarkt (met uitzondering van data over venture capital) is beperkt en voornamelijk afkomstig van private initiatieven die financieringen aan startups monitoren.

## Recente Ontwikkelingen

- Zweden leidt binnen de EU in 2022 met hoge digitale intensiteit bij MKB-bedrijven (86%) en gebruik van cloud services (69%). 19% van de bedrijven analyseert big data en 10% gebruikt kunstmatige intelligentie, beide boven het EU-gemiddelde. 33% van de MKB's verkoopt online met 19% e-commerce-omzet.
- Volgens de EIB-investeringsenquête ervaart slechts 9,2% van de Zweedse bedrijven zakelijke regelgeving als een belemmering, tegenover een EU-gemiddelde van 28%.
- Het grootste lange termijn obstakel is de beschikbaarheid van gekwalificeerd personeel (90%), vooral bij MKB's die last hebben van een tekort aan geschoold personeel.

## Overheidsingrijpen

- Almi, een staatsbedrijf, en zijn dochteronderneming Almi Invest verstrekken leningen en durfkapitaal in sectoren met lage marktdekking. Almi heeft ook regionale investeringsfondsen en een investeringstak voor vroege fase investeringen tot €1 miljoen.
- Industrifonden en Saminvest, opgericht in 2017 als een fonds-in-fonds, richten zich op investeringen in venture capitalists in de vroege fase.
- Het Swedish Venture Initiative (SVI), opgezet in 2016 in samenwerking met het EIF en het Zweedse Agentschap voor Economische en Regionale Groei, streeft ernaar meer dan SEK 1 miljard aan investeringen beschikbaar te stellen voor Zweedse startups via een combinatie van ESIF en EFSI fondsen.



## Belangrijke vraagstukken schreeuwen om werkende oplossingen.

> **Wij ontwikkelen ze.**

**Contactpersoon:**

Thomas Ticheloven  
T +31 6-27085533

**KplusV**

T +31 26-3551355

info@kplusv.nl

www.kplusv.nl

**Amsterdam • Arnhem • Rotterdam • Groningen**



# DECISIO

**Verschil zien, verschil maken**

