

Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angel regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022

ir. ing. Reg Brennenraedts MBA, Adriaan Smeitink MSc, prof. dr. Erik Brouwer, dr. Matthias Ploeg, dr. Gerben de Jong, Pim Verhagen MSc, Ben Bresser MSc, dr. Adam Kuczynski, Antonia Petrat MSc

Opdrachtgever:
Ministerie van EZK

Publicatienummer:
2023.142.2118

Datum:
Utrecht, 14 mei 2024

Bij het tot stand komen van dit rapport heeft de begeleidingscommissie ons voorzien van waardevolle feedback. De onderzoekers willen de leden van deze commissie danken voor hun input. De commissie bestond uit de volgende leden: Sophie Manigart (voorzitter) Jacqueline Snoeker, Marielle Non, Rein van Erp, Miriam Dragstra & Felix Zwart.

De interne kwaliteitsbewaking werd vormgegeven door Michiel Bijlsma (SEO) en Matthias Ploeg (Technopolis).

Inhoudsopgave

Managementsamenvatting 4

1 Inleiding 11

1.1 Aanleiding 11
1.2 Doelstelling evaluatie en beoogde resultaat 11
1.3 Onderzoeksaanpak 12
1.4 Leeswijzer 13

2 De drie regelingen en hun context 14

2.1 Beschrijving van de Seed Capital regeling 14
2.2 Beschrijving van de Business Angel regeling 17
2.3 Dutch Venture Initiative 20
2.4 Beleidscontext 23
2.5 De markt voor risicokapitaal in Europa 24
2.6 Schets buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met SC, BA en DVI 29

3 Doelgroepbereik 32

3.1 Seed Capital en Business Angel fondsen 32
3.2 Seed Capital en Business Angel participaties door fondsen 51
3.3 Dutch Venture Initiative fondsen 66
3.4 Dutch Venture Initiative participaties door fondsen 71

4 Doeltreffendheid 79

4.1 Doeltreffendheid Seed Capital en Business Angel regeling 79
4.2 Doeltreffendheid Dutch Venture Initiative 113

5 Doelmatigheid 125

5.1 Doelmatigheid Seed Capital en Business Angel regeling 125
5.2 Doelmatigheid Dutch Venture Initiative 133

6 Conclusies en aanbevelingen 139

6.1 Hypotheses 139
6.2 Conclusies Seed Capital en Business Angel regeling 140
6.3 Conclusies Dutch Venture Initiative 143
6.4 Aanbevelingen 145

Verwijzingen 148

Bijlage 1. Onderzoeksvragen 152

Bijlage 2. Interviewprotocol Seed Capital 156

Bijlage 3. Overzicht interviewrespondenten 160

Bijlage 4. Enquête fondsmanagers Seed Capital 162

Bijlage 5. Methodische verantwoording enquêtes 171

Bijlage 6. CBS Microdata-analyse 177

Bijlage 7. Methodologie econometrie 180

Definitie doeltreffendheid 180

De werking van difference-in-difference 180
De werking van Propensity Score Matching 182
Toepassing van DID en PSM in dit onderzoek 184

Bijlage 8. Additionele econometrische resultaten..... 188

Managementsamenvatting

Inleiding

Op verzoek van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft Dialogic samen met SEO Economisch Onderzoek en Technopolis een evaluatie uitgevoerd van de Seed Capital (SC) regeling, de Business Angel (BA) regeling en het Dutch Venture Initiative (DVI). Conform de begroting van het ministerie van EZK moeten deze instrumenten in 2024 geëvalueerd worden. Het ministerie heeft ervoor gekozen deze instrumenten gezamenlijk te evalueren omdat alle drie instrumenten tot doel hebben om de beschikbaarheid van en de toegang tot risicokapitaal voor bedrijven te vergroten. In dit onderzoek zijn de volgende methodes ingezet: literatuuronderzoek, portfolio-analyse, interviews, enquête, econometrie en een validatiesessie.

Hypotheses

Aan het begin van dit rapport zijn vier hypotheses geformuleerd. In deze paragraaf komen we hierop terug.

Hypothese 1: Door SC, BA en DVI is de toegang tot risicokapitaal voor techno- en creatieve starters verbeterd.

Hypothese 1 wordt aangenomen. Het Nederlandse aanbod van risicokapitaal is het afgelopen decennium verbeterd. SC, BA en DVI hebben hier positief aan bijgedragen. Het heeft geleid tot meer fondsen, meer participaties in bedrijven en meer geïnvesteerd risicokapitaal.

Hypothese 2: Met behulp van SC, BA en DVI krijgen investeerders makkelijker financiering voor hun investeringsfonds.

Hypothese 2 wordt aangenomen. Er is sprake van een mechanisme dat via drie kanten een positief effect heeft

- De condities van de geldlening verlagen het risico voor private investeerders. Dit geldt alleen voor SC en BA (en niet voor DVI).
- Door de geldlening wordt een fonds groter waardoor er meer schaalvoordelen zijn
- De due diligence van RVO (bij SC en BA) en EIF (DVI) is een kwaliteitsstempel waar private partijen op vertrouwen.

Hypothese 3: Door SC, BA en DVI durven investeerders meer risico te nemen met hun investeringen.

Of hypothese 3 wordt aangenomen of verworpen hangt af van de definitie van investeerders.

- Als onder investeerders wordt verstaan **private investeerders die in fondsen investeren**, dan zien we **te weinig bewijs om deze hypothese aan te nemen**. Deze partijen gedragen zich in de basis als rationele actoren die op zoek zijn naar het meeste rendement en zullen door deze regelingen geen ander gedrag vertonen.
- Als onder investeerders wordt verstaan **DVI-fondsen**, dan zien we **te weinig bewijs om deze hypothese aan te nemen**. Deze middelen die zij ontvangen vanuit DVI worden onder gelijke condities verstrekt als die van private investeerders.
- Als onder investeerders wordt verstaan **BA- en SC-fondsen**, **dan neigen we ernaar om deze hypothese aan te nemen**. Deze fondsen krijgen immers middelen vanuit deze fondsen tot hun beschikking waarmee ze gestimuleerd worden om meer

risicovol te investeren. Specifiek voor SC denken we echter dat het effect vooral is dat er meer SC-fondsen komen waardoor er meer risicovol kapitaal op de markt komt.

Hypothese 4: SC, BA en DVI zijn nog steeds nodig om voldoende financiering voor toekomstbestendige innovatieve bedrijven te mobiliseren.

Hypothese 4 wordt aangenomen. De equity gap is door SC, BA en DVI waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn. Een andere manier om naar dit vraagstuk te kijken vanuit het perspectief van economische cycli. Als de markt heel positief is, dan kan de situatie ontstaan dat bepaalde instrumenten niet meer nodig zijn. Echter, enkele jaren later kan de markt omslaan en zijn deze instrumenten noodzakelijk.

Conclusies Seed Capital en Business Angel regeling

Doelgroepbereik

Fondsen Seed Capital

Het **aantal** SC-fondsen dat actief is groeit: van 69 in 2018 tot 96 in 2022. Het aantal nieuwe fondsen per jaar varieert van 4 tot 8. Het totale investeringsbudget van de SC-fondsen in 2022 was €63,7 miljoen. In 2018 was dit nog €48,9 miljoen. In de periode 2018-2022 is 50,3% van het **investeringsbudget** afkomstig van private investeerders en 49,7% vanuit overheidsfinanciering. Circa 40% van de SC-fondsen verkrijgt ook vermogen via de **ROM's**, al is deze bijdrage over het algemeen vrij laag; gemiddeld 5% van het fondsvermogen van een seed-fonds. Van DVI, Invest-NL en EIF hebben we geen kwantitatieve data, maar zien wel voorbeelden hiervan. Er komt nadrukkelijk naar voren dat fondsen en deze entiteiten elkaar ook op andere manier elkaar weten te vinden, zoals samen investeren in participaties.

Afbakeningen van financieringsfases hebben een sterke impact op het bepalen van het **marktaandeel** van SC en BA. De SC-fondsen vormen ongeveer de helft van de Seed-financieringsmarkt in Nederland. BA-fondsen vormen 5% van de totale business angel markt in Nederland.

De 83 **aanvragen** voor financiering vanuit de SC-regeling hebben geleid tot 32 toekenningen (39%), 35 aanvragen (42%) die buiten de ranking zijn gevallen, 13 aanvragen (16%) die niet aan eisen voldeden en zijn afgewezen en 2 (2%) terugtrekkingen.[1]

Participaties Seed Capital

Het **aantal** participaties van SC-fondsen loopt op van 286 in 2018 naar 408 in 2022. Er is in deze periode in 285 nieuwe participaties gefinancierd (waarvan 244 nieuwe unieke bedrijven in de portfolio). De **omvang** van de investeringen loopt (met een kleine terugval in 2020) op van €44,1 miljoen per jaar in 2018 naar €75 miljoen per jaar in 2022. De potentiële doelgroep voor SC en BA is niet te bepalen op basis van dit onderzoek.

De **leeftijd** van bedrijven op het moment dat zij een participatie uit SC-fondsen ontvangen is veelal jonger dan drie jaar. Het concept TRL sluit niet goed aan bij de belevingswereld van fondsmanagers. Zij redeneren vanuit de maturiteit van bedrijven en niet van technologie.

[1]Het aantal fondsen dat aanvragen heeft gedaan is lager omdat fondsen meerdere aanvragen kunnen doen.

Het indelen in **sectoren** is lastig omdat (1) verschillende methodes een verschillende categorisering hanteren en (2) er veelal geen sprake is van de uitsluitende categorieën. Desalniettemin is duidelijk dat de ICT-sector en de Life Sciences & Health sector een grote rol spelen in de SC-fondsen. We zien de laatste jaren een verschuiving naar fondsen met een focus op High Tech. Circa tweederde van de SC/BA-participaties maakt gebruik van de **WBSO**.

De **werknemers** bij participaties van SC en BA zijn vooral man (kleine 80%), jong (grofweg 40% onder de 30 jaar; circa 5% ouder dan 54 jaar) en hoogopgeleid (kleine 80% HBO of hoger, nauwelijks alleen basisonderwijs). Fondsmanagers beoordelen een mogelijke participatie vooral op kwaliteit en minder naar diversiteit. De omvang van de potentiële **doelgroep** voor BA is niet te bepalen op basis van dit onderzoek

Fondsen Business Angel

Het **aantal** BA-fondsen dat actief is groeit: van 7 in 2018 tot 26 in 2022. Het aantal nieuwe fondsen per jaar varieert van 2 tot 10. Het totale investeringsbudget van de BA-fondsen in 2022 was €15,4 miljoen. In 2018 was dit nog €7,5 miljoen. In de periode 2018-2022 is 50% van het investeringsbudget afkomstig van private investeerders en 50% vanuit overheidsfinanciering. BA-fondsen vormen 5% van de totale business angel markt in Nederland.

De 39 **aanvragen** voor de BA-regeling hebben geleid tot 29 toekenningen (74%) en er zijn 10 aanvragen (26%) die niet aan eisen voldeden. Er zijn geen voostellen buiten de ranking gevallen of teruggetrokken.

Participaties Business Angel

Het **aantal** BA-fondsen dat actief is groeit: van 7 in 2018 tot 26 in 2022. Het aantal nieuwe fondsen per jaar varieert van 2 tot 10. Het aantal nieuwe **participaties** van BA-fondsen loopt op van 3 in 2018 naar 19 in 2022. De **omvang** van de investeringen loopt (met een flink terugval in 2020 en 2021) op van €0,4 miljoen in 2018 naar €4,4 miljoen in 2022.

Door beperkingen in de dataverwerking kunnen we geen inschatting geven van de **leeftijd** van de bedrijven die een investering krijgen vanuit BA-fondsen. Er wordt door BA-fondsen in bedrijven in verschillende **fases** geïnvesteerd, waarbij de pre-seed en de seed stage het sterkst naar voren lijken te komen. ICT, duurzaamheid en zorg zijn de grootse **sectoren** waarin geïnvesteerd wordt. De omvang van de potentiële **doelgroep** voor BA is niet te bepalen op basis van dit onderzoek

Doeltreffendheid

Seed

De SC-regeling is zeer aantrekkelijk voor first time fundmanagers. Zonder deze regeling is het gebrek aan reputatie voor hen een (te) grote toetredingsbarrière om de markt van fondsmanagement te betreden. Doordat ze met een succesvol SC-fonds een **trackrecord** kunnen opbouwen beginnen ze geregeld een vervolgfonds. Sommigen doen een nieuwe succesvolle aanvraag bij de SC-regeling, anderen schuiven op naar andere instrumenten (DVI of DFF) en weer anderen richten zich op fondsen met uitsluitend private middelen.

Managers van SC-fondsen zijn redelijk **tevreden** over hun participaties. We hebben hun participaties vergeleken met vergelijkbare bedrijven in Nederland en met vergelijkbare bedrijven waarin een ROM-financiering inbrengt. We zien dat na het moment van participeren door een SC-fonds er sprake is van (1) sterkere **omzetgroei**, (2) sterkere groei in **werkgelegenheid**, (3) meer investeringen in **innovatieve activiteiten** en (4) grotere kans op het krijgen van meerdere vormen van **vervolgfinanciering**.

De fondsmanagers zijn nadrukkelijk positief over de impact van hun **begeleiding** van hun participaties. Voorbeelden van begeleiding zijn: binnenhalen van vervolgfinanciering, aanvragen van andere regelingen, bieden van juridische ondersteuning, vervullen board functies. Ook worden bedrijven in de portfolio aan elkaar gekoppeld zodat kennis, software en menselijk kapitaal kunnen worden uitgewisseld.

De SC-regelingen hebben een positieve **bredere economische** impact. Maar het is lastig om deze impact verder te kwantificeren. Eerder in dit rapport zagen we al de positieve impact op innovatie en werkgelegenheid. Op basis van casuïstiek zien we verschillende positieve sociaaleconomische en maatschappelijke effecten. Ook zagen we eerder in dit rapport dat er verschillende exits zijn geweest waardoor kennis en personeel bij andere organisaties zijn terechtgekomen.

De meningen of de SC-regeling **sectorspecifieke** en thematische tenders moet inzetten lopen sterk uiteen. Er zijn uitgesproken voorstanders, die wijzen op het positieve effect op maatschappelijke impact. Uitgesproken tegenstanders hebben een aantal argumenten zoals (1) de markt kan kansen beter inschatten dan de overheid (2) afbakening van sector is lastig en arbitrair, (3) mogelijk beperkte additionaliteit en (4) mogelijke overlap met activiteiten van ROM's.

Het lijkt erop dat de impact van het afschaffen van een vergoeding voor **beheerkosten** een beperkt effect heeft. De fondsmanagers hebben sowieso een sterke prikkel om te presteren omdat ze een reputatie willen opbouwen.

Business Angel

Managers van BA-fondsen zijn relatief minder tevreden over de ontwikkeling hun participaties dan SC-fondsen**.** Dit komt mogelijk door de vroege fase waarin zij investeren en de bijbehorende risico's. We hebben indicaties dat een participatie van een BA-fonds een positief effect heeft op (1) de groei van de omzet, (2) de groei in werkgelegenheid, (3) de investeringen in innovatie en (4) de kans op vervolgfinanciering.

Er zijn drie redenen waarom het budget van BA niet volledig wordt **ingezet**: Ten eerste is de regeling niet goed bekend onder business angels. Ten tweede kent de regeling eisen, zoals administratieve eisen, maar geven business angels juist de voorkeur aan informele trajecten en flexibiliteit. Ten derde was de regeling voorheen nog minder flexibel waardoor het nog minder aantrekkelijk was.

Seed en Business Angel

De publieke financiering van SC en BA leidt ertoe dat ongeveer een gelijke hoeveelheid **private financiering** wordt aangetrokken. We zagen voor beide regelingen ook al dat de grootste bron van financiering "ondernemers, familie of vermogende particulier" zijn. Uit de enquête komt duidelijk naar voren dat zonder de SC-regelingen er veel minder investeringen gedaan zouden kunnen worden. De interviews maken duidelijk hoe de SC en BA-regeling private investeringen uitlokken: (1) de condities van geldlening verlaagt het risico voor private investeerders, (2) door de geldlening wordt een fonds groter waardoor er meer schaalvoordelen zijn en (3) de due diligence van RVO is een kwaliteitsstempel waar private partijen op vertrouwen.

Het **financieringsecosysteem** voor startups in Nederland is het afgelopen decennium verbeterd. De SC- en BA-regelingen hebben een positieve impact op de ontwikkeling van het financieringsecosysteem voor startups in Nederland heeft gehad. De regelingen zorgde voor meer middelen en droegen ook enigszins bij aan een verdere professionalisering van fondsen. De equity gap is hierdoor waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde

segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn.

Door de bank genomen lijken de **adviescommissie** en het **tendersysteem** goed te functioneren. Het tendersysteem is een duidelijk vastgelegd systeem. Kritiekpunt is het beperkte aantal tenders per jaar waardoor het voor beoogde fondsmanagers lastiger is om met andere stakeholders af te stemmen. De leden van de adviescommissie zitten vaak lang op deze positie. Hierdoor is er veel ervaring, maar wellicht ook weinig ruimte voor vernieuwing. Over de rol van de commissie bij visitaties wordt positief geoordeeld. Verder wordt er positief over externe experts geoordeeld. Over het algemeen is men (zeer) tevreden over formele bepalingen van regeling. De grootste beperkingen zijn (1) dat er niet mag worden geparticipeerd in bedrijven die al een investering hebben gehad uit een investeringsfonds en (2) de maximale omvang van de participaties.

Doelmatigheid

Seed-regelingen (SC en BA)

Omdat we de data niet of nauwelijks kunnen uitsplitsen tussen SC en BA, presenteren we de doelmatigheid van beide regelingen samen. Wanneer we kijken naar fondsen gestart in 2005-2012, waren er voor de Staat €90,6 miljoen aan inkomsten tegenover €114,5 miljoen aan geïnvesteerd kapitaal. De **revolverendheid** van dit deel van de SC-fondsen voor de Staat is dus 79,1%. Over de periode 2018-2022 waren de totale uitgaven van de SC-regelingen (SC en BA) bijna €150 miljoen maar is de revolverendheid nog niet te bepalen. Omdat de periode tussen uitgaven en ontvangsten lang is en omdat de uitgaven de afgelopen jaren zijn toegenomen is de huidige revolverendheid een flinke onderschatting. Een flink deel van de middelen is nog geïnvesteerd en zal de komende decennia zorgen voor ontvangsten (onafhankelijk van toekomstige uitgaven).

De uitvoeringskosten van RVO voor de SC regeling zijn in de periode 2018 gegroeid van bijna €1,6 miljoen naar ruim €2,0 miljoen in 2022. De uitvoeringskosten van RVO voor de BA-regeling zijn van €0,13 miljoen gestegen naar €0,20 miljoen. De totale uitvoeringskosten van de SC regeling van in de periode 2018-2022 €8,6 miljoen en de totale uitvoeringskosten van de SC regeling waren €0,5 miljoen. In verhouding tot een directe subsidieregeling liggen de uitvoeringskosten voor de SC- en BA-regelingen aan de bovenkant. Een **vergelijking** met private investeringsfondsen is lastig te maken, maar wellicht ook niet nuttig gezien de grote verschillen tussen de uitvoering: investeringsfondsen participeren in bedrijven terwijl RVO een lening verstrekt aan een fonds. Een vergelijking met complexe zakelijke financiering is passender gezien de taken die uitgevoerd moeten worden. De uitvoeringskosten voor de SC- en BA-regelingen liggen in dezelfde ordegrootte als de uitvoeringskosten voor complexe zakelijke financieringen.

De SC-regeling legde in de periode 2005-2012 een beslag op bijna €29 miljoen aan middelen (het verschil tussen het uitgeleende kapitaal en de inkomsten min de uitvoeringskosten), gemiddeld €3,6 miljoen per jaar. Voor meer recente periode zijn nog geen cijfers beschikbaar. De effecten zijn lastig te kwantificeren, maar de onderzoekers achten het zeer waarschijnlijk dat deze veel hoger liggen dan de jaarlijkse kosten. De regeling is dus zeer waarschijnlijk doelmatig geweest. Gebruikers van de SC- en BA-regelingen zijn positief over de **administratieve** lasten van de regelingen. Er moet weliswaar veel documentatie worden aangeleverd, maar deze documentatie moet veelal sowieso voor andere investeerders worden gemaakt.

Conclusies Dutch Venture Initiative

Doelgroepbereik

Fondsen

In totaal is er meer dan €3 miljard via DVI-fondsen beschikbaar gekomen voor participaties. De totale **grootte** van de DVI-I fondsen is ruim €1.581 miljoen waarvan eind 2022 ruim €1.300 miljoen (82,2%) geïnvesteerd is in participaties. Bij de DVI-II fondsen is de totale **fondsgrootte** ruim €2.621 miljoen en is eind 2022 in totaal ruim €1.714 miljoen (65,4%) geïnvesteerd in participaties. Het kapitaal van de DVI-fondsen dat nog niet is geïnvesteerd, wordt grotendeels aangehouden als reserve voor vervolgfinancieringen in participaties.

Veruit de meeste participaties (56% in DVI-I, 35% in DVI-II) vinden plaats bij bedrijven die hun **hoofdkantoor** in Nederland hebben. Andere landen waar relatief veel investeringen plaatsvinden zijn onze buurlanden (VK, Duitsland en België) en de VS. Binnen Nederland ligt de focus op Randstad en in minder mate Noord-Brabant. Dit wordt deels verklaard door de voorkeur van DVI-fondsen voor ICT en vestiging van ICT bedrijven in de Randstad.

Participaties

Tot en met eind 2022 hebben in totaal 217 bedrijven groeikapitaal ontvangen via DVI-I (waarvan 121 Nederlandse bedrijven) en 177 via DVI-II (waarvan 62 Nederlandse bedrijven). De **omvang** van de investeringen van DVI-I fondsen loopt in de eerste jaren op tot €234,4 miljoen in 2016, waarna het geleidelijk terugloopt tot €47,7 miljoen in 2022. De omvang van de investeringen van DVI-II fondsen loopt ook op in de eerste jaren tot €478,4 miljoen in 2019, waarna het investeringsbedrag wisselt per jaar (€293,5 miljoen in 2022). De **leeftijd** van bedrijven op het moment dat zij een participatie uit DVI-fondsen ontvangen is drie tot tien jaar. Er zijn tot en met eind 2022 bij DVI-I fondsen 74 **desinvesteringen** gedaan (exits) met in totaal €806,5 miljoen aan opbrengsten. Bij DVI-II zijn er 27 desinvesteringen gedaan met opbrengsten van €1.231,7 miljoen.

Er wordt door fondsen in bedrijven in verschillende **fases** geïnvesteerd, waarbij early/late stage het sterkst naar voren lijkt te komen. Hoewel classificaties naar **sectoren** niet eenduidig zijn, is het duidelijk dat life sciences en ICT veruit de grootste sectoren zijn. Bij DVI wordt voor zover wij kunnen achterhalen alleen gebruik gemaakt van ervaren investment teams.

In de periode 2018-2022 was circa 5% tot 10% van het kapitaal dat in de latere fase financiering in Nederlandse markt werd gestoken **afkomstig** uit DVI-fondsen. Op mondiaal niveau maken van DVI-fondsen een zeer beperkt deel uit van de totale markt.

Doeltreffendheid

De doelstelling om twee keer de Nederlandse inleg terug te laten komen wordt ruim bereikt. Voor elke euro die de Nederlandse overheid in DVI-I investeert, ontvangen Nederlandse bedrijven €4,1 aan investeringen, voor DVI-II is dat zelfs €7,7.

De bedrijven waarin een DVI-fonds geparticipeerd heeft, kennen pas na een aantal jaar een snellere groei in **omzet** dan vergelijkbare Nederlandse bedrijven. De **werkgelegenheid** voor bedrijven met een participatie vanuit een DVI-fonds groeit al vanaf het eerste jaar van de investering sneller dan vergelijkbare bedrijven. De bedrijven waarin een DVI-fonds geparticipeerd voeren meer **innovatieve** activiteiten uit dan andere vergelijkbare Nederlandse bedrijven. Dit verschil is ontstaan na de participatie en hiervoor was de mate van innovatie gelijk aan andere Nederlandse bedrijven.

De DVI-fondsen hadden een positieve impact op de ontwikkeling van de **sectoren** en **ecosystemen** waarin ze investeerden. DVI zorgde voor meer middelen, meer participaties en droeg bij aan een verdere professionalisering van fondsen. Het Nederlandse aanbod van **risicokapitaal** is het afgelopen decennium verbeterd. De DVI-fondsen hebben een positieve

impact hierop gehad. Het zorgde voor meer middelen en droeg ook bij aan een verdere professionalisering van fondsen. De equity gap is hierdoor waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn.

Doelmatigheid

Bij DVI-I is 41% van het geïnvesteerde kapitaal op dit moment concreet **terugverdiend,** bij DVI-II is dat 33%. Men verwacht dat bij DVI-I uiteindelijk minimaal 157% van het geïnvesteerde kapitaal wordt terugverdiend door de staat en bij DVI-II ligt dat op minimaal 150% van het geïnvesteerde kapitaal. Deze terugverdienpercentages zijn conservatieve schattingen. De **uitvoeringskosten** voor DVI-I liggen in de periode 2018-2022 op circa €1,1 miljoen per jaar. Voor DVI-II ligt dit op ongeveer €1,5 miljoen per jaar. De uitvoeringkosten van DVI liggen op 0,75% per jaar. Dit is aanzienlijk **lager** percentage dan marktpartijen vragen. Bovendien vragen marktpartijen daarbovenop ook nog een incentive fee.

De **doelmatigheid** van DVI is niet goed exact te bepalen omdat DVI voor de Nederlandse overheid beperkte kosten en (hoogstwaarschijnlijk) substantiële baten kent. Er is dus een beoogd effect gerealiseerd en dit heeft netto geen kosten maar opbrengsten opgeleverd. Hiermee is de doelmatigheid spectaculair hoog. Er zijn weinig tot geen andere beleidsinstrumenten die een doel bereiken en substantiële opbrengsten kennen.

Gebruikers van DVI zijn licht positief over de **administratieve** lasten van de regelingen. EIF stelt hoge eisen en wenst uitgebreide en gedetailleerde verslagen. Maar ook de andere investeerders profiteren hiervan.

Aanbevelingen

Op basis van dit onderzoek komen we tot de volgende aanbevelingen. De uitgebreide aanbeveling zijn te lezen in 6.4.

- Zorg dat omvang van de SC- en BA-regelingen op een voorspelbare, anticyclische manier **aansluit bij de macro-economische condities**.
- Overweeg om **strategische autonomie** als een van de doelen van de SC- en BA-regelingen op te nemen.
- Blijf bewust kiezen **hoe specifiek** de SC- en BA-regelingen moeten zijn. Bijvoorbeeld bij het inzetten van sectorspecifieke tenders om te sturen op bepaalde transities.
- Communiceer beter over de **hoge mate van doelmatigheid** van SC, BA en DVI.
- Overweeg om de kaders van de SC-regeling **uit te breiden**. Er zijn goede argumenten om zowel (1) het totale budget van de regeling als (2) de grens aan de maximale omvang van een participatie te verhogen.
- Richt de SC-regeling meer op **maturiteit van organisaties** en minder op maturiteit van technologie.
- Verken of **informatie-uitwisseling** tussen de stakeholders van SC, BA en DVI van toegevoegde waarde kan zijn.
- Zorg dat de BA-regeling **meer onder de aandacht** komt.
- Bij een volgende evaluatie van deze instrumenten kan worden overwogen om de evaluatie van meer risicokapitaalinstrumenten te **bundelen**.

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

Op verzoek van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft Dialogic samen met SEO Economisch Onderzoek en Technopolis een evaluatie uitgevoerd van de Seed Capital (SC) regeling, de Business Angel (BA) regeling en het Dutch Venture Initiative (DVI). [2] Conform de begroting van het ministerie van EZK moeten deze instrumenten in 2024 geevalueerd worden. Het ministerie heeft ervoor gekozen deze instrumenten gezamenlijk te evalueren omdat alle drie instrumenten tot doel hebben om de beschikbaarheid van en de toegang tot risicokapitaal voor bedrijven te vergroten. De SC- & BA-regelingen zijn een regelingen van het ministerie, terwijl DVI een samenwerking is van het ministerie, de regionale ontwikkelingsmaatschappij Oost NL en het Europees Investeringsfonds (EIF).

In het volgende hoofdstuk volgt een uitgebreide toelichting op de doelstellingen en inrichting van deze instrumenten.

1.2 Doelstelling evaluatie en beoogde resultaat

Deze evaluatie beantwoordt de vraag in hoeverre de SC/BA-regeling en DVI doeltreffend en doelmatig zijn (over de periode 2018-2022). Bij doeltreffendheid gaat het vooral om de vraag of de instrumenten erin geslaagd zijn om de toegang tot risicokapitaal te vergroten voor ondernemers. Aanvullend is ook gekeken of de instrumenten erin geslaagd zijn private investeerders te mobiliseren (hefboomeffect) en de kapitaalmarkt te professionaliseren. Bij doelmatigheid gaat het om de verhouding tussen de kosten en baten van de regelingen. Daarnaast is in deze evaluatie het doelgroepenbereik van de instrumenten onderzocht. Tot slot doet deze evaluatie aanbevelingen over verbeteringen van de instrumenten met het oog op de toekomst. De evaluatie heeft als primaire doelstelling verantwoording afleggen aan de Tweede Kamer.

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

- **Hypothese 1:** Door de SC-regeling, de BA-regeling én DVI is de toegang tot risicokapitaal voor techno- en creatieve starters verbeterd.
- **Hypothese 2:** Met behulp van de SC-regeling, de BA-regeling én DVI krijgen investeerders makkelijker financiering voor hun investeringsfonds.
- **Hypothese 3:** Door de SC-regeling, de BA-regeling én DVI durven investeerders meer risico te nemen met hun investeringen.
- **Hypothese 4:** de SC-regeling, de BA-regeling én DVI zijn nog steeds nodig om voldoende financiering voor toekomstbestendige innovatieve bedrijven te mobiliseren.

Voor deze evaluatie is een reeks onderzoeksvragen opgesteld. Deze zijn opgenomen in Bijlage 1. De originele onderzoeksvragen zijn enigszins aangepast omdat we graag de consistente terminologie *bedrijf* willen hanteren (en niet ook de termen onderneming en startup). Verder zijn sommige onderzoeksvragen door de onderzoekers geclusterd en zijn

[2] De SC-regeling valt uiteen in de reguliere regeling die gericht is op Seed capital fondsen (SC-regeling) en een relatief nieuwe regeling gericht op Seed business angel fondsen (BA-regeling). Om verwarring in de terminologie te voorkomen spreken we in dit rapport structureel over de Seed capital (SC) regeling waarmee we de regeling bedoelen die gericht is op Seed capital fondsen en de Business Angel (BA) regeling wanneer we de specifieke regeling voor business angels bedoelen.

alle onderzoeksvragen in een logische volgorde onder bepaalde onderwerpen (doelgroepbereik, doeltreffendheid, doelmatigheid) geplaatst.

De SC is eerder geëvalueerd in 2012 [1] en 2018 [2]. In tegenstelling tot de huidige evaluaties is de BA-regeling niet in deze eerdere evaluaties onderzocht omdat de regeling pas eind 2017 is gestart. DVI is eerder geëvalueerd in 2018. [2]

1.3 Onderzoeksaanpak

Literatuuronderzoek

Het literatuuronderzoek diende in de eerste plaats om een heldere en correcte weergave te geven van wat de SC-regeling, BA-regeling en DVI beogen en hoe ze werken. Los van het bestuderen van beleidsstukken is ook literatuur geraadpleegd over beleid ten aanzien van risicokapitaal. Tevens is het literatuuronderzoek benut om de regelingen te positioneren in het financieringsecosysteem, en om het gebruik, de omvang en het karakter ervan in internationaal perspectief te plaatsen. Tenslotte diende het literatuuronderzoek om informatie te verkrijgen voor het beantwoorden van specifieke onderzoeksvragen (voor een overzicht, zie Bijlage 1), bijvoorbeeld over uitvoeringskosten of de mate van revolverendheid.

Portfolioanalyse

We hebben een portfolioanalyse van administratieve data uitgevoerd om beter inzicht te krijgen in de kwantitatieve aspecten van de regelingen, waaronder het doelgroepbereik. Het gaat hierbij onder andere om het aantal aanvragen en afwijzingen, stortingen, exits, aantal fondsen (actief, nieuw en gestart), aantal participaties (lopend, nieuw, beëindigd), aantal unieke bedrijven, beschikbaar gesteld en geïnvesteerd kapitaal.

Interviews

Met behulp van interviews is onderzocht wat bij uitvoerders, fondsen/financiers en bedrijven met een participatie de belangrijkste overwegingen en redeneringen zijn bij het toepassen dan wel het gebruik van de SC-regeling, BA-regeling en DVI. Daarnaast hebben er gesprekken en groepsinterviews plaatsgevonden met diverse stakeholders (zoals beleidsmakers) en partijen die niet geënquêteerd konden worden. In Bijlage 2 hebben we de interviewprotocollen opgenomen van de SC en DVI. In Bijlage 3 staat een overzicht van gesprekspartners.

Omdat we in dit rapport geen passages opnemen die kunnen herleiden naar personen of organisaties plaatsen we geen bronnen bij de verwijzingen naar de interviews. Indien relevant maken we wel duidelijk welke soort respondent (fondsmanagers, beleid & uitvoering, expert) bepaalde uitspraken deed.

Enquête

Een groot aantal onderzoeksvragen vergt inzichten vanuit de 'gebruikers' zelf, bijvoorbeeld als het gaat om de afwegingen en keuzes die ze maken. Met het oog hierop is een enquête uitgezet onder fondsmanagers van de SC-regeling, BA-regeling en DVI. De vragenlijsten voor de enquêtes zijn opgenomen in Bijlage 4. De methodische verantwoording van de enquêtes is opgenomen in Bijlage 5. Gezien het lage aantal respondenten worden de antwoorden op de vragen voor de BA-regeling en DVI kwalitatief weergegeven.

Econometrische analyse

Econometrie richt zich op het uitvoeren van de descriptieve (beschrijvende) en econometrische analyses. Hiertoe zijn primaire uitvoeringsdata over de instrumenten gekoppeld aan secundaire microdata over bedrijven van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). Vervolgens is het gebruik van de instrumenten onder de Nederlandse bedrijvenpopulatie in kaart

gebracht, ofwel de groep van bedrijven waarin de verschillende fondsen participeren. Dit biedt onder meer inzicht in het regelingengebruik en doelgroepbereik. Ook is de doeltreffendheid vastgesteld in termen van verbeterde economische en innovatieve prestaties bij de participaties. Vanwege de beperkte omvang van de populatie BA-fondsen en de eisen die het CBS stelt aan openbaarmaking van data, zijn de SC- en BA-fondsen samen geanalyseerd.

Validatiesessie

Na het verzamelen van alle data en het uitvoeren van de meeste analyses is een validatiesessie georganiseerd met acht betrokkenen en experts. Bij deze sessie zijn de belangrijkste uitkomsten van het onderzoek besproken met de deelnemers en discussie gevoerd over de conclusies en aanbevelingen. Naar aanleiding van de validatiesessie zijn voornamelijk een aantal feitelijke onjuistheden gecorrigeerd en nuances in het rapport toegevoegd.

1.4 Leeswijzer

In het volgende hoofdstuk geven we een feitelijke beschrijving van de doelstellingen, werkwijze en doelgroepen van de SC-regeling, BA-regeling en DVI. Ook wordt een korte uitstap gemaakt naar vergelijkbare regelingen in het buitenland. In hoofdstuk 3 gaan we in op het doelgroepbereik van beide regelingen. In hoofdstuk 4 bespreken we de doeltreffendheid van de SC en DVI. Er wordt onder meer gekeken naar de impact van regelingen op de markt voor risicokapitaal in Nederland, het effect van de regelingen op de toegang tot risicokapitaal voor bedrijven en de effecten op bedrijven die financiering van een fonds hebben ontvangen (onder meer werkgelegenheid, omzetontwikkeling, en innovatievermogen). Hoofdstuk 5 behandelt de doelmatigheid van beide instrumenten. Onder meer uitvoeringskosten, administratieve lasten en de hefboom komen aan bod. In hoofdstuk 6 sluiten we af met conclusies en aanbevelingen.

Deze onderzoeksvragen in de bijlage corresponderen met de "*koppen 3*" in de hoofdstukken 3, 4 en 5. Met andere woorden: De eerste onderzoeksvraag wordt beantwoord in paragraaf 3.1.1, de tweede onderzoeksvraag in 3.1.2, et cetera. De enige uitzondering is de onderzoeksvraag 1. *Is de equity gap nog actueel en verschilt dit tussen sectoren?* Vanwege het generieke karakter van deze vraag, beantwoorden we deze in hoofdstuk 2.

2 De drie regelingen en hun context

In dit hoofdstuk beschrijven we de drie regelingen en de omgeving waarin ze opereren. Daarmee heeft dit hoofdstuk een generiek karakter. De lezers die de regelingen kennen kunnen die hoofdstuk grotendeels overslaan. Voor de lezers die de regelingen niet kennen is het goed om via de eerste drie paragrafen voldoende kennis van de regelingen te krijgen zodat de volgende hoofdstuk goed te begrijpen zijn.

Naast de regelingen an sich, bespreken we ook de context waarbinnen de regelingen opereren. Ook dit heeft een generiek karakter. We kijken naar de beleidscontext, de markt voor risicokapitaal en we gaan in op vergelijkbare buitenlandse initiatieven. De voornaamste bron van dit hoofdstuk is literatuuronderzoek. Op enkele plekken wordt dit aangevuld met inzichten uit interviews. Er is één onderzoeksvraag met een generiek karakter (*Is de equity gap nog actueel en verschilt dit tussen sectoren?*) die we in dit hoofdstuk zullen beantwoorden.

2.1 Beschrijving van de Seed Capital regeling

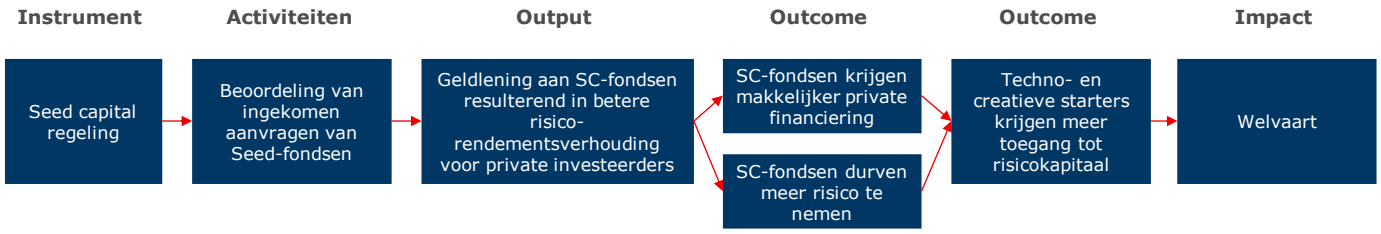
In deze paragraaf beschrijven we de SC-regeling. Hierbij ligt de focus op de SC-regeling in nauwe zin, dus exclusief de BA-regeling. Daar gaan we namelijk de volgende paragraaf op in.

2.1.1 Aanleiding en achtergrond

In januari 2004 werd het 'Actieprogramma TechnoPartner: Van Kennis naar Welvaart' geïnitieerd, onder andere met het doel om het aanbod aan financiering voor jonge innovatieve bedrijven te vergroten. Het programma bestond uit drie actielijnen, waaronder de TechnoPartner Regeling Seed Capital Technostarters (Seed-Capital-regeling). Het doel van deze actielijn was het stimuleren en mobiliseren van de onderkant van de Nederlandse durfkapitaalmarkt, zodat technostarters in hun kapitaalbehoefte konden worden voorzien en hun overlevings- en (door)groeikansen werden vergroot. Naar aanleiding van de evaluatie van het actieprogramma in 2012 werd besloten de SC-regeling te continueren. [3] De SC is daarna in 2018 nog een keer geëvalueerd. [2]

2.1.2 Doelstelling

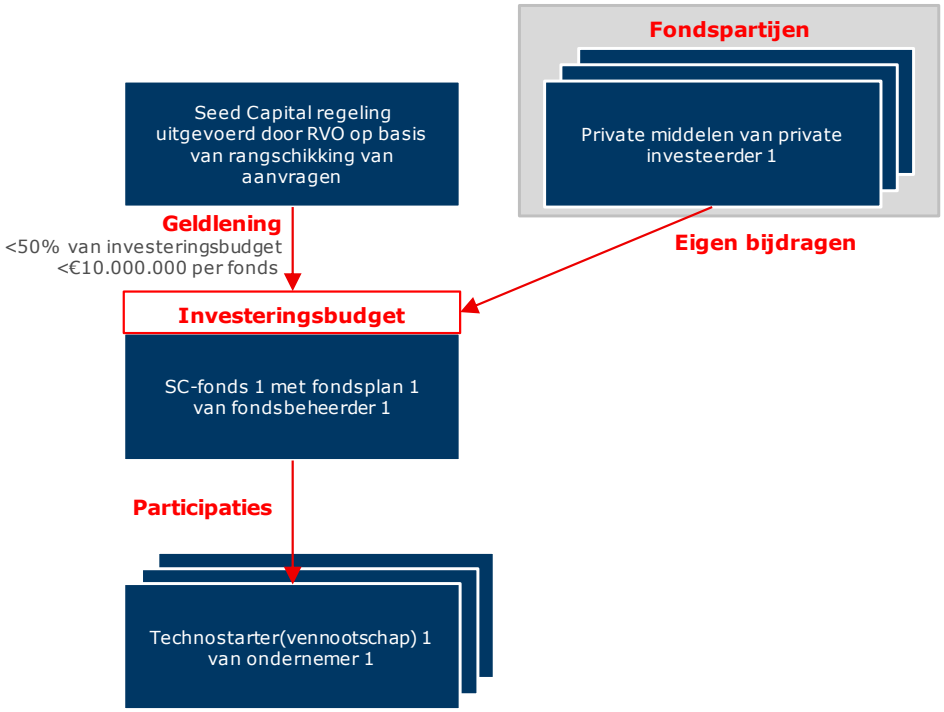
We hebben verschillende bronnen bestudeerd om tot de beleidstheorie van de SC-regeling te komen. [2] [4] [5] [6] De onderstaande afbeelding toont deze beleidstheorie. Het maakt duidelijk dat er sprake is van een Seed-Capital regeling (input) waar fondsen een aanvraag voor kunnen doen. Dit wordt beoordeeld (activiteiten) en zo wordt een selectie gemaakt. Het leidt ertoe dat een geldlening wordt verstrekt aan Seed-fondsen (output). Door deze lening kunnen zij een betere propositie doen aan private investeerders. Op zijn beurt zou dit weer moeten leiden tot een situatie waarin Seed-fondsen makkelijker private financiering krijgen en meer risico durven te nemen (outcome). Hierdoor zouden technostarters en creatieve starters tijdens de vroege levensfase meer toegang tot risicokapitaal moeten krijgen (outcome). Dit zal, via een aantal tussenstappen die we hebben weggelaten in de afbeelding, moeten leiden tot meer welvaart voor Nederland (impact).



Figuur 1: Gereconstrueerde beleidstheorie van de SC-regeling.

2.1.3 Werkwijze

Op basis van de wettekst [4] is een schematisch gemaakt van de werking van de SC-regeling. Dit wordt in Figuur 2 weergegeven. **Belangrijk bij deze afbeelding is de termen die hierin worden geïntroduceerd we in dit rapport structureel zullen hanteren. Wellicht zijn het niet altijd de termen die het best aansluiten bij de beleving van stakeholders, het zijn wel de termen die in de wetteksten worden gehanteerd.**



Figuur 2: Schematische weergave van de werking van de SC-regeling.

De afbeelding toont dus dat er een investeringsbudget wordt gemaakt op basis van een geldlening vanuit de SC-regeling en eigen bijdragen van private middelen van private investeerders (minimaal 50% van het investeringsbudget). Het idee van de geldlening is dat dit ervoor zorgt dat er private middelen worden aangetrokken. Zo ontstaat een multiplier. De website van RVO [5] geeft aan dat er sprake is van een renteloze geldlening en dat er minimaal drie onafhankelijke private investeerders moeten zijn. Ook wordt duidelijk dat zowel

Nederlandse investeerders als buitenlandse private partijen kunnen deelnemen. In de wet worden er duidelijke eisen gesteld aan het fondsplan:[3]

- Investeringsperiode Participaties maximaal zes jaar; desinvesteringsperiode idem.
- Omvang participatie per technostarters[4] €100.000- € 3.500.000
- Gemiddelde omvang alle participaties maximaal € 2.000.000
- Verstrekking middelen aan technostarters maximaal € 2.000.000 per jaar
- Beheerskosten maximaal 5% investeringsbudget per jaar
- Beloning fondsbeheerder is afhankelijk van individuele prestatie
- Beperking relatieve omvang achtergestelde vorderingen
- Rente achtergestelde vorderingen groter dan referentierente
- Redelijke rentabiliteits- en continuïteitsperspectieven bij participaties
- Rekening houden met ondernemingsplan van technostarters;
- De technostarters hebben niet eerder risicokapitaal gekregen
- Vervolginvesteringen door financier alleen onder voorwaarden

De SC-regeling werkt middels een tender. Dat betekent dat een adviescommissie alle aanvragen die aan de voorwaarden voldoen rangschikt. De hoogst gerangschikte investeringsfondsen ontvangen een lening zolang het budget reikt. De SC-fondsen die een investeringsbudget via deze regeling hebben ontvangen gaan vervolgens participeren in verschillende technostarters. Het is dus aan marktpartijen (en niet de overheid) om daadwerkelijk uitvoering te geven aan investeringen in technostarters. Voor de geldlening geldt een soepele terugbetalingsregeling, zie hieronder schematisch wordt weergegeven. Door dit regime wordt investeren door private investeerders aantrekkelijker gemaakt. Vanaf het moment dat het fonds start ontvangt de SC-regeling (RVO) 20%[5] van de inkomsten (en private investeerders dus 80%). Als de eigen bijdragen (van private investeerders dus) zijn afbetaald, dan worden inkomsten 50/50 verdeeld over de SC-regeling en private investeerders. Als de geldlening ook is afbetaald, dan krijgt de SC-regeling wederom 20% van de inkomsten (en private investeerders dus 80%). Dit loopt door totdat het fonds beëindigd is.



Figuur 3: Schematische weergave van de terugbetalingsregeling op basis van de wettekst. [4]

[3] Dit is een vereenvoudigde weergave van de wettekst. [4]

[4] In de wettekst wordt gesproken over *technostarters* of *technostartervennootschappen* omdat er sprake kan zijn van verschillende rechtsvormen. Voor deze evaluatie is dat zelden relevant, dus om de leesbaarheid te bevorderen zullen we het in de rest van dit document hebben over *technostarters* waarmee wij beide groepen bedoelen. Mochten we specifiek willen refereren naar de rechtsvorm dan zullen we dit expliciet aangeven.

[5] Bij alle verdelingen in deze paragraaf wordt ervan uitgegaan dat 50% van het investeringsbudget afkomstig is uit het SC-fonds. Als dit anders is, dan verandert de verdeelsleutel van de terugbetaling ook naar rato, zie ook [4]

2.1.4 Belangrijkste wijzigingen

In 2014 zijn de bedragen die SC-fondsen kunnen aanvragen verhoogd van een lening van maximaal € 4 miljoen naar € 6 miljoen. Hierdoor kon de totale fondsgrootte toenemen van € 8 miljoen naar € 12 miljoen. Het bedrag dat SC-fondsen maximaal konden investeren in een technostarter nam daarnaast toe van € 2,5 miljoen naar € 3,5 miljoen. In 2016 waren er twee sectorspecifieke tenders voor SC-fondsen in de AgriFood en eHealth.

In juli 2017 is de Business Angel regeling (BA) als apart luik aan de SC toegevoegd. De BA is er, net als de SC, op gericht om de toegang tot financiering voor technostarters tijdens de startupfase te verbeteren. Daarnaast had de regeling ten doel het professionaliseren van de business angelmarkt. De aanleiding voor het introduceren van de BA was de constatering dat het aantal business angels en de totale financiering die business angels verstrekten in Nederland lager lag dan in andere Europese landen.

Sinds de vorige evaluatie van de SC zijn er beperkt wijzigingen doorgevoerd. In 2019 is naar aanleiding van de vorige evaluatie de maximale lening voor fondsen die in kapitaalintensieve bedrijven investeren verhoogd van € 6 miljoen naar € 10 miljoen. In 2019 en 2021 zijn daarnaast ook sectorspecifieke tenders geweest voor SC-fondsen in de klimaat, energie en Deep Tech. Ook is in 2021 de regeling aangescherpt door subcriteria toe te voegen waarmee diversiteit, de additionaliteit van het fonds in de markt en de maatschappelijke impact die het fonds beoogt zwaarder worden meegewogen.

In 2024 zal een extra beoordelingscriterium aan de regeling worden toegevoegd. Fondsen die minstens 75% van hun omvang toewijden aan Deep Tech startups kunnen een hogere score krijgen dan vergelijkbare fondsen die dat niet doen. [5] Dit criterium is niet verplicht bij het indienen van een aanvraag, waardoor reguliere SC-fondsen expliciet niet worden uitgesloten en zelfs worden aangemoedigd om deel te nemen. Het criterium geldt in ieder geval in 2024 en mogelijk ook in volgende jaren.

2.2 Beschrijving van de Business Angel regeling

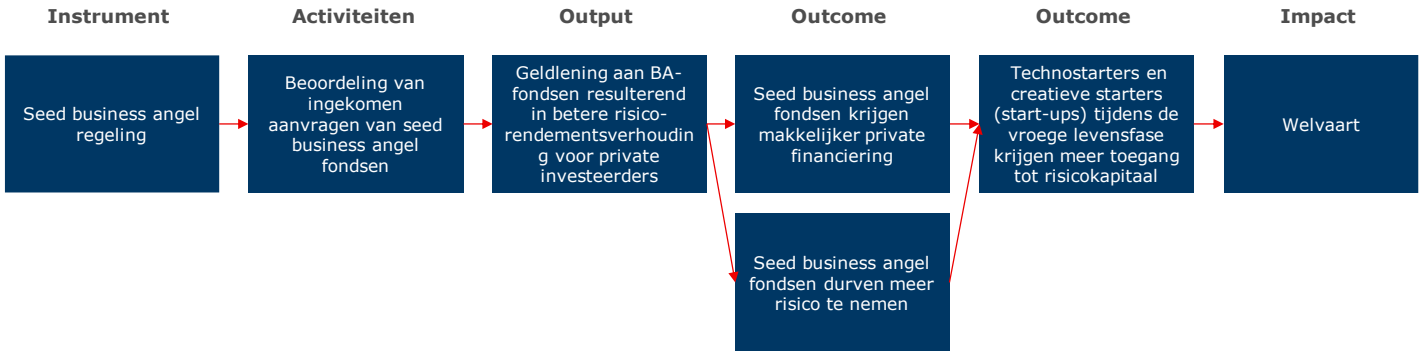
2.2.1 Aanleiding en achtergrond

De Business Angel regeling kent net als de SC-regeling zijn oorsprong in het 'Actieprogramma TechnoPartner: Van Kennis naar Welvaart'. [1] In de periode 2006-2009 beheerde de TechnoPartner organisatie het Business Angels Programma (BAP), dat als doel had om tot meer en betere deals te komen tussen (jonge) bedrijven en business angels, door bestaande en nieuwe informele netwerken te ondersteunen bij het voorlichten van informal investors en bedrijven die dit type financiering zoeken. In juli 2017 is er specifiek voor business angels een apart luik gemaakt in de SC-regeling: de Business Angel regeling (BA-regeling).

2.2.2 Doelstelling

We hebben verschillende bronnen bestudeerd om tot de beleidstheorie van de BA-regeling te komen. [2] [4] [6] [7] De onderstaande afbeelding toont deze beleidstheorie. Het maakt duidelijk dat er sprake is van een business angel regeling (input) waar business angel fondsen een aanvraag voor kunnen doen. Dit wordt beoordeeld (activiteiten) en zo wordt een selectie gemaakt. Het leidt ertoe dat een geldlening wordt verstrekt aan business angel fondsen (output). Door deze lening kunnen zij een betere propositie doen aan private investeerders. Op zijn beurt zou dit weer moeten leiden tot een situatie waarin business angel fondsen makkelijker private financiering krijgen en meer risico durven te nemen (outcome). Hierdoor zouden technostarters en creatieve starters (startups) tijdens de vroege

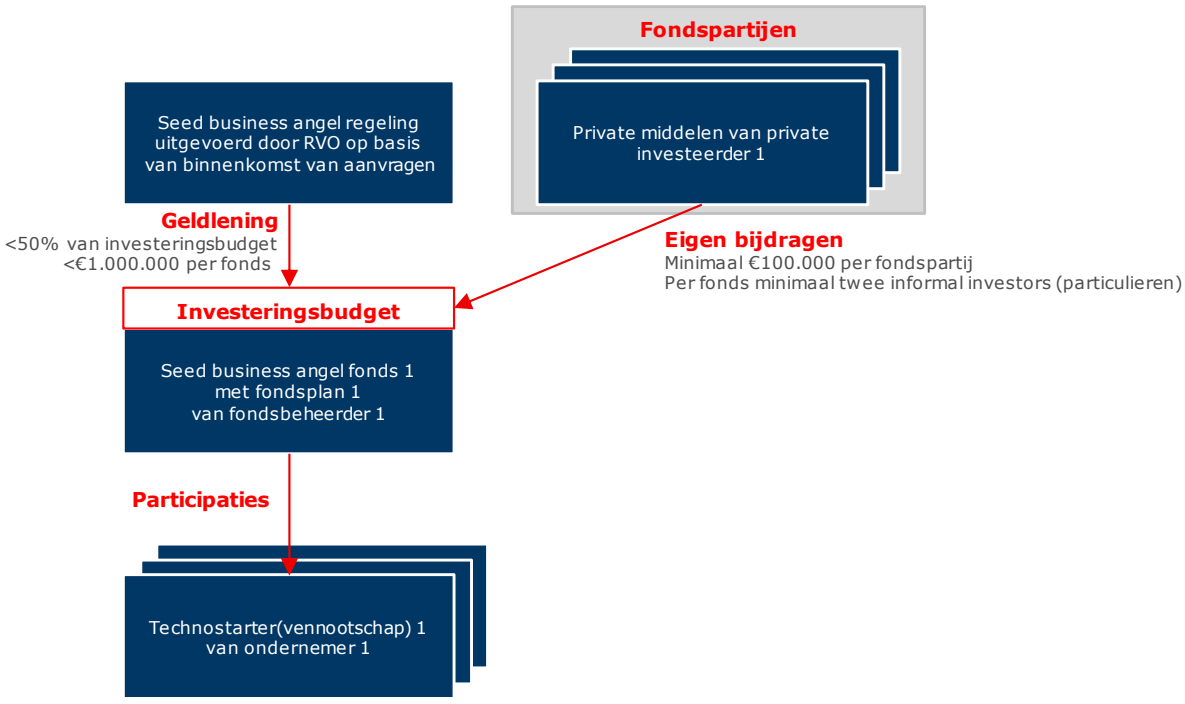
levensfase meer toegang tot risicokapitaal moeten krijgen (outcome). Dit zal -via een aantal tussenstappen die we hebben weggelaten in de afbeelding- moeten leiden tot meer welvaart voor Nederland (impact).



Figuur 4: Gereconstrueerde beleidstheorie van de Business Angel regeling.

2.2.3 Werkwijze

Op basis van de wettekst is een schematisch gemaakt van de werking van de BA-regeling. Dit wordt in Figuur 4 weergegeven. **Belangrijk bij deze afbeelding is de termen die hierin worden geïntroduceerd we in dit rapport structureel zullen hanteren. Wellicht zijn het niet altijd de termen die het best aansluiten bij de beleving van stakeholders, het zijn wel de termen die in de wetteksten worden gehanteerd.**



Figuur 5: Schematische weergave van de werking van de BA-regeling.

De afbeelding toont dus dat er een investeringsbudget wordt gemaakt waarbij gebruik gemaakt wordt van een geldlening vanuit de Business Angels regeling en eigen bijdragen van private middelen van private investeerders (minimaal 50% van het investeringsbudget). Het idee van de geldlening is dat dit ervoor zorgt dat er private middelen worden aangetrokken.

Zo ontstaat een multiplier. De website van RVO [7] geeft aan dat er sprake is van een renteloze geldlening. In de wet worden er duidelijke eisen gesteld aan het fondsplan:[6]

- Investeringsperiode Participaties maximaal zes jaar; desinvesteringsperiode idem.
- Omvang participatie per technostarters €50.000- €500.000
- Gemiddelde omvang alle participaties maximaal €350.000
- Beperking relatieve omvang achtergestelde vorderingen
- Rente achtergestelde vorderingen groter dan referentierente
- Redelijke rentabiliteits- en continuïteitsperspectieven bij participaties
- Participaties in meerdere van elkaar onafhankelijke technostarters
- Rekening houden met ondernemingsplan van technostarters
- De technostarters hebben niet eerder risicokapitaal hebben gekregen
- Vervolginvesteringen door financier alleen onder voorwaarden

De BA-regeling werkt middels een first-come-first-served methode. Dat betekent dat alleen wordt beoordeeld of de aanvragen aan de voorwaarden voldoen. Op basis van binnenkomst van aanvragen worden middelen verdeeld. Met andere woorden: de eerste aanvraag die aan de eisen voldoet krijgt middelen, daarna de tweede aanvraag die aan de eisen voldoet, totdat de middelen zijn uitgeput.

Voor de geldlening geldt een soepele terugbetalingsregeling, die hieronder schematisch wordt weergegeven. Door dit regime wordt investeren door private investeerders aantrekkelijker gemaakt. Vanaf het moment dat het fonds start, ontvangt de business angel regeling (RVO) 20%[7] van de inkomsten (en private investeerders dus 80%). Als de eigen bijdragen (van private investeerders dus) zijn afbetaald, dan worden inkomsten 50/50 verdeeld over de business angel regeling en private investeerders. Als de geldlening ook is afbetaald, dan krijgt de business angel regeling wederom 20% van de inkomsten (en private investeerders dus 80%). Dit loopt door totdat het fonds beëindigd is.



Figuur 6: Schematische weergave van de terugbetalingsregeling op basis van de wettekst. [4]

2.2.4 Belangrijkste wijziging

Per 1 juli 2021 is de BA-regeling opengesteld voor twee of meer business angels. [8] Uit onderzoek naar de durfkapitaalmarkt voor startups bleek namelijk dat de openstelling van de BA-regeling voor slechts twee business angels mogelijk te beperkt is. [9] Vóór 2021 was de regeling opengesteld voor exact twee business angels.

---

[6] Dit is een vereenvoudigde weergave van de wettekst. [4]

[7] Bij alle verdelingen in deze paragraaf wordt er vanuit gegaan dat 50% van het investeringsbudget afkomstig is uit het SC-fonds. Als dit anders is, dan verandert de verdeelsleutel van de terugbetaling ook naar rato, zie ook [4]

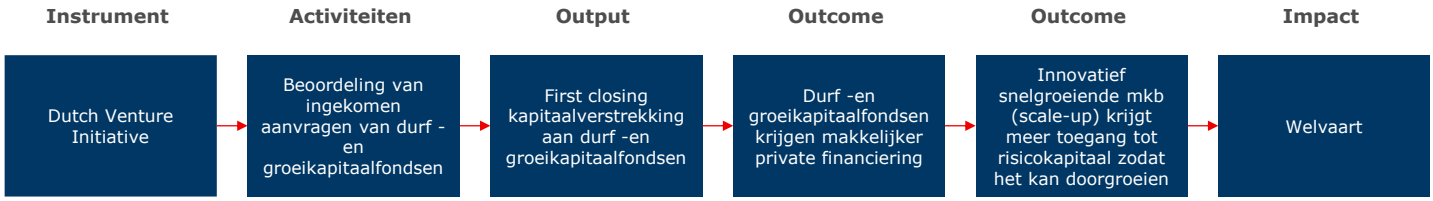
2.3 Dutch Venture Initiative

2.3.1 Aanleiding en achtergrond

Het Dutch Venture Initiative (DVI) is opgericht in 2013 door Participatiemaatschappij (PPM) Oost (nu: Oost NL) en het Europees Investeringsfonds (EIF), met ondersteuning van het Ministerie van EZK, om de beschikbaarheid van en de toegang tot risicokapitaal voor het snelgroeiende en innovatieve mkb te vergroten. Fondsmanagers van VC- fondsen hadden moeite om voor hun fondsen, die zich op deze groep bedrijven richtten private investeerders te vinden. De zogenaamde "first closing" (het krijgen van de eerste benodigde committeringen van investeerders voor een nieuwe fonds) kwam hierdoor niet of zeer moeizaam tot stand. Om die reden werd DVI opgericht. DVI is opgericht in de vorm van een SICAR (Société d'investissement en capital à risque) naar Luxemburgs recht. Dit omdat EIF ook in Luxemburg is gevestigd. In tegenstelling tot SC betreft DVI geen ministeriële regeling. DVI is voor het eerst geëvalueerd in 2018. [2]

2.3.2 Doelstelling

We hebben verschillende bronnen bestudeerd om tot de beleidstheorie van DVI te komen. [2] [6] [10] [11] De onderstaande afbeelding toont deze beleidstheorie. Het maakt duidelijk dat er sprake is van een DVI (input) waar van durf -en groeikapitaalfondsen een aanvraag voor kunnen doen. Dit wordt beoordeeld (activiteiten) en zo wordt een selectie gemaakt. Het leidt ertoe dat er een first closing kapitaalverstrekking aan durf -en groeikapitaalfondsen wordt verstrekt (output). Door deze verstrekking krijgen deze fondsen makkelijker private financiering. Dit komt doordat door de financiering van DVI er sprake is van een situatie waarin het fonds onderworpen is aan een stevige due diligence van EIF. Doordat EIF zelf ook investeert hebben zij *skin in the game* waardoor private investeerders nog meer waarde hechten aan de beoordeling van EIF. Hierdoor zou het innovatief snelgroeiende mkb (scale-up) meer toegang moeten krijgen tot risicokapitaal zodat het kan doorgroeien (outcome). Dit zal -via een aantal tussenstappen die we hebben weggelaten in de afbeelding- moeten leiden tot meer welvaart voor Nederland (impact).

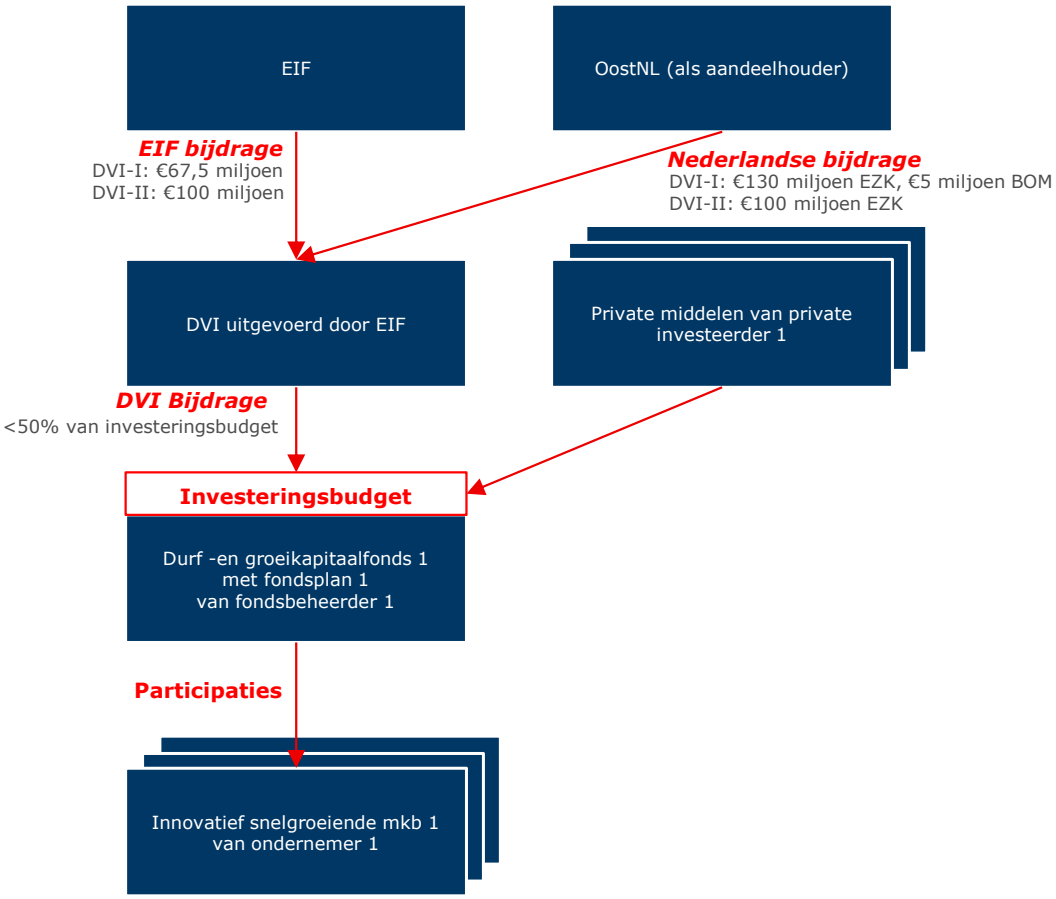


Figuur 7: Gereconstrueerde beleidstheorie van DVI.

2.3.3 Werkwijze

Op basis van verschillende bronnen is een schematisch gemaakt van de werking van DVI. [2] [12] Dit wordt in Figuur 8 weergegeven. **Belangrijk bij deze afbeelding is de termen die hierin worden geïntroduceerd we in dit rapport structureel zullen hanteren. Wellicht zijn het niet altijd de termen die het best aansluiten bij de beleving van**

stakeholders, het zijn wel de termen die consistent zijn met de termen die we ook voor SC en BA hanteren.[8]



Figuur 8: Schematische weergave van de werking van DVI

De afbeelding toont dat DVI uit twee fondsen bestaat: DVI-I en DVI-II. Voor DVI-I, opgericht in 2013, zijn de middelen afkomstig van het EZK (€ 130 miljoen), het EIF (€ 67,5 miljoen) en de Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM, € 5 miljoen). In totaal gaat het om een investeringsfonds van € 202,5 miljoen. Eind 2015 waren de middelen van DVI-I al volledig gecommitteerd. [13] Dit succes was de reden om in 2016 een tweede fonds te starten, DVI-II, van nog eens € 200 miljoen. Hiervan is € 100 miljoen afkomstig van EZK en € 100 miljoen van EIF. Qua doelstelling en structuur is DVI-II heeft voor het overige eenzelfde doelstelling en structuur als DVI-I.

DVI is een Fund of Funds dat investeert in durf- en groeikapitaalfondsen (inclusief hybride debt/equity-fondsen) die weer in snelgroeiende innovatieve bedrijven investeren. DVI werkt net als de SC via private investeerders maar richt zich op een latere fase van het bedrijf (doorgroei-fase). Anders dan de SC-regeling, is het DVI een echt fonds dat wordt beheerd

[8] Voor drie termen was op basis van de wetgevingsteksten van BA en SC geen equivalent voor DVI beschikbaar. Daarom hebben we vergelijkbare, logische termen gehanteerd die we in het cursief en rood aangeven.

door het EIF. Het EIF stelt minder strakke eisen dan de SC-regeling maar eist wel de volgende zaken van fondsen[9] [11]:

- Een investeringsstrategie met een sterke focus op Nederland.
- Een gebalanceerd team dat elkaar versterkt op het gebied van vaardigheden en ervaringen.
- Een trackrecord dat ervaring aantoont in het beoogde investering segment.
- Minimaal een verdubbeling van het DVI-kapitaal met private middelen.
- De fondsgrootte moet commercieel levensvatbaar zijn om stabiliteit te garanderen.
- De juridische en belastingstructuur moet duidelijk en transparant zijn volgens de hoogste standaarden.
- De stakeholders in het fonds moeten op elkaar afgestemde belangen hebben.

DVI-I en DVI-II investeren vaak als (één van de) eerste in een VC-fonds met de bedoeling dat dit voor vertrouwen zorgt bij marktpartijen en hen daarmee overhaalt om ook te investeren. In de beginfase van de fondsen, wanneer er kapitaal bij financiers moet worden opgehaald, is sprake van marktfalen omdat fondsen het benodigde kapitaal niet volledig uit private markt krijgen. Dat lijkt vooral te komen omdat VC nog geen volwassen beleggingscategorie in Nederland en Europa is. DVI vult dit gat aan. De investeringsfocus van de DVI-fondsen ligt primair op Nederland, maar investeringen in andere landen zijn niet uitgesloten. DVI-II richt zich specifiek op bedrijven in de sectoren ICT, clean-tech, Medtech, hernieuwbare energie en life sciences.

2.3.4 Belangrijkste wijzigingen

In september 2015 werd het European Angels Fund (EAF) Netherlands opgericht, een initiatief van € 45 miljoen (€ 30 miljoen van EZK en € 15 miljoen van EIF) gefinancierd uit DVI-I. Het EAF ondersteunt informele investeerders die vanuit een bescheiden fonds (minimaal een kwart miljoen euro) vroege investeringen doen in jonge bedrijven. 70% van de investeringen uit EAF dient ten goede te komen aan Nederlandse bedrijven. EAF 'matcht' iedere investering met de helft van het totale investeringsbedrag totdat het fonds volledig is gevuld. Alleen investeerders die succesvol gebleken zijn maken kans op een bijdrage.

De belangrijkste wijziging rondom DVI betreft het oprichten van een tweede fonds (DVI-II) in april 2016 naar aanleiding van het Aanvullend Actieplan MKB-financiering. [14]

In 2017 wordt aangekondigd dat het aandeelhouderschap van het ministerie van EZK in de twee fondsen van het DVI wordt overgebracht van PPM Oost (nu: Oost NL) naar Invest-NL. [15] Dit betreft beheer en uitoefening van aandeelhouderschappen namens het Rijk. Deze overdracht heeft echter niet plaatsgevonden. De advisering over de inzet van DVI zit bij het EIF.

Sinds de vorige evaluatie van DVI zijn er geen wijzigingen doorgevoerd in de regeling. Wel hebben Invest-NL en EIF in oktober 2020 het Dutch Future Fund (DFF) opgericht, waarmee wordt geïnvesteerd in durf- en groeikapitaalfondsen (primair) gericht op opschaling van Nederlandse innovatieve mkb-bedrijven. Het DFF kan als een soort opvolger van DVI worden gezien. Inmiddels is naast het eerste fonds (DFF-I) ook een tweede fonds opgericht (DFF-II). [16]

[9] Deze eisen zijn alleen beschikbaar van DVI-II, het is aannemelijk dat dezelfde eisen gelden voor DVI-I.

2.4 Beleidscontext

2.4.1 Inbedding in het landschap voor risicokapitaal

De SC (inclusief de BA) is een regeling van het ministerie van EZK en vindt zijn wettelijke kaders in de Regeling nationale EZK- en LNV-subsidies, artikel 3.10. DVI is een initiatief van het ministerie van EZK en het Europees Investeringsfonds (EIF). Beide financieringsinstrumenten maken onderdeel uit van het in 2014 gevormde Toekomstfonds van het ministerie van EZK (artikel 3 EZK-begroting). De algemene doelstelling van het Toekomstfonds is het '*versterken van de innovatieve kracht van Nederland door het beschikbaar stellen van financiering voor innovatief en snelgroeiend mkb en voor fundamenteel en toegepast onderzoek en het behouden van vermogen voor toekomstige generaties'*.

De SC, BA en DVI maken onderdeel uit van een complex landschap aan financieringsstromen voor risicokapitaal in Nederland. [17] De overheid kan op twee manieren actief zijn in de risicokapitaalmarkt: (1) via directe investeringen in bedrijven via overheidsinstellingen zoals ROM's en Invest-NL, en (2) via fondsinvesteringen in private venture capital fondsen. Voor die laatste heeft de Rijksoverheid diverse speciale fondsen (bijv. Toekomstfonds) en regelingen (bijv. SC- en BA-regeling, DVI, Groeifaciliteit) opgericht.

2.4.2 Legitimering voor overheidsingrijpen

Innovatieve startups en scale-ups zijn een belangrijk onderdeel van de oplossing voor brede maatschappelijke opgaven. In het verstrekken van risicokapitaal om deze bedrijven te laten groeien doen zich echter 'falens' voor waardoor niet altijd voldoende financiering beschikbaar is. De grootste uitdaging is de zogenaamde *Valley of death* die bestaat uit de fase na de start van een onderneming maar voor een succesvolle marktbetreding. In deze fase zit een *equity gap* die wij, net als de vorige evaluatie [2], definiëren als: *het tekort aan (risico)kapitaal dat bedrijven kunnen aantrekken, als gevolg van gebrek aan informatie en/of competitie in de kapitaalmarkt.*

De legitimering van de SC en het DVI is het proberen op te lossen van de falens die optreden in de risicokapitaalmarkt. De falens die wij zien zijn:

- **Informatieasymmetrie:** Innovatieve startups missen vaak een reputatie en een trackrecord. Hierdoor is het voor investeerders lastig om te bepalen of de startup een investering waard is aangezien de investeerder alleen informatie van de ondernemer zelf krijgt. Er is dus sprake van een hoger financieringsrisico waardoor minder investeerders bereid zijn te investeren. Dit is de eerder beschreven *Valley of death* waar een groot deel van de startups strandt door een gebrek aan financiering. De risicokapitaalmarkt vertoont hier dus een falen als gevolg van informatieasymmetrie tussen de investeerder en de startup.

- **Coördinatiefalen:** We spreken van coördinatiefalen wanneer in bepaalde segmenten van de risicokapitaalmarkt belovende startups zijn maar niet genoeg financiering. Dit kan worden veroorzaakt door hoge kosten die gemoeid gaan met het vinden van de juiste startups voor investeerders en andersom.

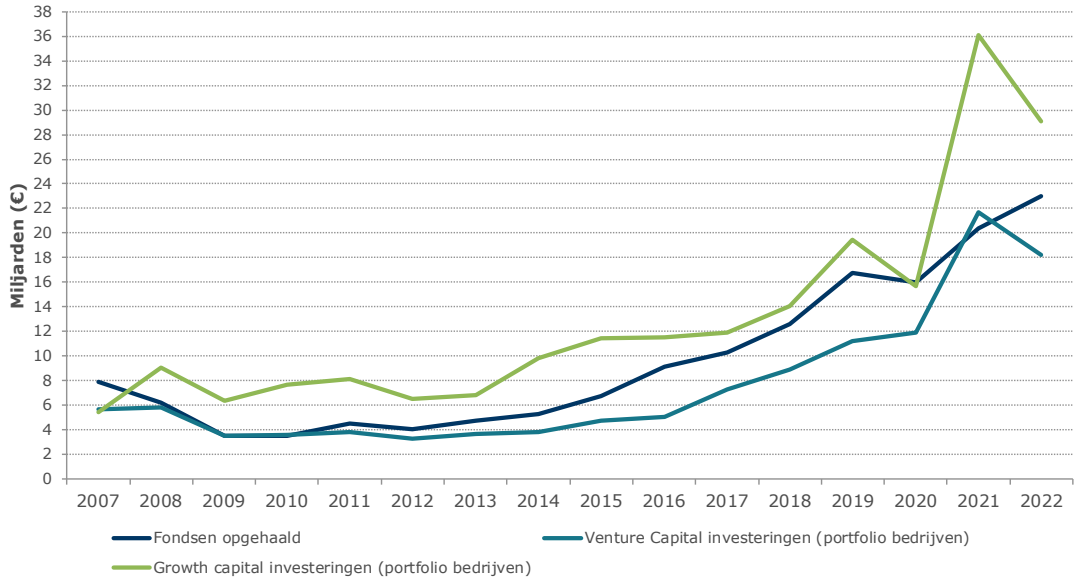
- **Kennis-spillovers:** Doorgaans leidt innovatie tot kennis-spillover-effecten naar andere partijen, zoals consumenten en bedrijven. Deze effecten worden door investeerders niet meegenomen in hun investeringsbeslissingen en daardoor komen investeringen in innovaties onvoldoende tot stand. De overheid kan een venture capital fonds (VC-fonds) verleiden om vroeger in de levenscyclus van bedrijven te investeren door de risico-rendementsverhouding gunstiger te maken.

Bovenstaande falens maken dat VC-fondsen moeilijker risicokapitaal kunnen verstrekken aan innovatieve startups en scale-ups. Daarnaast hebben VC-fondsen ook te maken met wisselende marktomstandigheden wat betreft fondsenwerving (*fundraising*) voor hun fonds. In de volgende paragraaf gaan we hier dieper op in en op de markt voor risicokapitaal in Europa.

2.5 De markt voor risicokapitaal in Europa

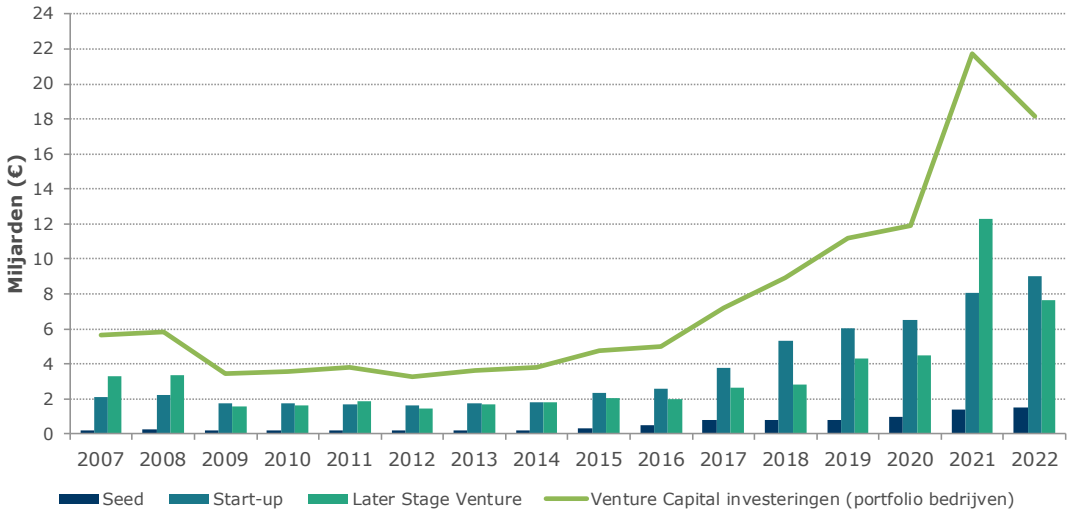
In deze sectie zal eerst kort worden ingegaan op de huidige en internationale ontwikkelingen rondom de markt voor risicokapitaal in Europa. Vervolgens worden landen binnen Europa in meer detail vergeleken met behulp van de OECD-dataset.

De afgelopen 15 jaar kende de Europese private equity markt (PE) en durfkapitaalmarkt (VC) pieken en dalen (zie Figuur 9). Zo zorgde de financiële crisis in 2007 voor een significante neergang van de markt in de jaren erna en bereikte de markt een recordniveau in 2019. Tijdens de COVID-pandemie vreesde de markt voor een terugslag, echter daalde de markt-activiteit slechts tijdelijk en volgde er een nieuw recordjaar in 2021. In 2022 werden de PE/VC-markten getroffen door de gecombineerde effecten van de Russische oorlog tegen Oekraïne, de daaropvolgende geopolitieke verstoringen en het moeilijke macro-economische klimaat met een hoge inflatie. Hierdoor is de investeringsmarkt wat afgekoeld.



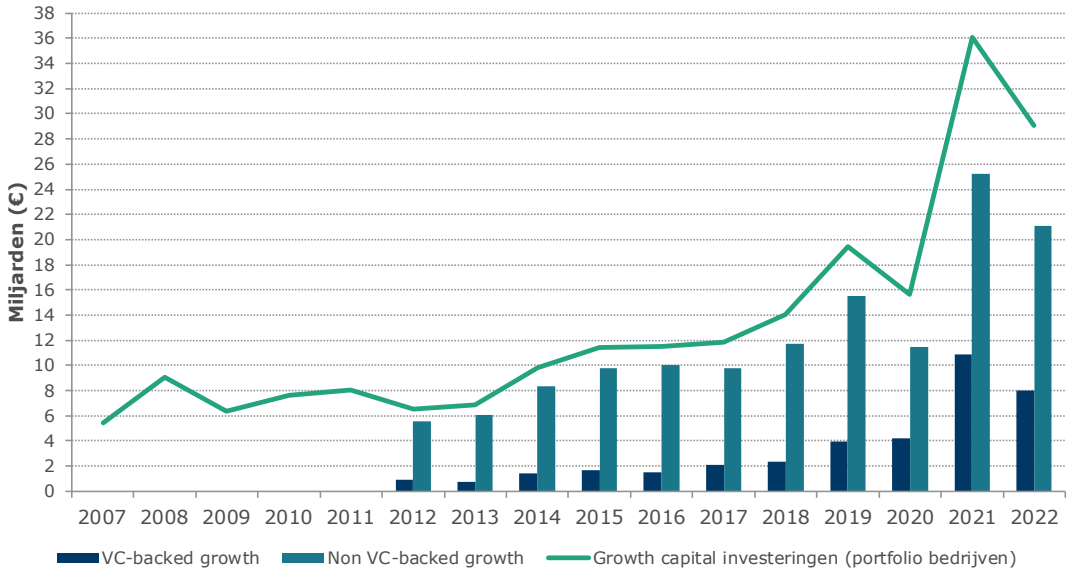
Figuur 9: De VC-markt in Europa in de afgelopen 15 jaar. Bron: InvestEurope, bewerking door Dialogic.

De omstandigheden van 2022 zijn terug te zien in een **daling van VC-investeringen** in Europa van 16% ten opzichte van 2021. Hierdoor daalde de totale Europese VC-markt naar een waarde van €18,2 miljard [18]. Binnen de VC-markt daalden investeringen in de late fase met 38%, terwijl investeringen in de seedfase en startupfase toenamen met 8% en 12% respectievelijk, zie Figuur 10. In het recent uitgebracht State of Dutch Tech rapport is een verdere daling van investeringen in de VC markt beschreven van 25% in Nederland en 36% In Europa. [19]



Figuur 10: VC-investeringsbedragen in Europa per fase. Bron: InvestEurope, bewerking door Dialogic.

We zien een soortgelijke trend in de growth-capital markt (de investeringsfase na venture capital). Sinds 2012 wordt hiervan bijgehouden welk deel bestaat uit investeringen in bedrijven die al eerder zijn gefinancierd door venture capital en welke niet. Figuur 11 geeft een overzicht van de growth-capital investeringsbedragen en laat zien dat het aandeel van VC-backed-growth toeneemt van 14% in 2012 naar 28% in 2022.

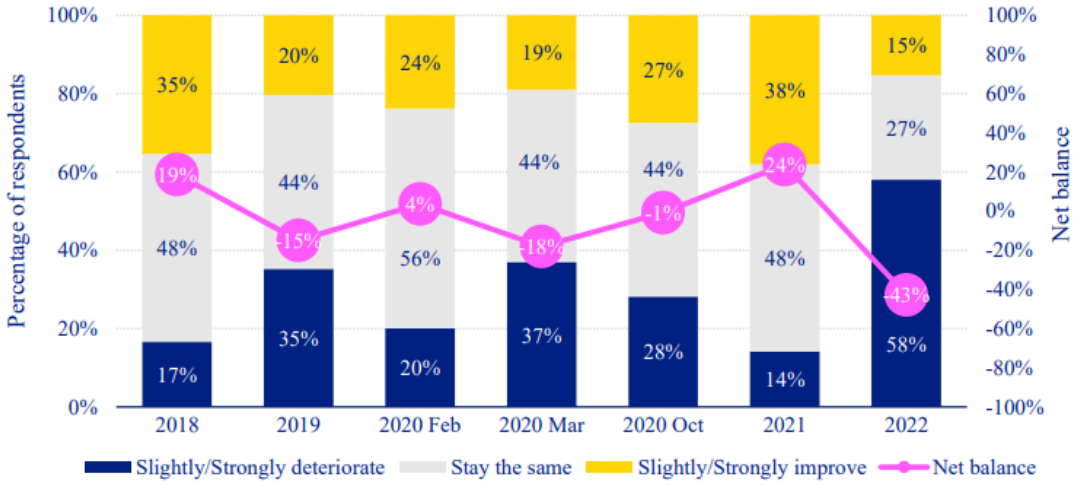


Figuur 11: Growth capital investeringsbedragen in Europa per fase. Bron: InvestEurope, bewerking door Dialogic.[10]

Uit recente marktonderzoeken uitgevoerd door het EIF blijkt dat VC- en PE-fondsmanagers nadrukkelijk verwachten dat het fundraisingklimaat achteruitgaat, zie Figuur 12 [20]. Zo

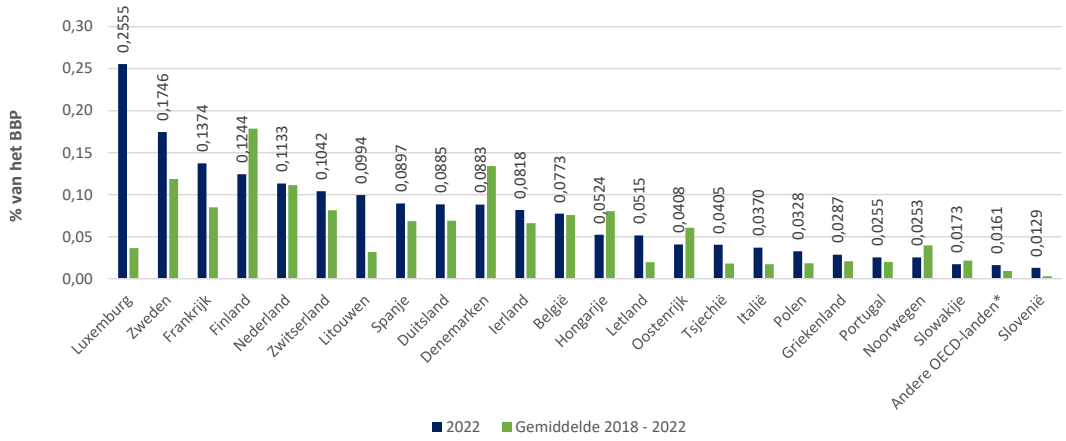
[10] Growth capital is de som van VC-backed growth en non VC-backed growth, het onderscheid wordt pas gemaakt sinds 2012.

verwachtten VC-fondsmanagers in 2022 dat het fundraisingklimaat met 58% sterk achteruit zou gaan in 2023. Dit laat zien dat de COVID-19 pandemie in 2020 & 2021 en de Russische invasie in Oekraïne in 2022 met de bijbehorende geopolitieke en macro-economische ontwikkelingen nog steeds voor onrust zorgde onder investeerders, ondanks de recordniveaus van de PE/VC-markten. De Fondsmanagers gaven aan dat het toegenomen risicomijdend gedrag en stijgende rentetarieven en inflatieniveaus de grootste uitdagingen waren [20].



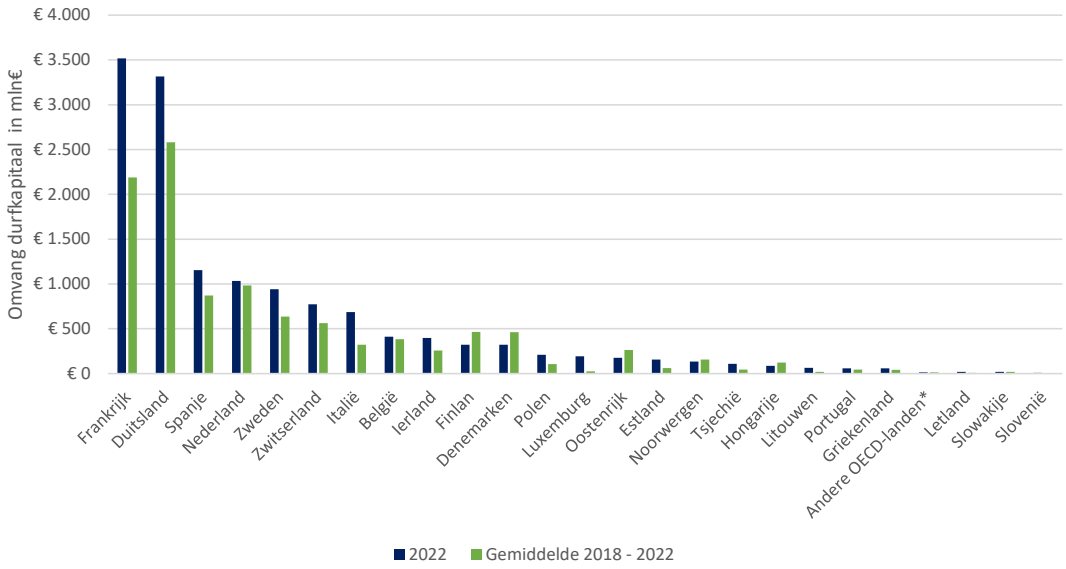
Figuur 12: Verwachtingen fundraising environment voor de opkomende 12 maanden. [20]

Uit de OECD-data blijkt dat bij de meeste Europese landen het durfkapitaal een vrij klein percentage van het BBP vormt. Dit is vaak minder dan 0,10% (Figuur 13). Ter vergelijking verstrekken monetaire financiële instellingen (voornamelijk banken) in Nederland jaarlijks ongeveer 10-20% van het BBP aan krediet aan bedrijven. [21] Luxemburg is hierbij een uitzondering, mede door de politieke en sociale stabiliteit, breed scala aan investeringsinstrumenten en goede reputatie [22]. Daarnaast heeft Luxemburg een relatief klein BBP en een grote uitschieter in investeringen in 2022, waardoor de piek in 2022 zo hoog is.



Figuur 13: Durfkapitaalinvesteringen als percentage van bet BBP. *Andere OECD landen betreffen Kroatië, Bulgarije en Roemenië *[23]*

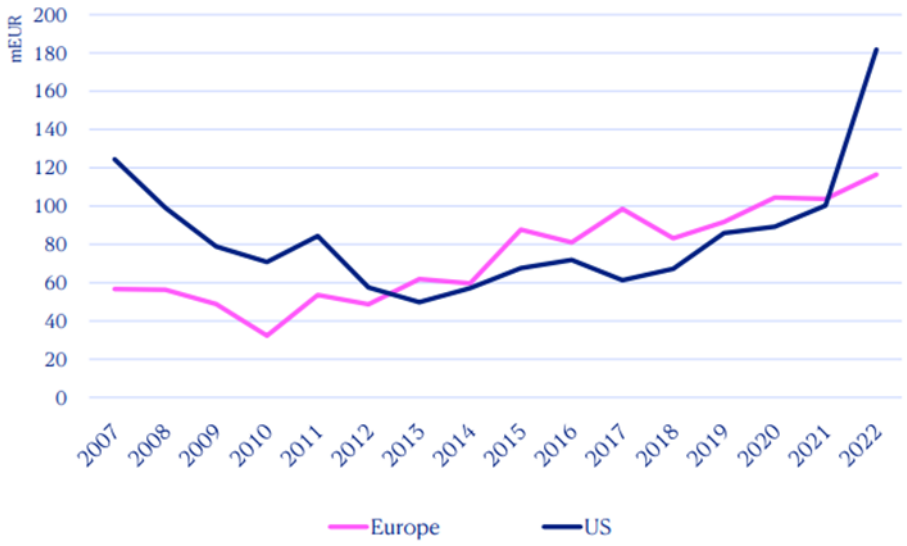
Figuur 14 laat zien dat ook de absolute omvang van de durfkapitaalinvesteringen over het algemeen gestegen zijn in 2022 ten opzichte van de gemiddelde omvang durfkapitaalinvesteringen tussen 2018 en 2022.



Figuur 14: Absolute omvang durfkapitaalinvesteringen 2022 vs 2018 – 2022. *Andere OECD landen betreffen *Kroatië, Bulgarije en Roemenië [23]*

In vergelijking met de VS heeft Europa lagere investeringsniveaus. De omvang van de VC fondsen werd in 2011 gezien als één van de redenen voor de, in vergelijking, slechte Europese durfkapitaalprestaties (*Figuur* 15). De gemiddelde omvang van durfkapitaalfondsen zit redelijk dicht bij elkaar maar in de praktijk kwam dit door een klein aantal grote VK fondsen die het gemiddelde verhogen. Het aantal VC fondsen in 2022 boven de €500 miljoen was in de VS 74 terwijl het in Europa slechts 3 was [18].[11] Een andere reden is de zogenoemde 'scale-up gap' [24]. Hierbij blijft de Europese financiële markt voor financiering van scale-ups onderontwikkeld in vergelijking met de VS. Zo is bij de verdeling van risicokapitaal naar fase geen sterkte toenemende trend te zien (Figuur 9). Het EIF is dan ook niet verrast dat 44% van de door EIF ondersteunde Europese bedrijven dat opzoek is naar substantiële steun wordt opgekocht door niet-Europese investeerders [18].

[11] Een deel van dit verschil kan ook verklaard worden door verschillen in definities maar dit neemt niet weg dat er een 'gap' is.



Figuur 15*: Gemiddelde omvang van VC-fondsen in Europa en de VS.* [18]

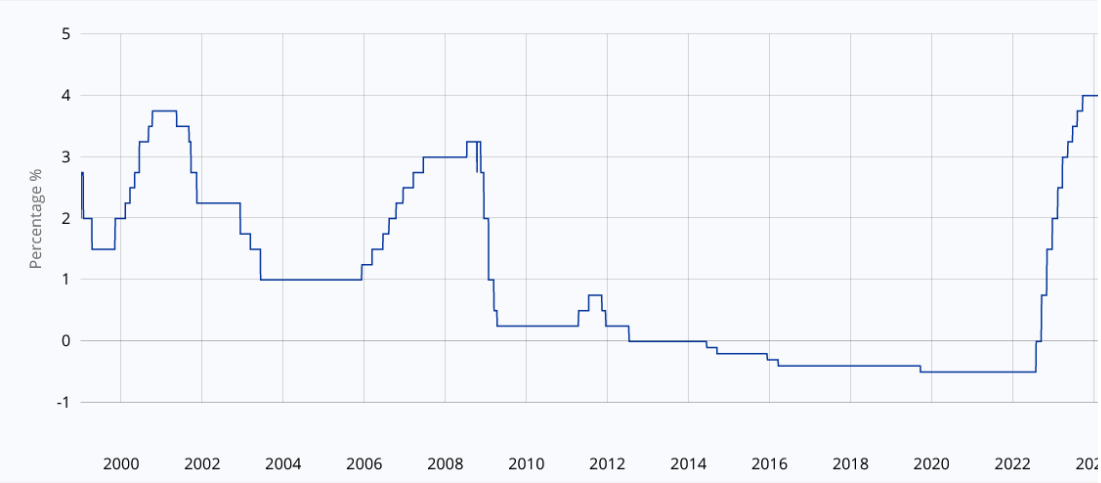
Om het investeringsklimaat in Europa te verbeteren is het investerings- en financieringsprogramma InvestEU van de Europese Commissie opgericht voor de periode 2021 tot 2027. Het programma bouwt voort op het Europees Fonds voor Strategische Investeringen (EFSI). Het idee hierachter was om ervoor te zorgen dat de Europese Investeringsbank meer risicovolle projecten aan kon nemen. Dit met het doel om particuliere investeringen aan te trekken om de economische groei, innovatie, duurzaamheid en werkgelegenheid te bevorderen. In totaal streeft het InvestEU programma ernaar meer dan €372 miljard aan particuliere investeringen te genereren [25].

In dit onderzoek wordt geregeld verwezen naar de equity gap. Er is één onderzoeksvraag met een generiek karakter die hiernaar verwijst: *Is de equity gap zoals hierboven geformuleerd nog actueel en verschilt dit tussen sectoren?* We kiezen ervoor om deze onderzoeksvraag al in dit hoofdstuk te behandelen. Zo kunnen we er later naar verwijzen. De onderstaande box gaat in op ons antwoord op deze vraag.

Box 1. Actualiteit equity gap en verschillen per sectoren

In de interviews is de **ontwikkeling van de equity gap over de tijd** nadrukkelijk aan de orde gekomen. Grofweg worden er twee separate effecten genoemd die een effect hebben: de ontwikkeling van de kapitaalmarkten in het algemeen en de ontwikkeling van de markt voor financiering van startups. De ontwikkeling van de kapitaalmarkten kan vrij goed geduid worden door te kijken naar de ontwikkeling van de ECB-depositorente, die wij hieronder tonen. Een lage rente betekent dat de kapitaalkosten voor de private sector (inclusief investeerders) laag zijn en investeren in bedrijven dus relatief goedkoop is. Het is duidelijk dat er sprake is geweest van een lange periode van *goedkoop geld* grofweg van na de kredietcrisis in 2008 totdat de hoge inflatie medio 2022 ervoor zorgt dat de rentestanden snel oplopen. Aan de andere kant zien we de ontwikkeling van de markt voor risicokapitaal zoals beschreven in pararaaf 2.5. Dit laat zien dat de Europese VC markt sinds 2010 gestaag groeit, maar in 2020 en 2022 voor het eerst wat tegenslagen krijgt. De respondenten die we spraken vertellen ons ook dit verhaal over de aanbodzijde van kapitaal in de seedfase: *Over de hele linie is het aanbod van risicokapitaal in jaren '10 (2010-2020) toegenomen, maar de Coronacrisis en de gestegen rente hebben gezorgd voor een neerwaartse correctie in jaren '20.* Als we kijken naar de vraag naar dit soort kapitaal, dan lijkt er tussen respondenten consensus te zijn dat deze vraag nog steeds

hoger is dan het kapitaal. Er is dus nog steeds een equity gap en die lijkt de laatste jaren wellicht toe te nemen. Indien de SC-regeling groter zou zijn, dan zou de regeling waarschijnlijk doeltreffender zijn aangezien er eerder sprake is onderkapitalisatie in deze marktfase in Nederland.



Figuur 16: ECB depositorente [26]

In de interviews komt ook nadrukkelijk de focus op de equity gap **per sector** naar voren. Over de hele linie geven respondenten aan dat er grote verschillen zijn tussen de sectoren en de mate waarin er behoefte is aan seed capital. Respondenten noemen de volgende sectoren waar groot equity gap is: Biotech, Medtech, Life Sciences, Tech.[12] Dit soort sectoren hebben een lange *time-to-market* en zijn kapitaalintensief. Er wordt aangegeven dat de bovengrens van de SC-regeling (€3,5 miljoen) voor deze sectoren wellicht te laag is.

2.6 Schets buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met SC, BA en DVI

2.6.1 Buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met SC

Enkele vergelijkbare buitenlandse initiatieven op het terrein van investeringen in de Seed fase en start-up fase zijn:

- **High-tech Gründerfonds** (Duitsland): Het High-Tech Gründerfonds (HTGF) is opgericht in 2005 met als primair doel het ondersteunen van innovatieve technologische startups in Duitsland (*Gründer* betekent *oprichter*). Sinds de totstandkoming heeft het HTGF zijn investeringsportfolio gestaag uitgebreid en heeft het meer dan €1,4 miljard aan kapitaal geïnvesteerd in meer dan 700 technologiestartups in verschillende sectoren, waaronder chemie, digitale technologie, industrie en Life Sciences. [27] Met een duidelijke focus op de vroege stadia van ontwikkeling, speelt het HTGF een cruciale rol in het stimuleren van innovatie en ondernemerschap in Duitsland door middel van zijn financiële ondersteuning en strategische begeleiding van veelbelovende startups.
  Het HTGF is opgericht als een publiek-privaat partnerschap dat vier investeringsfondsen heeft opgericht. HGTF bestaat voor het grootste deel uit publiek geld en het

[12] We zijn er ons van bewust dat er overlap is tussen deze categorieën. We er op deze plek voor gekozen om dicht bij de antwoorden van de respondenten te blijven.

overige deel wordt geleverd door een consortium van private co-investeerders (45 in het laatste fonds). HGTF investeert tot €1 miljoen in de seed fase als hoofdinvesteerder of met partners. Over alle financieringsrondes investeert HGTF maximaal €4 miljoen en bieden ze hun begeleiding en netwerk aan bij de bedrijven. HGTF investeert zelf in bedrijven en niet in investeringsfondsen en lijkt daarom meer op Invest-NL dan op de SC-regeling. Het verschil met Invest-NL is dat HGTF ook private investeerders heeft die een bijdrage in het fonds hebben.

- **British Business Bank's Enterprise Capital Funds** (Verenigd Koninkrijk): Het ECF programma is opgericht in 2006 met het doel om de durfkapitaalmarkt te stimuleren. De Britse overheid investeert tot 60% van de fondsgrootte en maximaal £50 miljoen in investeringsfondsen. Het ECF heeft een verlaagd deel van de winstdeling waardoor het voordelig is voor private investeerders om te co-investeren. [28] Het uiteindelijke investeringsfonds investeert de gezamenlijke middelen weer in startups. Het ECF richt zich op SaaS, AI, Industrie, E-commerce en gezondheidszorg. Het ECF heeft tot 2022 in 39 fondsen geïnvesteerd met ongeveer €1 miljard. Deze fondsen hebben met private bijdragen totaal €1,851 miljard geïnvesteerd in 705 startups. [29]
  Het ECF lijkt op de SC-regeling omdat het investeert in fondsen en voordelige voorwaarden biedt aan private co-investeerders om privaat kapitaal aan te trekken. Het enige verschil is dat de SC-regeling een lening is en het ECF als een investeerder in het fonds opereert.
- **Banque Publique d'Investissement** (Frankrijk). Bpifrance is een Franse overheidsinstelling die verschillende financieringsoplossingen biedt aan Franse bedrijven en investeringsfondsen. Bpifrance heeft €31 miljard aan directe investeringen in bedrijven en als fund-of-funds heeft BPI €11,5 miljard geïnvesteerd in 580 fondsen die op hun beurt met private bijdragen een totaal van €17 miljard hebben geïnvesteerd in meer dan 5000 bedrijven. [30]
  Het fund-of-fund onderdeel van Bpifrance opereert op een soortgelijke manier als het ECF al is het niet duidelijk of Bpifrance ook voordelige voorwaarden biedt voor private co-investeerders.

Dit is slechts een steekproef uit vergelijkbare internationale regelingen. Dit toont aan dat marktfalen op de risicokapitaalmarkt vaker voorkomt en het niet ongewoon is voor overheden om daar middels dit soort instrumenten te helpen.

2.6.2 Buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met BA

- Meerdere landen in Europa waaronder Duitsland, Spanje en Zweden hebben overheidsprogramma's die financiële steun bieden aan het oprichten van business angel netwerken of organisaties. Deze ondersteunen echter niet business angels direct. [31]
- Het European Angel Fund is een initiatief van het EIF dat financiering biedt aan business angels. Dit doen ze door te co-investeren met business angels in innovatieve bedrijven. [32]
- De British Business Bank heeft een Angel CoFund waarbij zij co-investeren met business angel syndicaten in innovatieve bedrijven. Dit werkt anders dan de BA regeling in Nederland maar stimuleert business angels op een andere manier. [33]

2.6.3 Buitenlandse initiatieven vergelijkbaar met DVI

In diverse Europese landen zijn vergelijkbare dakfondsconstructies opgericht vanuit het Europese Investeringsfonds (EIF). [34] Een aantal voorbeelden zijn:

- Het **Portugal Growth Programme** is een fund-of-fund programma van €100 miljoen wat verwacht om meer dan €300 miljoen aan investeringen te stimuleren in Portugal via vier investeringsfondsen.
- Het **Croation Growth Investement** Programme II (€52 miljoen) en het Croatian Venture Capital Initiative 2 (€80 miljoen) zijn fund-of-fund programma's die gericht zijn op het ontwikkelen van de VC markt in Kroatië en het vergroten van het beschikbare durfkapitaal voor Kroatische ondernemers.
- Het ESIF **Fund-of-Funds Greece** is een programma van €260 miljoen gericht op fondsmanagers van Europese fondsen met een focus op Griekse bedrijven in het bereik van Seed fase investeringen tot latere fase groei investeringen.
- De **German Future Fund** – EIF Growth facility is een fund-of-funds programma wat kan groeien tot €3.500 miljoen en gericht is op investeringsfondsen in de latere fase groei investeringen. Het doel van die programma is om het Europese ecosysteem voor groeiende bedrijven te stimuleren om hen te ondersteunen bij de weg naar globaal marktleiderschap.
- Het **Swedish Venture Initiative** is een fund-of-funds programma van €582 miljoen gericht op het verbeteren van risicokapitaal voor Zweedse vroege fase bedrijven met groot groei potentieel.

Daarnaast heeft EIF in 2023 het Europese fund-of-funds European Tech Champions Initiative (ETCI) [35] opgericht als reactie op de eerdergenoemde *scale-up gap*. Dit initiatief heeft het doel om het financieringsecosysteem te verbeteren voor veelbelovende Europese tech-bedrijven met grote kapitaalbehoeften. Het doel van ECTI is om te investeren in Venture Capital fondsen die in totaal rond de €1 miljard proberen op te halen. Deze fondsen investeren op hun beurt in veelbelovende technologische scale-ups die meer dan € 50 miljoen willen ophalen. In totaal had ETCI €3,75 miljard ter beschikking van de EIB-groep Spanje, Duitsland, Frankrijk, Italië en België. Inmiddels heeft ook Nederland €100 miljoen hieraan bijdragen. [36] Het ETCI is een belangrijk onderdeel van het Pan-Europese Venture Capital programma dat in 2022 werd gelanceerd.

3 Doelgroepbereik

In dit hoofdstuk komt het doelgroepbereik van SC-regeling, Business Angel regeling en de Dutch Venture Initiative aan de orde. We kijken dus vooral naar het *gebruik* van deze regelingen en daarmee kent dit hoofdstuk een descriptief karakter. We kijken naar de drie regelingen (SC, BA en DVI) en maken binnen deze regelingen een uitsplitsing naar analyses op fondsniveau en op het niveau van participaties (van deze fondsen).

Om het doelgroepbereik te onderzoeken hanteren we verschillende databronnen. Ten eerste heeft het RVO gegevens beschikbaar gesteld voor de periode 2005-2022, waarmee het mogelijk is om ten dele het doelgroepbereik in kaart te brengen. Ten tweede gebruikt de evaluatie gegevens van het CBS (Microdata). Enkele onderstaande beschrijvende statistieken zijn ter volledigheid zowel gebaseerd op de RVO gegevens als de CBS Microdata. De achterliggende datakoppelingen en -bewerkingen van de Microdata staan beschreven in Bijlage 6. Deze twee primaire hoofdvragen worden op enkele plekken aangevuld met inzichten uit de interviews en de enquête.

3.1 Seed Capital en Business Angel fondsen

3.1.1 Aantal fondsen Seed Capital

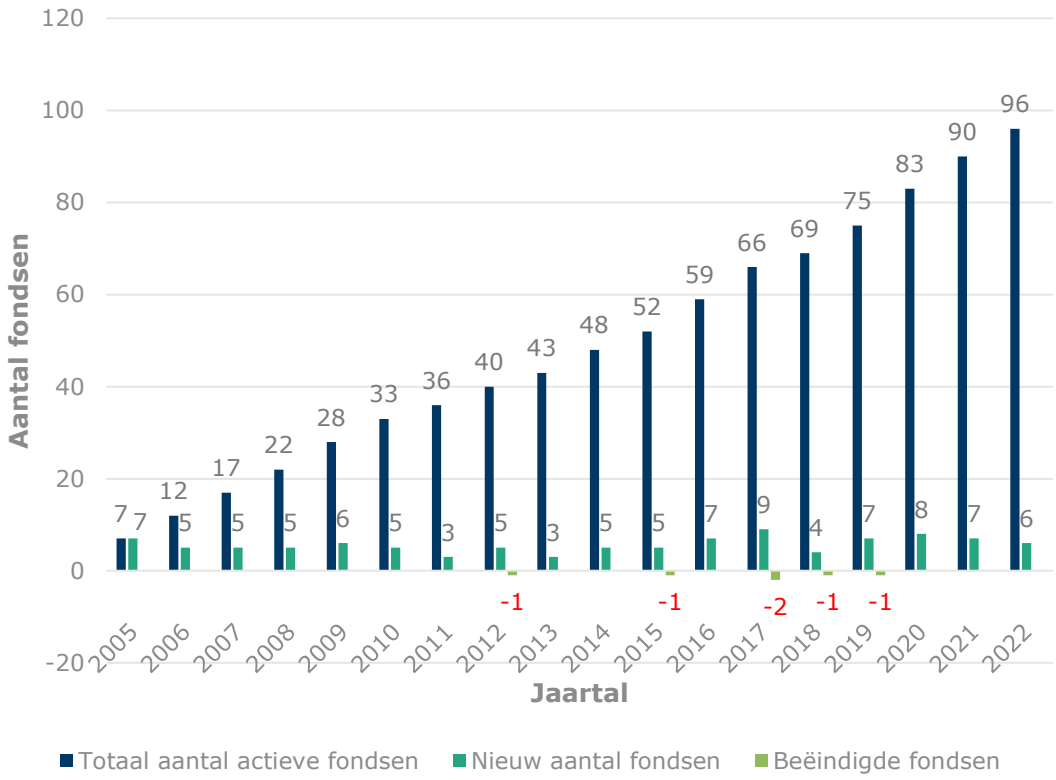
In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoeveel SC-fondsen zijn er actief geworden per jaar?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het aantal SC-fondsen dat actief is groeit: van 69 in 2018 tot 96 in 2022. Het aantal nieuwe fondsen per jaar varieert van 4 tot 8. Zie Figuur 17 voor meer details.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

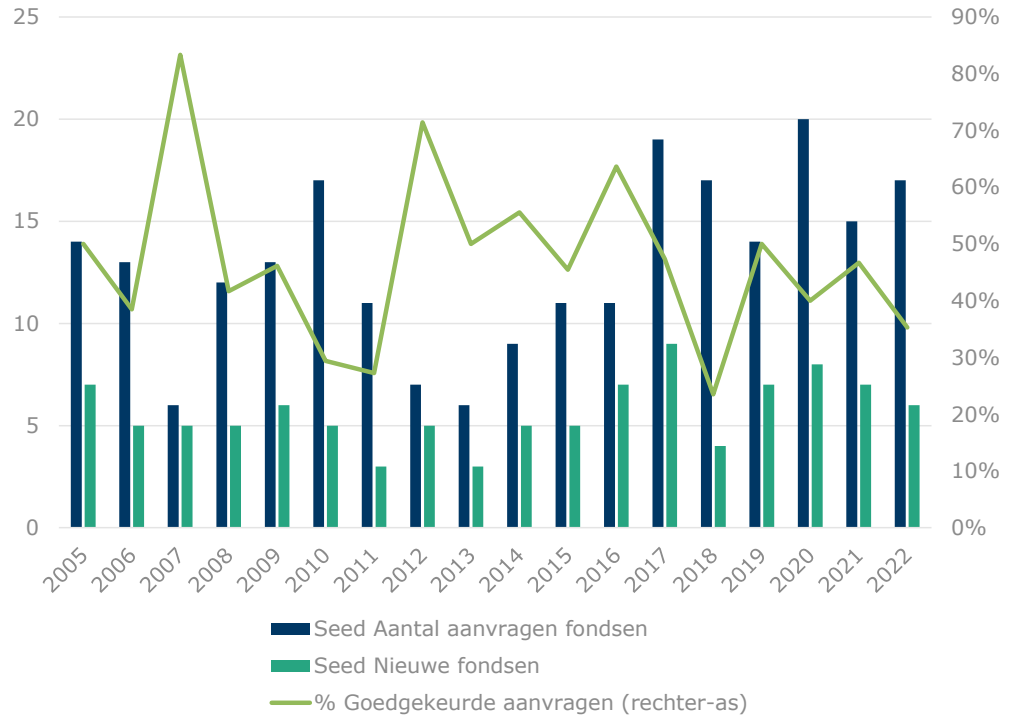
In 2022 zijn er in totaal 96 actieve SC-fondsen (waarvan 72 unieke fondsbeheerders). In de afgelopen jaren (2018-2022) zijn er 32 nieuwe SC-fondsen gefinancierd vanuit de regeling. In onderstaand figuur is te zien dat dit in lijn is met de gestage stijging van het aantal fondsen sinds de start van de regeling. Er zijn sinds het begin van de regeling slechts zes fondsen beëindigd, wat valt te verklaren gezien het feit dat fondsen een lange tijd hebben om te investeren en desinvesteren. Beëindigde fondsen zijn over het algemeen fondsen waar geen participaties meer inzitten. Dit betekent dat de participaties zijn verkocht, geliquideerd of failliet gegaan.[13]

[13] RVO geeft aan dat sommige fondsen ook om andere redenen vroegtijdig beëindigd kunnen zijn, maar dat dit dermate weinig voorkomt dat het te verwaarlozen is op de gehele portefeuille.



Figuur 17: Aantal actieve, nieuwe en beëindigde SC-fondsen, 2005-2022. Bron: RVO

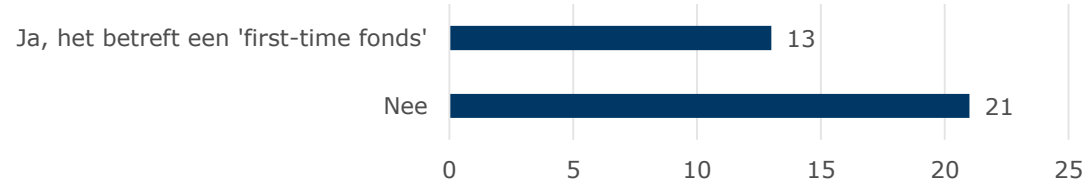
Wanneer we kijken naar de SC-fondsen, blijkt dat een aantal fondsbeheerders meerdere SC-fondsen beheren. De vervolgfondsen krijgen in dat geval dus ook financiering vanuit de regeling. In een aantal gevallen zien we ook dat fondsbeheerders grotere vervolgfondsen opzetten die financiering krijgen vanuit DVI. We zien bij de SC-regeling dat er groot animo is om gebruik te maken van de regeling. Er zijn de afgelopen jaren fors meer aanvragen geweest voor SC-fondsen dan het aantal toegekende fondsen (zie onderstaand figuur). Er is dus duidelijk sprake van een situatie waarin relatief veel aanvragen afgewezen worden. De laatste jaren zien we een daling van het percentage aanvragen dat resulteert in nieuwe fondsen.



Figuur 18: Aantal aanvragen en nieuwe SC-fondsen, 2005-2022. Bron: RVO

Enquête

Op basis van de SC-enquête blijkt dat 38% van de SC-fondsen die de enquête hebben ingevuld een first-time fonds betrekken. Ongeveer 62% betreft geen first-time fonds.



Figuur 19: Antwoord op de vraag "Is uw fonds het eerste fonds dat uw investeringsmaatschappij beheert?" (n=34)

Interviews

In de interviews wordt duidelijk dat de respondenten zien dat er relatief veel ingediende voorstellen door fondsen niet gehonoreerd worden. Hier worden twee perspectieven op gegeven. Aan de ene kant kan het ertoe leiden dat goede fondsplannen geen financiering krijgen en hierdoor kansen blijven liggen. Aan de andere kant wordt ook erkend dat deze afgewezen fondsen leren van de afwijzingen en geregeld in een nieuwe ronde een beter fondsplan kunnen neerzetten met een hogere slaagkans. Doordat ze goede feedback krijgen en contact met RVO onderhouden wordt dit ondersteund. Zo leidt de selectiviteit in tweede instantie tot een hogere kwaliteit van fondsplannen en daarmee fondsen.

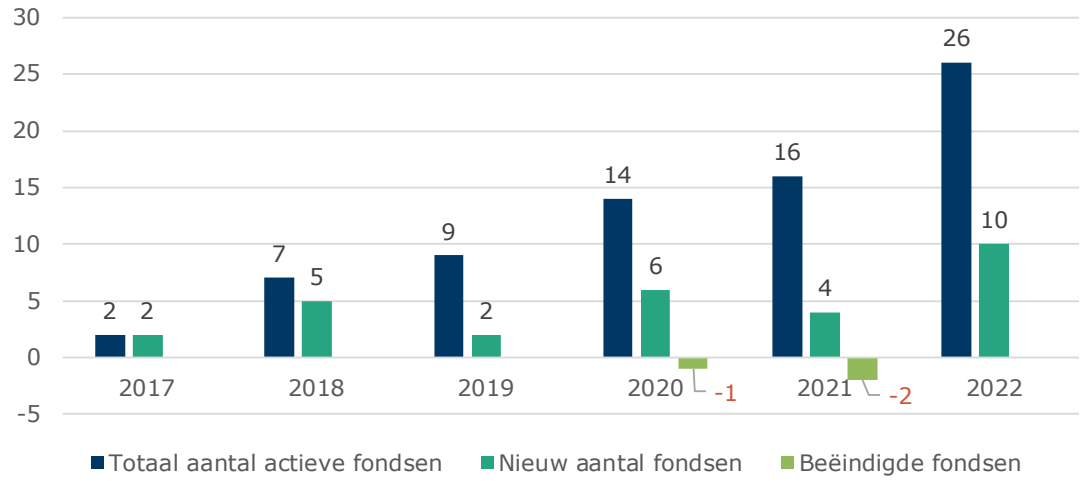
3.1.2 Aantal fondsen Business Angel

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoeveel BA-fondsen zijn er actief geworden per jaar?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het aantal BA-fondsen dat***

actief is groeit: van 7 in 2018 tot 26 in 2022. Het aantal nieuwe fondsen per jaar varieert van 2 tot 10.* Zie Figuur 20 *voor meer details

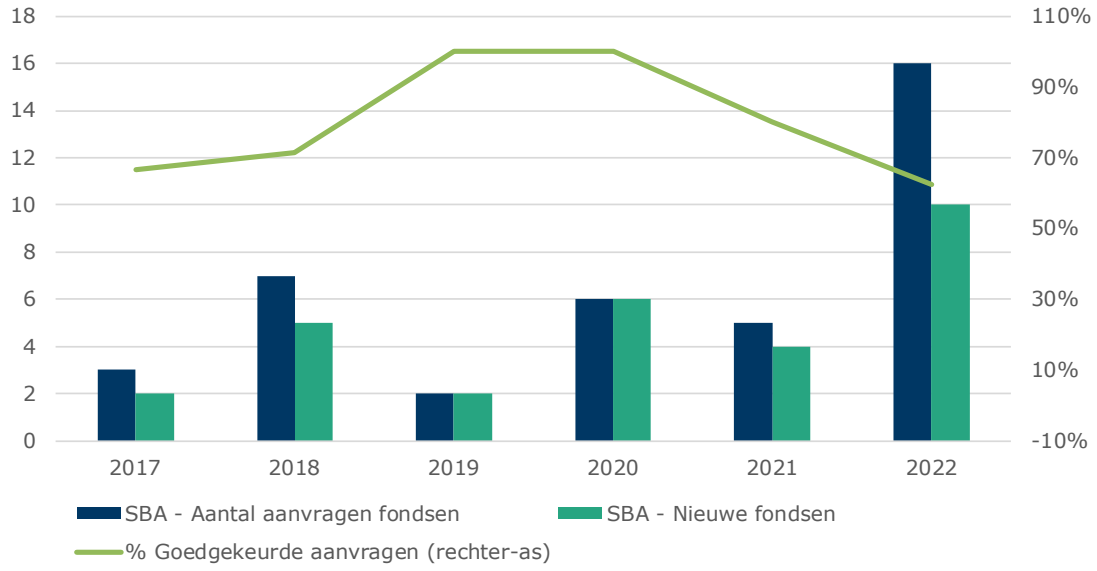
Portfoliodata

Onderstaand figuur toont het aantal actieve, nieuwe en beëindigde BA-fondsen per jaar. In 2022 zijn er in totaal 26 actieve BA-fondsen (waarvan 25 unieke fondsbeheerders). In de afgelopen jaren (2018-2022) zijn er 29 nieuwe BA-fondsen gefinancierd vanuit de regeling.



Figuur 20: Aantal actieve, nieuwe en beëindigde Business Angel fondsen, 2017-2022. Bron: RVO

We zien bij de Business Angel regeling minder aanvragen dan bij de SC-regeling, maar dat dit de laatste jaren wel toeneemt. De oorzaak hiervoor wordt besproken in 4.1.13.



Figuur 21: Aantal aanvragen en nieuwe Business Angel fondsen, 2017-2022. Bron: RVO

Enquête

Op basis van de enquête blijkt dat vijf van de zes BA-fondsen een first-time fonds zijn. Eén BA-fonds is géén first-time fonds.

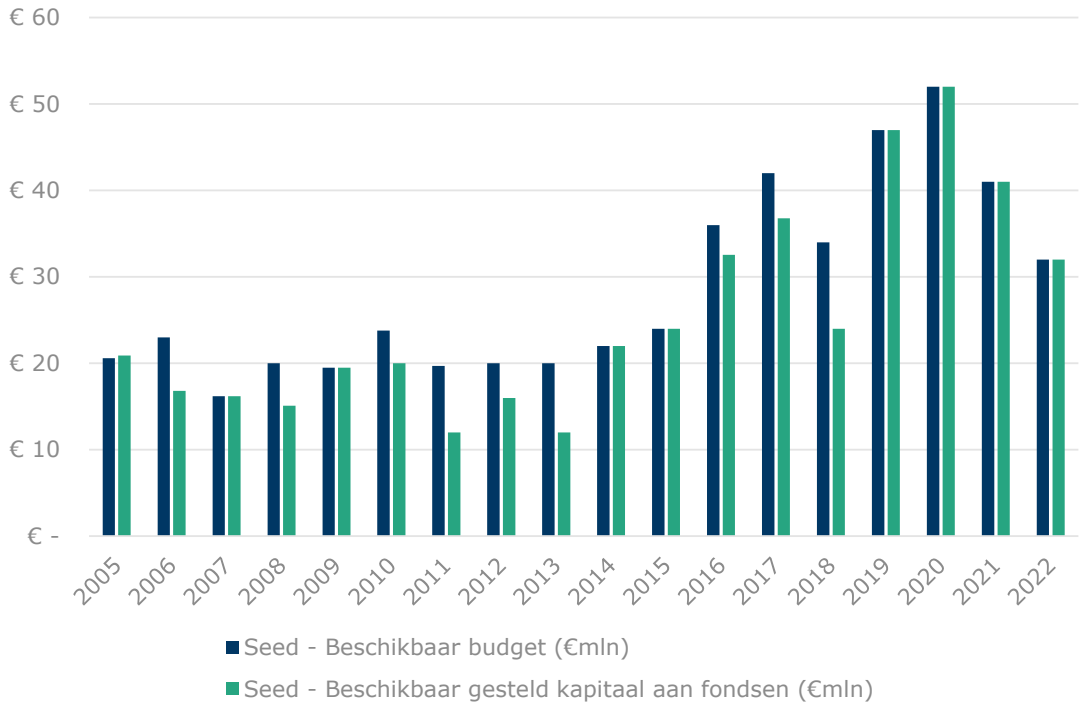
3.1.3 Omvang fondsen Seed Capital

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welk bedrag aan kapitaal is er beschikbaar gekomen door de SC door overheidsfinanciering en privaat kapitaal (per jaar, € mln.)?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het totale investeringsbudget van de SC-fondsen in 2022 was €63,7 miljoen. In 2018 was dit nog €48,9 miljoen. In de periode 2018-2022 is 50,3% van het investeringsbudget afkomstig van private investeerders en 49,7% vanuit overheidsfinanciering.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

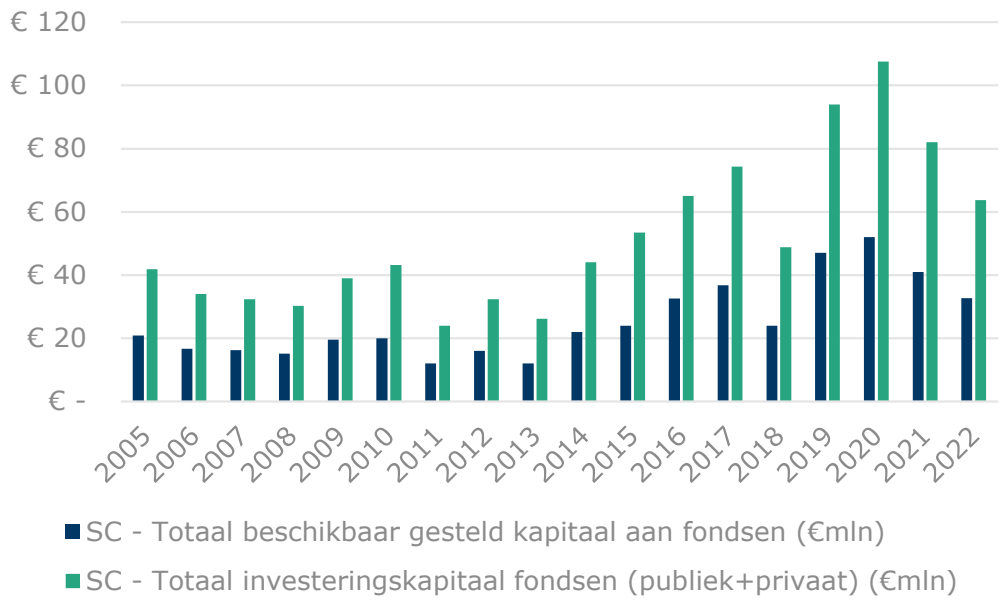
Portfoliodata

Voor de periode 2018-2022 was er voor €206 miljoen aan beschikbaar budget voor fondsen vanuit de regeling. Hiervan is €196 miljoen gecommitteerd aan fondsen. Alleen in 2018 was er sprake van onderbenutting van het budget. Als we kijken naar de periode 2005-2022 dan blijkt dat €459,8 miljoen is gecommitteerd (van de beschikbare €512,8 miljoen).



Figuur 22: Beschikbaar budget en gecommitteerd budget aan SC-fondsen (in miljoenen), 2005-2022. Bron: RVO

Het investeringsbudget (publieke plus private middelen) van de SC-fondsen in 2022 was €63,7 miljoen (in 2018 was dit nog €48,9 miljoen). In onderstaande figuur is te zien dat de totale gecommitteerde middelen aan fondsen vanuit de regeling €196,7 miljoen bedroeg in de periode 2018-2022, tegenover €199,4 miljoen aan privaat kapitaal. Dit betekent dat in die periode 50,3% van het kapitaal afkomstig is van private middelen en 49,7% van overheidsmiddelen. In totaal is er in de periode 2018-2022 voor €396,1 miljoen aan kapitaal beschikbaar is gekomen.



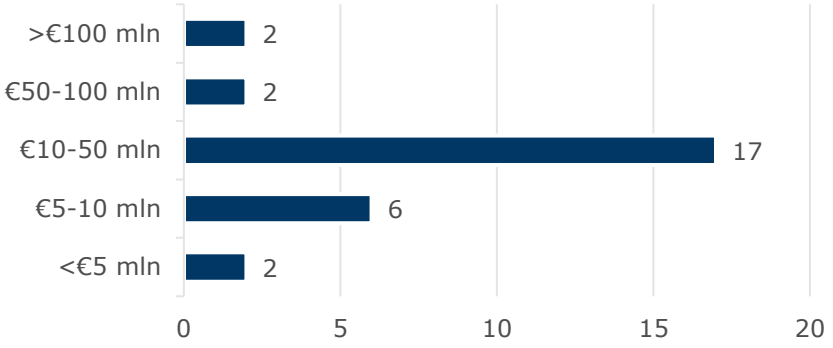
Figuur 23: Gecommitteerd budget aan SC-fondsen met publiek en privaat geld (in miljoenen), 2005-2022. Bron: RVO

Interviews

Voor het achterhalen van feitelijke cijfers is het vaak niet nodig om interviews in te zetten. Toch is deze vraag spontaan een aantal keer aan de orde gekomen. In deze interviews is aangegeven dat de investeringsfondsen samen circa €450 miljoen aan private middelen (eigen bijdragen) hebben ingebracht. Omdat dit in de praktijk vaak gematcht wordt met de publieke middelen (geldlening), is er sprake van een totaal investeringsbudget van SC-fondsen van bijna €1 miljard. Dit beeld uit de interviews komt overeen met de data (die maar tot en met 2022 loopt).

Enquête

Op basis van de enquête blijkt dat het merendeel van de Seed-fondsen een omvang heeft tussen de € 10-50 miljoen (59%), gevolgd door een omvang van € 5-10 miljoen (21%). Slechts enkele fondsen hebben een totale omvang van minder dan € 5 miljoen, tussen de € 50-100 miljoen of meer dan € 100 miljoen.



Figuur 24: Antwoord op de vraag "Wat is de omvang van het fonds dat u beheert?" (n=29)

We hebben niet kunnen achterhalen waarom er zo veel grote fondsen zijn. Dat past niet bij de budgetten en eisen van de SC-regeling. Het is een mogelijkheid dat er fondsbeheerders

zijn die meerdere fondsen beheren en de waarde van deze fondsen bij elkaar optellen of de waarde van een moederfonds is opgegeven, maar dat kunnen we niet meer zekerheid stellen.

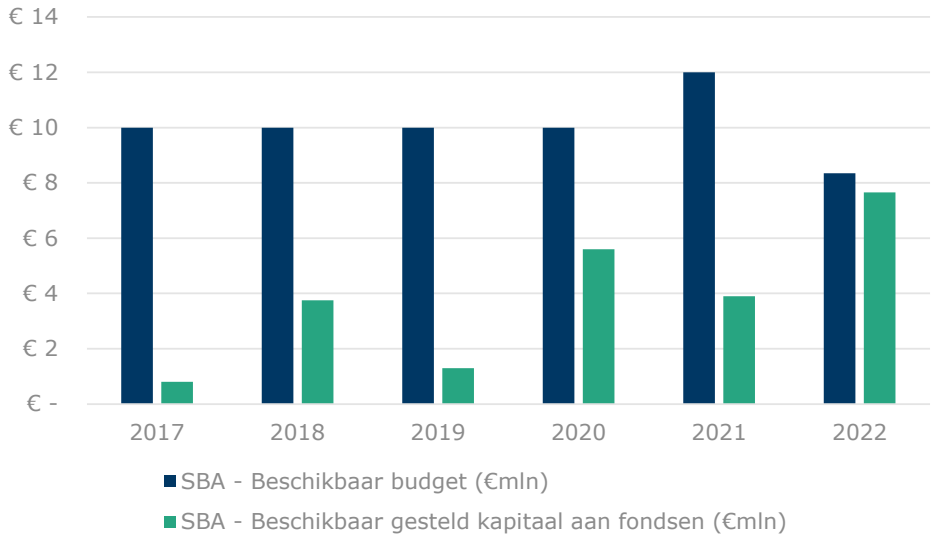
3.1.4 Omvang fondsen Business Angel

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welk bedrag aan kapitaal is er beschikbaar gekomen door de BA door overheidsfinanciering en privaat kapitaal (per jaar, € mln.)?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het totale investeringsbudget van de BA-fondsen in 2022 was €15,4 miljoen. In 2018 was dit nog €7,5 miljoen. In de periode 2018-2022 is 50% van het investeringsbudget afkomstig van private investeerders en 50% vanuit overheidsfinanciering.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

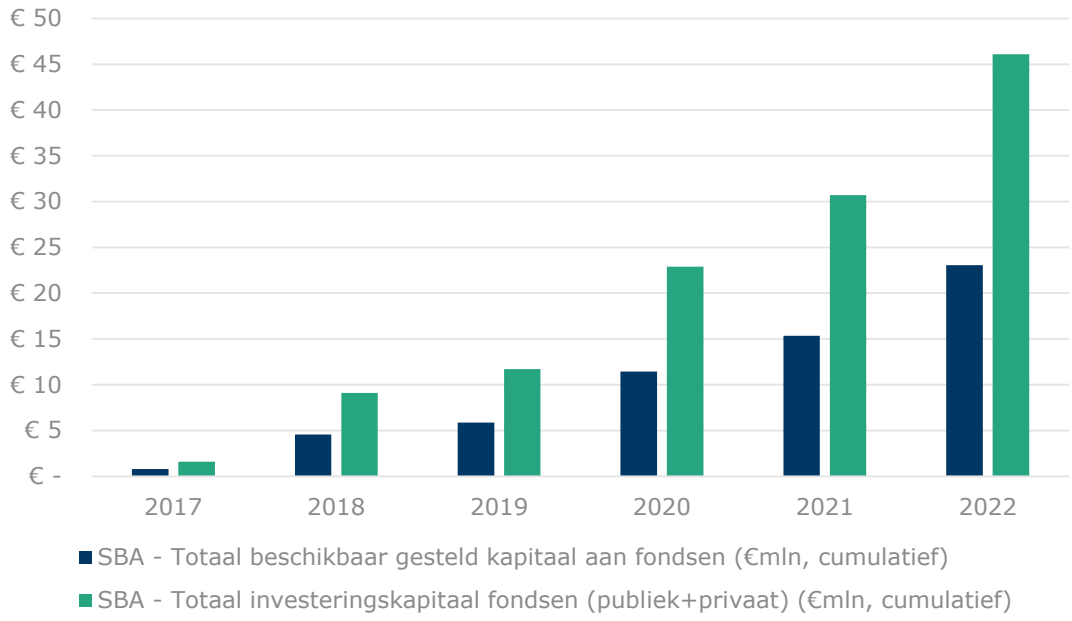
Portfoliodata

Voor de periode 2017-2022 was er voor €60,4 miljoen aan beschikbaar budget voor fondsen vanuit de Business Angel regeling. Hiervan is slechts €23 miljoen gecommitteerd aan fondsen. Er is dus een forse onder uitputting van het budget, zeker in vergelijking met de SC-regeling.



Figuur 25: Beschikbaar budget en gecommitteerd budget aan Business Angel fondsen (in miljoenen), 2017-2022. Bron: RVO

Het totale (cumulatieve) investeringsbudget van de Business Angel fondsen in de periode 2017-2022 is €46,1 miljoen. In onderstaande figuur is te zien dat de totale gecommitteerde middelen aan fondsen vanuit de regeling €23,05 miljoen zijn in 2022. Dit betekent dat precies 50% van het kapitaal afkomstig is van private middelen en 50% van overheidsmiddelen.



Figuur 26: Gecommitteerd budget aan Business Angel fondsen met publiek en privaat geld (cumulatief, in miljoenen), 2017-2022. Bron: RVO

Interviews

In de interviews is ingegaan op de onder uitputting van de regeling. Mogelijke redenen hiervoor zijn dat de regeling minder bekend is en qua voorwaarden minder goed aansluit bij de behoeften van de markt. Wat betreft dit laatste punt is de regeling wel aangepast in juli 2021, zodat meerdere business angels gezamenlijk gebruik kunnen maken van de regeling (voorheen was dit beperkt tot twee business angels per fonds). Een andere mogelijke reden voor de onderbenutting van de regeling is dat de business angel markt in Nederland relatief klein is. Zowel in het aantal business angels als in de absolute investeringen van business angels en de hoeveelheid investeringen als percentage van het BBP, loopt Nederland achter op andere landen in Europa. [37]

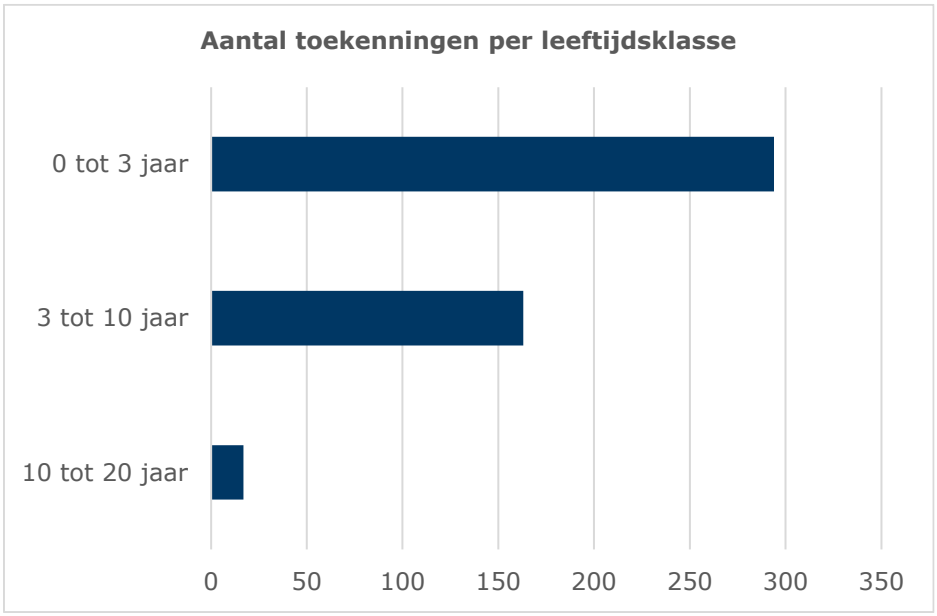
3.1.5 Spreiding SC- en BA fondsen in TRL-ontwikkelingsfase

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Is er een goede spreiding van SC- en BA-fondsen in de (TRL) ontwikkelingsfasen waar de regelingen voor bedoeld zijn (ca. TRL 4 t/m 9)? En investeren BA-fondsen ook daadwerkelijk in een eerdere fase t.o.v. de SC-fondsen?* Het antwoord op deze vraag is: **TRL-fases sluiten slecht aan bij methodiek en de gebruikers van de regelingen. Bovendien is er geen goede data voorhanden die deze vraag kan beantwoorden. Er wordt door SC-fondsen in bedrijven in verschillende fases geïnvesteerd, waarbij de seed stage het sterkst naar voren lijkt te komen. Er wordt door BA-fondsen in bedrijven in verschillende fases geïnvesteerd, waarbij de pre-seed en de seed stage het sterkst naar voren lijken te komen.** Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

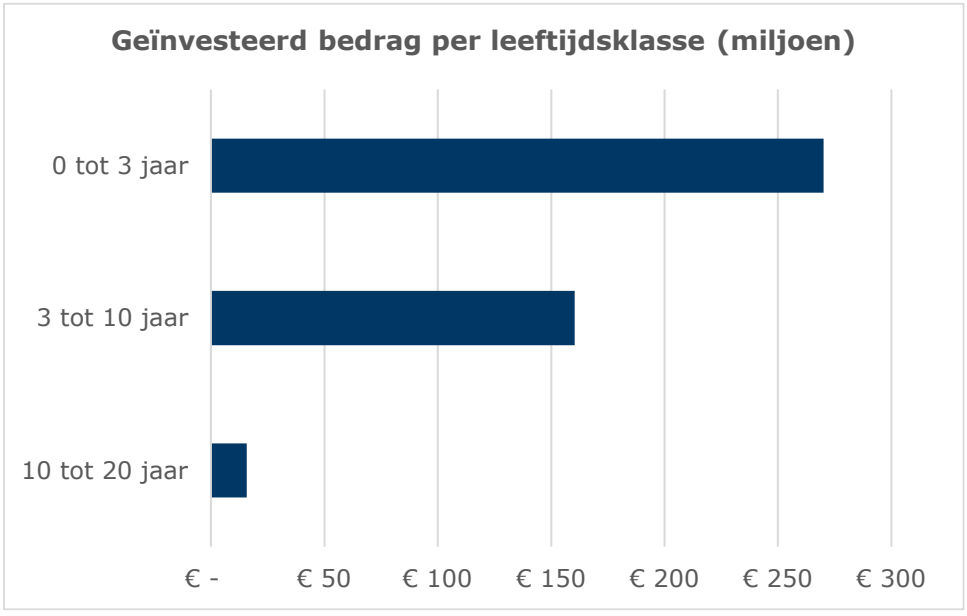
Econometrische analyse

Het is niet bekend in welke (TRL) ontwikkelingsfasen bedrijven zich bevinden ten tijde van een investering uit een SC- of BA-fonds. Om desalniettemin een ruw beeld te vormen van de mate van maturiteit van betrokken bedrijven, tonen we in Figuur 27 en Figuur 28 de uitsplitsingen van het aantal toekenningen en de totale bedragen van SC- en BA-

investeringen naar de leeftijdsklasse. Het merendeel van de toekenningen vindt plaats onder jonge bedrijven, die maximaal drie jaar oud zijn ten tijde van de toekenning. Niet alleen het aantal toekenningen is voor deze groep het hoogste, maar ook de bijbehorende bedragen zijn voor deze groep het hoogste. Oudere bedrijven, die tussen de 3 en 10 jaar oud zijn, ontvangen het tweede grootste deel van de toekenningen en bedragen uit SC- en BA-fondsen. De gemiddeld ontvangen investering ligt voor deze groep bedrijven het hoogst. Oude bedrijven, die 10 tot 20 jaar oud zijn, ontvangen de minste investeringen en in totaal het kleinste bedrag.



Figuur 27: Aantal toekenningen per leeftijdsklasse



Figuur 28: Geïnvesteerd bedrag per leeftijdsklasse

Interviews

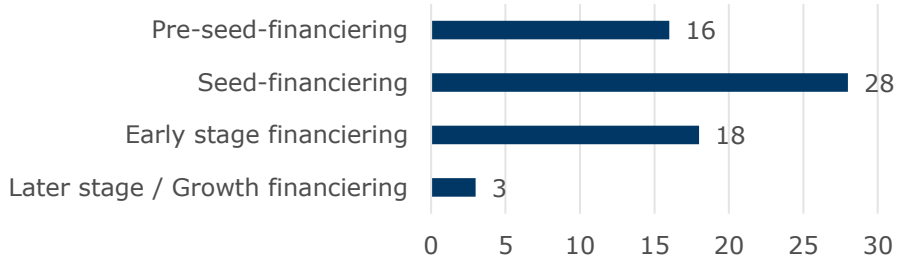
Bij de interviews met de fondsen komt wederom naar voren dat zij zich niet altijd goed herkennen in het concept van TRL's in relatie met investeringen. Zij kijken vooral naar de

volwassenheid van bedrijven[14] en veel minder naar de volwassenheid (TRL) van de technologie zij deze bedrijven toepassen. De komst van de Business Angel regeling wordt als veel fondsen als positief gezien in het kader van de spreiding. Via deze regeling kan je als fonds veel sneller stappen zetten in lastige markten en is er sprake van een flinke *skin in the game*. Hierdoor kunnen bedrijven die minder volwassen zijn nu ook worden bediend. Aan de andere kant wordt het door respondenten als een nadeel gezien dat er bepaalde voorwaarden worden gesteld als men eerst in bedrijven via BA-fondsen wil investeren en daarna via SC-fondsen, omdat dit gezien wordt als opvolginvesteringen.

Ook bij de gesprekken met beleidsmakers en uitvoerders laait de discussie over TRL-niveaus op. Hier wordt aangegeven dat het lastig te hanteren is om dat er grote interpretatie verschillen zijn tussen sectoren. Wat een TRL-niveau zegt over de maturiteit van een onderneming die deze technologie toepast kan dus verschillen tussen sectoren. In deze gesprekken wordt verder aangegeven dat de spreiding over de bedrijven op basis van volwassenheid beter is geworden door de komst van de BA-regeling. Verder komt naar voren dat er een trend lijkt te zijn naar grotere vroege fase fondsen omdat startups in bepaalde sectoren (Deep Tech, Biotech, Medtech) kapitaalintensief zijn.

Enquête

Op basis van de SC-enquête blijkt dat het merendeel van deze fondsen zich toelegt op fondsen die Seed-financiering nodig hebben. Echter, een aanzienlijk deel legt zich ook toe op participaties die Pre-seed en Early stage financiering nodig hebben.[15] Er is een trend dat steeds meer Seed Capital fondsen aangeven te focussen op Pre-seed financiering, een fase die eerst alleen werd bediend door Business Angels. Het is echter niet duidelijk of de investeringsfocus van Seed Capital fondsen significant is veranderd of dat de definitie van Pre-Seed financiering is verschoven.

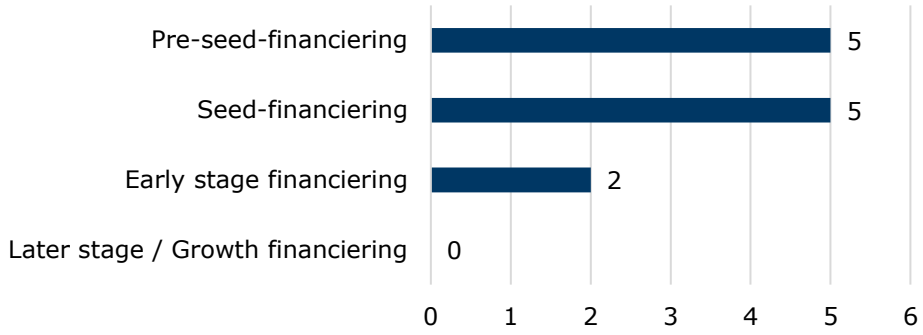


Figuur 29: Antwoord op de vraag aan fondsmanagers van SC-fondsen "Op wat voor participaties legt uw fonds zich (vooral) toe?" (n=34). Respondenten konden meerdere antwoorden invullen.

Op basis van de BA-enquête blijkt dat het merendeel van BA-fondsen zich op de pre-seed en seed-fase richt. De BA-fondsen lijken zich meer toe te leggen op Participaties in een vroegere fase van seed-fondsen.

[14] De volwassenheid van een bedrijf is niet exact te definiëren maar beslaat meestal de fase waar het bedrijf in zit. Fases worden vaak gescheiden door bepaalde mijlpalen zoals bijvoorbeeld de ontwikkeling van een prototype, eerste omzet en eerste winst.

[15] De uitgevraagde financieringsfases komen niet direct overeen met de definities van Invest Europe. Invest Europe maakt geen onderscheid tussen pre-seed en seed, early stage financiering is vergelijkbaar met de startup financiering definitie van Invest Europe en later stage en growth financiering zijn bij Invest Europe aparte fases die elkaar opvolgen.



Figuur 30: Antwoord op de vraag aan fondsmanagers van BA-fondsen "Op wat voor participaties legt uw fonds zich (vooral) toe?" (n=6). Respondenten konden meerdere antwoorden invullen.

3.1.6 Gebruik andere publieke financiering door SC- en BA-fondsen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welke fondsen maken ook gebruik van DVI, en/of ROM financiering of financiering via Invest-NL en EIF?* Het antwoord op deze vraag is: ***Circa 40% van de SC-fondsen verkrijgt ook vermogen via de ROM's, al is deze bijdrage over het algemeen vrij laag; gemiddeld 5% van het fondsvermogen van een seed-fonds. Van DVI, Invest-NL en EIF hebben we geen kwantitatieve data, maar zien wel voorbeelden hiervan. Er komt nadrukkelijk naar voren dat fondsen en deze entiteiten elkaar ook op andere manier elkaar weten te vinden, zoals samen investeren in participaties.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

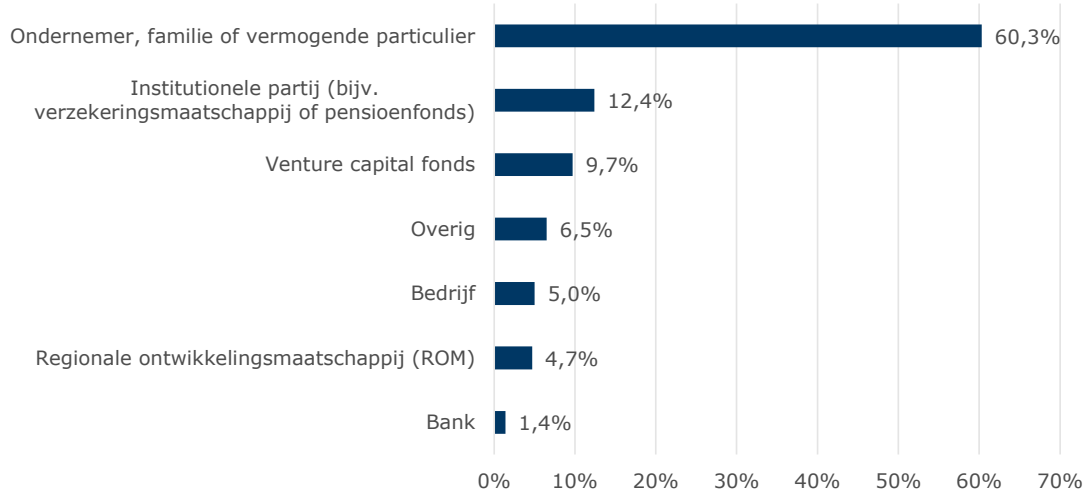
In de interviews met fondsen zijn verschillende voorbeelden genoemd van samenwerking met DVI, ROM's, Invest-NL en EIF. In de vorige paragraaf gingen we al in op de financiering vanuit DVI. Op basis van de gesprekken zijn er indicaties dat bij fondsen met een lage mate van volwassenheid financiering van ROM's het meest voor de hand ligt, bij een hogere mate van de volwassenheid ook Invest-NL mogelijk wordt en daarna EIF ook mogelijk wordt.

Overigens worden er in de gesprekken meer vormen genoemd dan directe financiering vanuit DVI of financiering van ROM's, Invest-NL of EIF. Er wordt gesproken over SC- en BA-fondsen die samen met ROM's of Invest-NL participaties doen. Ook zijn voorbeelden van Seed fondsen die dochterfondsen zijn van een moederfonds dat financiering heeft verkregen uit DVI, ROM's, Invest-NL of EIF. Dit wordt ook wel de *doorzakconstructie* genoemd. In de gesprekken wordt verder benoemd dat sommige fondsen gebruik maken van subsidieregelingen (van RVO).

Enquête

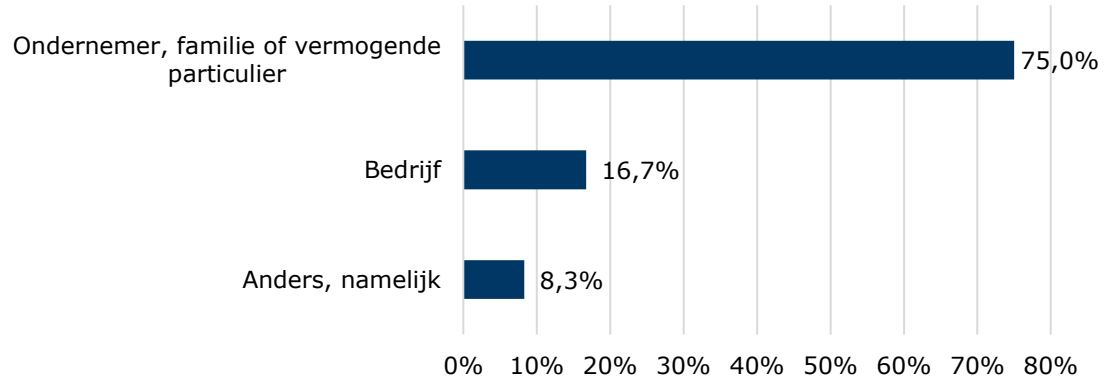
In de enquête is gevraagd naar de herkomst van het vermogen van SC-fondsen (zie Figuur 31). Elke fondsmanager diende hiervoor in te vullen welk aandeel van het fondsvermogen afkomstig is van welk type partij, zie Figuur 31. Over de SC-fondsen gemiddeld is het merendeel van het fondsvermogen afkomstig van een ondernemer, familie of vermogende particulier (60,3%). De overige financiering is afkomstig van een institutionele partij (12,4%), VC-fonds (9,7%), overige partij (6,5%; bijv. onderzoeksinstellingen, zorginstellingen, stichtingen en Invest-NL), bedrijf (5,0%), ROM (4,7%) of bank (1,4%). Wanneer we echter kijken hoe vaak SC-fondsen van bepaalde partijen financiering hebben ontvangen

liggen de percentages een stuk hoger[16]; 44% van de SC-fondsen heeft dan bijvoorbeeld financiering ontvangen vanuit een ROM. Het aandeel financiering vanuit ROM's op het gemiddelde fondsvermogen van SC-fondsen blijft heel beperkt (namelijk 4,7%).



Figuur 31: Antwoord op de vraag "Wat is de herkomst van het vermogen van het fonds dat u beheert?" (n=26)

Op basis van de BA-enquête blijkt dat gemiddeld 75% van het fondsvermogen van de BA-fondsen afkomstig is van een ondernemer, familie of vermogende particulier. Daarnaast is van één fonds alle financiering afkomstig van een bedrijf. Wanneer we kijken hoe vaak BA-fondsen van bepaalde partijen financiering hebben ontvangen liggen de percentages iets hoger[17]



Figuur 32: Antwoord op de vraag "Wat is de herkomst van het vermogen van het fonds dat u beheert?" (n=6)

[16] Het aandeel van de SC-fondsen dat aangeeft financiering te hebben ontvangen per type partij: Ondernemer, familie of vermogende particulier (91%); ROM (44%); Overig (35%); Institutionele partij (35%); Venture capital fonds (29%); Bedrijf (24%); Bank (18%).

[17] Het aandeel van de BA-fondsen dat aangeeft financiering te hebben ontvangen per type partij: Ondernemer, familie of vermogende particulier (83,3%); Bedrijf (16,7%); Anders (16,7%).

In de enquête aan DVI-fondsen is ook gevraagd wat de herkomst van het vermogen is. De response is relatief laag, dus het lastig om harde uitspraken te doen. Toch valt op dat hier institutionele partijen het hoogste scoren, zie Figuur 122 in de bijlage.

3.1.7 Seed Capital fondsen buiten de ranking gevallen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoeveel SC-fondsen zijn buiten de ranking gevallen of zijn in het proces afgehaakt?* Het antwoord op deze vraag is: ***De 83 aanvragen voor financiering vanuit de SC-regeling hebben geleid tot 32 toekenningen (39%), 35 aanvragen (42%) die buiten de ranking zijn gevallen, 13 aanvragen (16%) die niet aan eisen voldeden en zijn afgewezen en 2 (2%) terugtrekkingen.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

Uit onderstaande tabel blijkt dat er in de periode 2018-2022 in totaal 15 van de 83 aanvragen[18] (18%) buiten de ranking is gevallen, doordat de aanvragen zijn afgewezen of ingetrokken. In totaal zijn 35 van de 83 aanvragen (42%) wel gerankt, maar uiteindelijk niet toegekend.

Tabel 1: Aantal toekenningen, afwijzingen en intrekkingen van aanvragen van SC-fondsen. Bron: RVO

Jaar	Aantal aanvragen	Aantal toekenningen	Aantal gerankt, maar niet toegekend	Aantal afwijzingen	Aantal intrekkingen
2018	17	4	7	5	0
2019	14	7	6	1	0
2020	20	8	6	6	0
2021	15	7	7	1	0
2022	17	6	9	0	2
Totaal	**83 (100%)**	**32 (39%)**	**35 (42%)**	**13 (16%)**	**2 (2%)**

3.1.8 Business Angels fondsen buiten de ranking gevallen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoeveel BA-fondsen zijn buiten de ranking gevallen[19] of zijn in het proces afgehaakt?* Het antwoord op deze vraag is: ***De 39 aanvragen voor de BA-regeling hebben geleid tot 29 toekenningen (74%) en er zijn 10 aanvragen (26%) die niet aan eisen voldeden. Er zijn geen voostellen buiten de ranking gevallen of teruggetrokken.***

[18] Het gaat hier om aanvragen en niet om unieke fondsen. Een fonds dat twee jaar wordt afgewezen en een derde jaar wordt toegekend komt dus drie keer voor in deze tabel.

[19] Deze tekst zou gelezen kunnen worden alsof er bij de toekenningsprocedure van Business Angels sprake is van een situatie waarin alleen de *beste* voorstellen (die aan de eisen voldoen) worden gehonoreerd. Hier is echter nadrukkelijk geen sprake van. De voorstellen die aan de eisen voldoen worden gehonoreerd totdat er geen middelen meer zijn in deze periode (*"first come first served")*. De reden dat we toch voor deze bewoording hebben gekozen is omdat we willen aansluiten bij de formulering van de initiële onderzoeksvragen.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

Uit onderstaande tabel blijkt dat in de periode 2017-2022 in totaal 10 van de 39 aanvragen (26%) zijn afgewezen. We hebben geen specifiekere data ontvangen over de reden van afwijzing. Echter weten we dat de BA-regeling via een first-come-first-served principe wordt uitgevoerd en het budget elk jaar niet uitgeput is, wat betekent dat de afwijzingen op voorwaardelijke of inhoudelijke gronde zijn afgewezen.

Tabel 2: Aantal aanvragen, toekenningen en afwijzingen van aanvragen van BA-fondsen. Bron: RVO

Jaar	Aantal aanvragen	Aantal toekenningen	Aantal afwijzingen
2017	3	2	1
2018	7	5	2
2019	2	2	0
2020	6	6	0
2021	5	4	1
2022	16	10	6
Totaal	**39 (100%)**	**29 (74%)**	**10 (26%)**

3.1.9 Marktaandeel SC en BA-fondsen in markt voor vroege fase financiering

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welk marktaandeel hebben de SC- en BA-fondsen in de risicokapitaalfondsen die in een vroege fase in bedrijven investeren?* Het antwoord op deze vraag is: ***Afbakeningen van financieringsfases hebben een sterke impact op het antwoord op het bepalen van het marktaandeel van SC en BA. De SC-fondsen vormen ongeveer de helft van de Seed-financieringsmarkt in Nederland. BA-fondsen vormen 5% van de totale business angel markt in Nederland.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

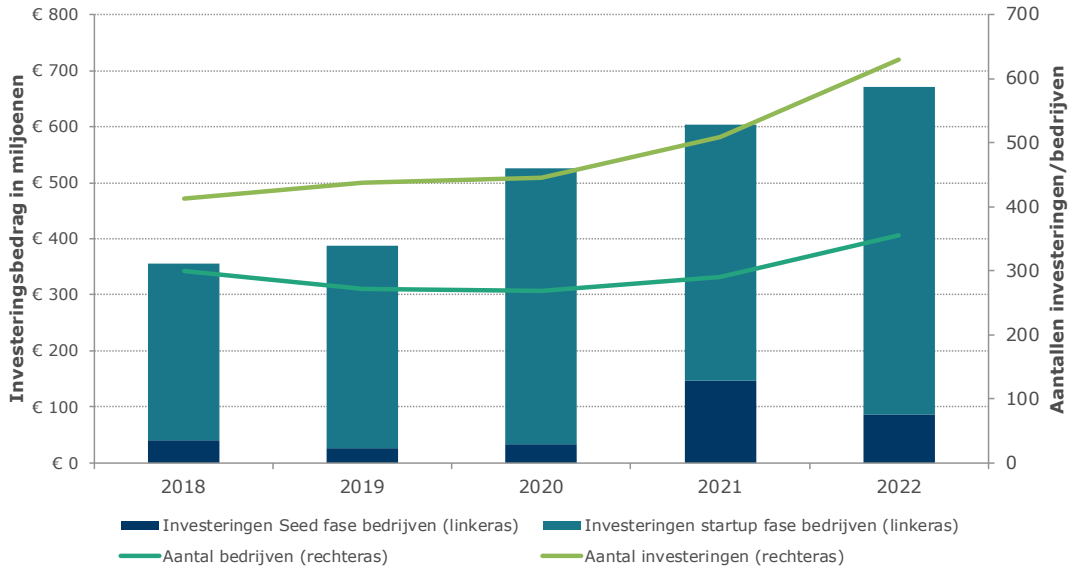
Interviews

In de interviews is een enkele keer genoemd dat de het aandeel van de SC-regelingen in tot totale markt voor risicokapitaalfondsen in Nederland vrij groot is. Voor de BA-regeling is geen goede inschatting gegeven.

Literatuurstudie

Seed Capital

De onderstaande figuur geeft een overzicht van de totale investeringen in de seed- en startupfase in Nederland in de periode 2018-2022. Volgens gegevens van InvestEurope is in de periode 2018-2022 in Nederland €332 miljoen geïnvesteerd in Seed fase bedrijven en €2.211 miljoen in startupfase bedrijven. [38]

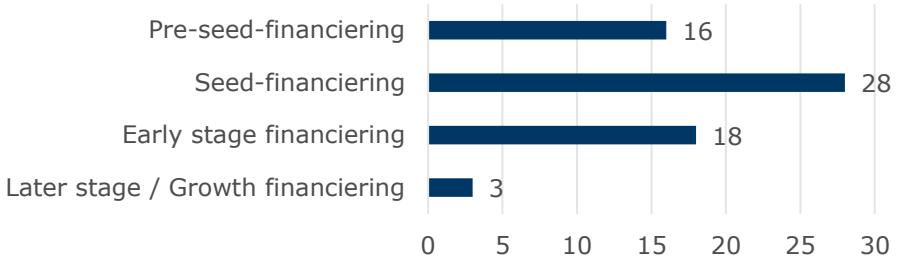


Figuur 33: Overzicht totaalmarkt seedfase en startupfase investeringen per jaar. Bron: InvestEurope bewerking door Dialogic.

De grootste uitdaging bij het bepalen van het marktaandeel is de definities die gehanteerd worden voor de verschillende fases. InvestEurope komt tot de volgende definities: [39]

- ***Seed-financiering*** *wordt verstrekt voordat de onderneming waarin wordt geïnvesteerd is begonnen met massaproductie/distributie met als doel onderzoek, productdefinitie of productontwerp te voltooien, met inbegrip van markttests en het maken van prototypes. Deze financiering zal niet worden gebruikt om massaproductie/distributie te starten.*
- ***Startup financiering*** *wordt aan bedrijven verstrekt om, zodra het product of de dienst volledig is ontwikkeld, te beginnen met massaproductie/distributie en om de eerste marketing te dekken. Bedrijven kunnen in oprichting zijn of nog korter actief zijn, maar hun product nog niet commercieel hebben verkocht. De bestemming van het kapitaal zou voornamelijk zijn om kapitaaluitgaven en aanvangswerkkapitaal te dekken.*

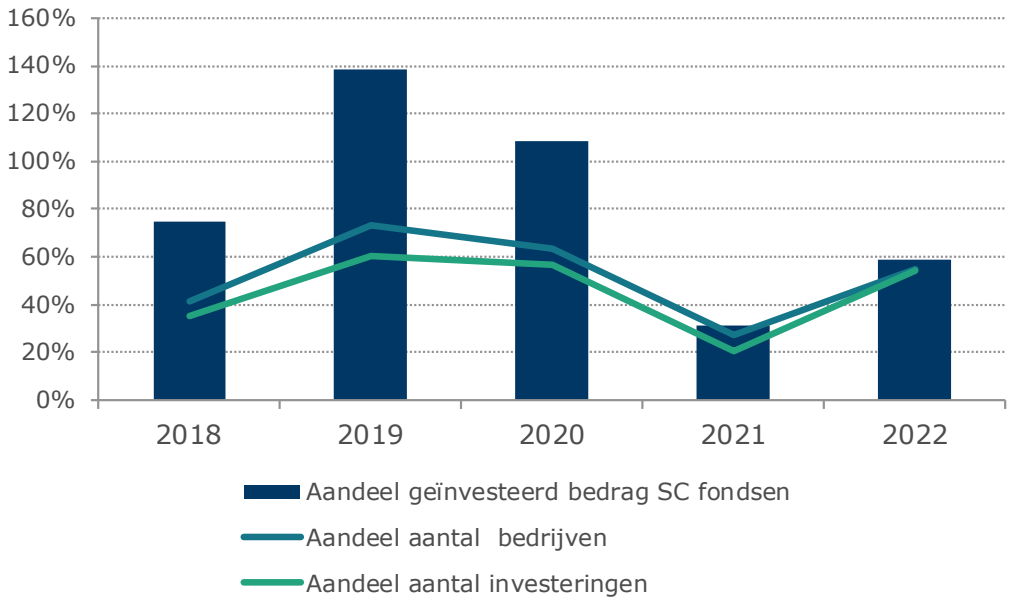
Op basis van de SC-enquête blijkt dat het merendeel van deze fondsen zich toelegt op fondsen die Seed-financiering nodig hebben. Echter, een aanzienlijk deel legt zich ook toe op participaties die Pre-seed en Early stage financiering nodig hebben.



Figuur 34: Antwoord op de vraag "Op wat voor participaties legt uw fonds zich (vooral) toe?" (n=34)

Wanneer we deze definities aanhouden hebben de SC fondsen in de periode 2018-2022 €188 miljoen in de Seed fase en €105 miljoen in de startup fase geïnvesteerd. Daarmee kunnen

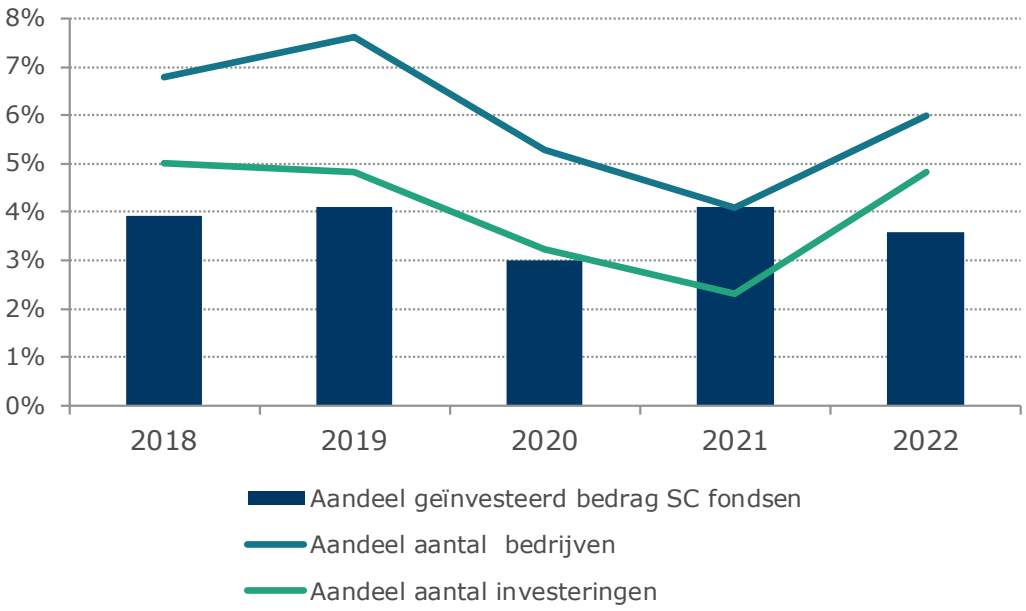
we het marktaandeel van de SC fondsen in beide marktsegmenten bepalen. De onderstaande figuur toont het marktaandeel van het geïnvesteerde bedrag, het aantal bedrijven en aantal investeringen van de SC fondsen ten opzichte van de **Seed-financieringsmarkt.** In 2019 en 2020 lijken de SC fondsen meer dan 100% van de Seed-financieringsmarkt te hebben geïnvesteerd wat betekent dat definities die InvestEurope en de SC fondsen hanteren niet perfect overeenkomen.[20] Ondanks deze onzekerheid concluderen wij dat **de SC fondsen over de periode 2018-2022 meer dan de helft van de Seed-financieringsmarkt vormen.**



Figuur 35: Marktaandeel SC fondsen in de Seed-financieringsmarkt. Bron: RVO, InvestEurope. Bewerking door Dialogic.

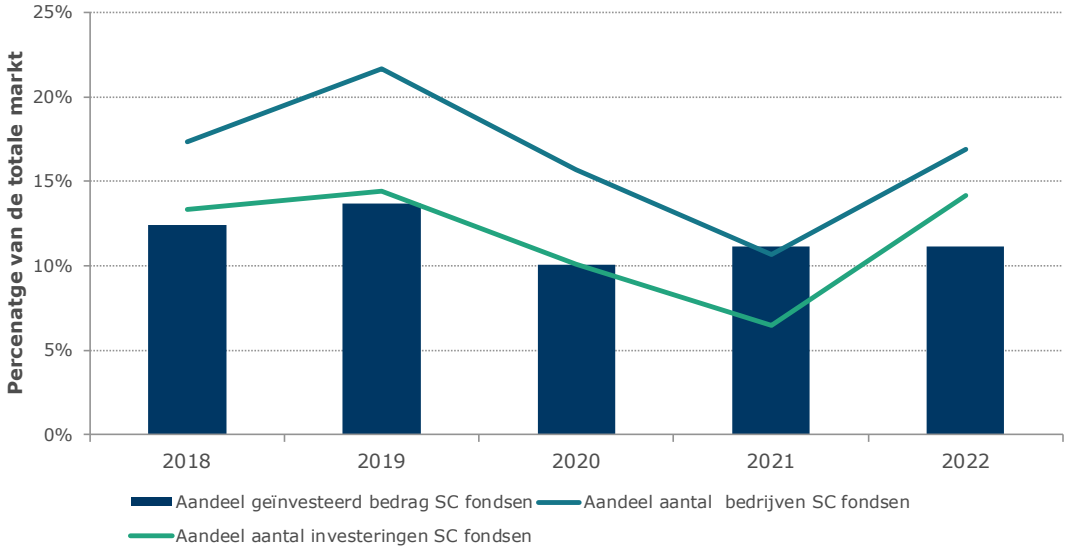
Voor de startup-financieringsmarkt geldt dat de SC fondsen jaarlijks ongeveer **4% van de startup-financiering in Nederland verzorgen,** zie onderstaande figuur. Het is opvallend dat het aandeel in het aantal bedrijven en aantal investeringen hoger ligt dan het geïnvesteerde bedrag. Dit betekent dat in de startup financiering de SC fondsen relatief kleinere tickets hebben in vergelijking met andere marktpartijen, in tegenstelling tot de Seed fase waar het aandeel in het geïnvesteerde bedrag juist hoger ligt.

[20] Wat ook kan spelen is dat het jaar waarin een investering *geboekt* wordt kan verschillen tussen beide cijfers.



Figuur 36: Marktaandeel SC fondsen in de Startup-financieringsmarkt. Bron: RVO, InvestEurope. Bewerking door Dialogic.

Wanneer we naar beide fases samen kijken, zoals in de vorige evaluatie [2], hebben de SC-fondsen in de periode 2018-2022 €292,2 miljoen geïnvesteerd (zie 3.2.1) en daarmee **11,5% van de seed- en startupfase VC markt in Nederland vormen**. Dit is opvallend omdat dit in de periode 2012-2017 nog rond de 20% lag en het kapitaal dat vanuit SC is geïnvesteerd flink is gestegen, wat betekent dat de totale VC markt nog harder is gegroeid. De onderstaande figuur geeft per jaar het percentage kapitaal, bedrijven en investeringen van de SC fondsen ten opzichte van de totale markt weer.



Figuur 37: Aandeel SC fondsen in de totaalmarkt voor seedfase en startupfase investeringen per jaar. Bron: NVP, bewerking door Dialogic.

Business Angel

In 2022 is Nederland €48 miljoen geïnvesteerd door business angel netwerken. [40] De data zijn alleen beschikbaar voor 2022 dus maken wij de assumptie dat dit bedrag de afgelopen jaren gelijk is gebleven en in de periode 2018-2022 €238,7 miljoen bedraagt (wat hoogstwaarschijnlijk een overschatting is). In de periode 2018-2022 is door BA fondsen €11,5 miljoen geïnvesteerd wat betekent dat de BA fondsen **5% van de totale business angel markt** vormen.

Alle instrumenten

Tabel 3 geeft een overzicht gegeven van het marktaandeel van alle instrumenten in de verschillende investeringsfases. Het combineren van verschillende databronnen zorgt voor een aantal uitdagingen. De totale marktgrootte van elke fase komt direct uit betrouwbare gegevens van InvestEurope. De totale investeringen van SC en BA komen direct uit de portfoliodata, maar bij DVI is alleen het totale investeringsbedrag tot en met 2022 beschikbaar. DVI-I is 10 jaar geleden opgericht en aangezien de evaluatie periode 5 jaar beslaat is voor het marktaandeel gerekend met **50% van het in Nederland geïnvesteerde bedrag**. Om het investeringsbedrag per fase te bereken is gebruikgemaakt gegevens uit de enquête. De respons voor BA en DVI was relatief laag en daardoor minder betrouwbaar dan de gegevens voor SC. Bovendien is niet zeker of het beeld dat respondenten hebben van de verschillende fases altijd overeenkomt met de definities die in de datasets worden gehanteerd. De onzekerheid is terug te zien in de resultaten aangezien het opgetelde marktaandeel van de instrumenten in de Seed fase boven de 100% komt.

Tabel 3: Marktaandeel BA, SC & DVI (2018-2022). Bron: NVP, RVO, enquête. Analyse door Dialogic.

	Seed	Start-up	Later stage venture[21]
Marktaandeel BA	<5%	<1%	<1%
Marktaandeel SC	50-60%	1-5%	1-5%
Marktaandeel DVI	40-50%	5-10%	5-10%

3.1.10 Marktaandeel andere overheidsfondsen in markt voor vroege fase financiering

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welk deel maken andere overheidsfondsen, zoals de regionale ontwikkelingsmaatschappijen en Invest-NL, van deze markt[22] uit?* Het antwoord op deze vraag is: ***Andere overheidsfondsen maken minder dan 30% van de markt voor vroege financiering uit. ROM's maken circa 15% van de VC-markt in Nederland uit. Publiek-private fondsen bijna de helft, maar de publieke bijdrage hiervan is circa 10% maar hiervan komt 8 procentpunt via DVI, SC en BA. Invest-NL schatten we op 5% van de VC-markt.*** Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

[21] In de enquête is uitgevraagd of bedrijven in later stage/growth capital financiering actief zijn. Voor de analyse is van later stage venture investeringen uitgegaan. Het aandeel in de growth capital markt was <0,1%.

[22] Met deze markt wordt verwezen naar de markt die in de onderzoeksvraag bij de bovenstaande paragraaf worden genoemd.

Literatuuronderzoek

Het aandeel van andere fondsen in de markt voor vroege fase financiering benaderen via verschillende bronnen.

- Allereerst beschrijft een artikel van het ESB de Nederlandse financieringsmarkt van 2014-2019 dat **9% van het Nederlandse risicokapitaal uit via ROM's komt (€440 miljoen)** [17]. Voor de meest recente gegevens over ROM's berusten wij op de evaluatie van de ROM's voor de periode 2016-2020 [41]. In dit rapport wordt beschreven dat **ROM's een aandeel van 15% hebben op de VC-markt in Nederland**. Opvallend is dat de ROM's een aandeel van 55% hebben in de bedrijven en 45% in het aantal investeringen en dus veel kleine tickets hebben.
- Daarnaast komt naar voren dat ongeveer gelijk aandeel (9%) stroomt via publiek-private fondsen naar bedrijven. Door een hefboom met private middelen gaat het in totaal bij publiek-private fondsen om **47% van de markt**. Als we echter kijken naar op opbouw van de publieke middelen, dan zien we dat 22 procent (van de 9%) komt van DGCIP en de rest volledig van SC, BA en DVI.
- In deze analyse is de bijdrage van Invest-NL nog nihil. In 2024 zou het aandeel dus hoger moeten liggen. In de tussentijdse evaluatie van Invest-NL [42] wordt duidelijk dat tot september 2022 Invest-NL €224 miljoen direct heeft geïnvesteerd en €380 miljoen indirect. Wanneer we dat vergelijken met de totale VC markt gegevens van InvestEurope [38] zijn de directe investeringen van **Invest-NL ongeveer 5% van de markt**.[23]

In het kader van dit vraagstuk is het relevant om de relatie tussen Invest-NL en DVI nader toe te lichten. De onderstaande box werkt dit nader uit.

Box 2. Relatie tussen DVI en Invest-NL

In 2017 is aangekondigd dat het aandeelhouderschap van het ministerie van EZK in de twee fondsen van het DVI wordt overgebracht van Oost NL naar Invest-NL. Dit betreft beheer en uitoefening van aandeelhouderschappen namens het Rijk. De advisering over de inzet van DVI ligt bij het EIF. [2] In de machtigingswet van Invest-NL stond dat de gelden van DVI zouden overgaan naar Invest-NL, maar dit is (nog) niet gebeurd. [42] ROM's en Invest-NL zijn beide publieke organisaties gericht op het financieren van Nederlandse ondernemingen, waarbij ROM's zich voornamelijk richten op kleinere tickets met €5 miljoen als maximum. Dit terwijl Invest-NL zich hoofdzakelijk richt op grotere tickets (minimaal €5 miljoen investering door Invest-NL met minstens de helft van het totaalbedrag afkomstig van een private investeerder). De tickets waarop Invest-NL zich richt zijn ook groter dan bij de SC (gemiddelde investering onder €1 miljoen [2]). Het gemiddelde investeringsbedrag voor investeringen in Nederlandse bedrijven waarin fondsen die investering van DVI hebben ontvangen hebben geïnvesteerd bedraagt €3,2 miljoen. Hierbij valt op dat bedragen boven de €7 miljoen vooral naar bedrijven in het buitenland gaan en dat de relatief kleinere investeringen naar Nederlandse bedrijven gaan. [2] Er kan dus worden gesteld dat Invest-NL zich op grotere tickets richt in vergelijking met ander beleidsinstrumentarium (ROM's, SC en DVI) en zich daarmee richt op een ander deel van de risicokapitaalmarkt [42].

[23] Hierbij is uitgegaan van de investeringen in 'Total Ventures' in Nederland in 2019-2022

3.2 Seed Capital en Business Angel participaties door fondsen

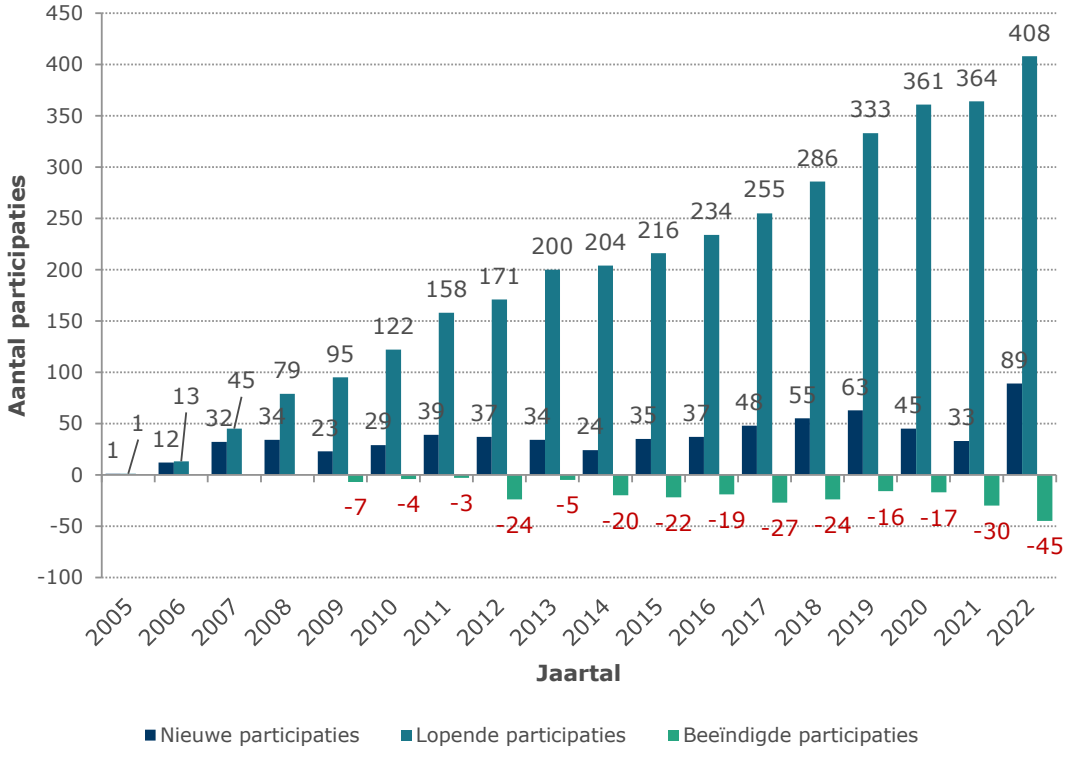
3.2.1 Aantal participaties en omvang geïnvesteerd kapitaal Seed Capital

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoeveel participaties zijn er door SC -fondsen gefinancierd? In hoeveel unieke bedrijven is er geïnvesteerd (per jaar, € mln.)? Hoe ziet de verdeling van de omvang van de investeringen die de SC-fondsen hebben gedaan in bedrijven eruit (per jaar, € mln.)?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het aantal participaties van SC-fondsen loopt op van 286 in 2018 naar 408 in 2022. Er is in deze periode in 285 nieuwe participaties gefinancierd (waarvan 244 nieuwe unieke bedrijven in de portfolio). Zie Figuur 38 voor meer details. De omvang van de investeringen loopt (met een kleine terugval in 2020) op van €44,1 miljoen per jaar in 2018 naar €75 miljoen per jaar in 2022. Zie Figuur 41 voor meer details.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

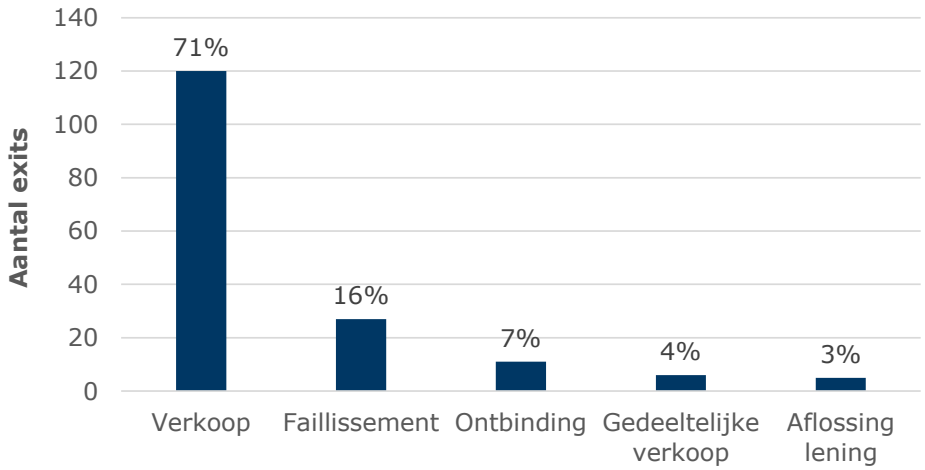
Via de SC-fondsen zijn tot en met 2022 in totaal 670 participaties gefinancierd (momenteel zijn er 408 lopende participaties). In de periode 2018-2022 werd er in 285 participaties geïnvesteerd, waarvan in 244 unieke participaties (dit zijn participaties ontdubbeld voor participaties van meerdere SC-fondsen in hetzelfde bedrijf). Er zijn in de periode 2018-2022 132 participaties beëindigd door de SC-fondsen, waarvan er 19 failliet zijn gegaan en 111 zijn verkocht.



Figuur 38: Aantal lopende, nieuwe en beëindigde participaties vanuit SC-fondsen, 2005-2022. Bron: RVO

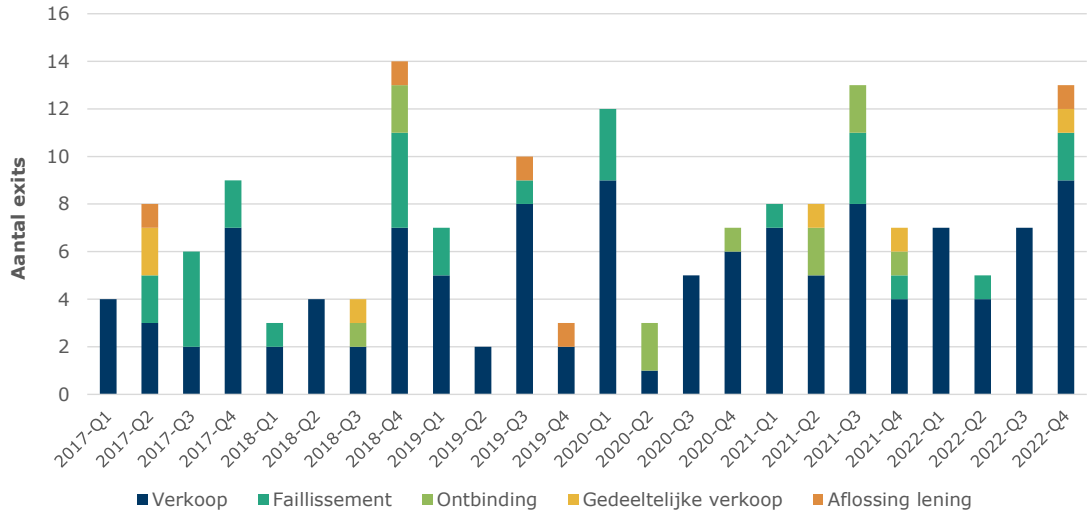
Onderstaande figuur geeft een uitsplitsing van type exits door SC- en BA-fondsen. In totaal zijn 71% van de participaties door SC-fondsen verkocht, is 16% van de participaties failliet

gegaan, is 7% van de participaties ontbonden, is 4% gedeeltelijk verkocht en heeft 3% de converteerbare lening gedeeltelijk afgelost.



Figuur 39. Uitsplitsing van type exits door SC- en BA-fondsen. Bron: RVO

Onderstaande figuur geeft het aantal en type exits door de tijd weer.



Figuur 40. Uitsplitsing van type exits door SC- en BA-fondsen door de tijd heen. Bron: RVO

Onderstaande box beschrijft een aantal voorbeelden van exits door investeringsfondsen die financiering hebben ontvangen vanuit de SC-regeling.

Box 3. Voorbeelden van exits door SC-fondsen.

- In 2023 is biotechbedrijf Synaffix uit Oss voor € 100 mln overgenomen door het Zwitserse farmaconcern Lonza. Synnafix heeft een technologie ontwikkeld voor het gericht afleveren van kankermedicijnen. Biogeneration Ventures II was samen met de BOM één van de verkopende aandeelhouders van Synaffix. [43]

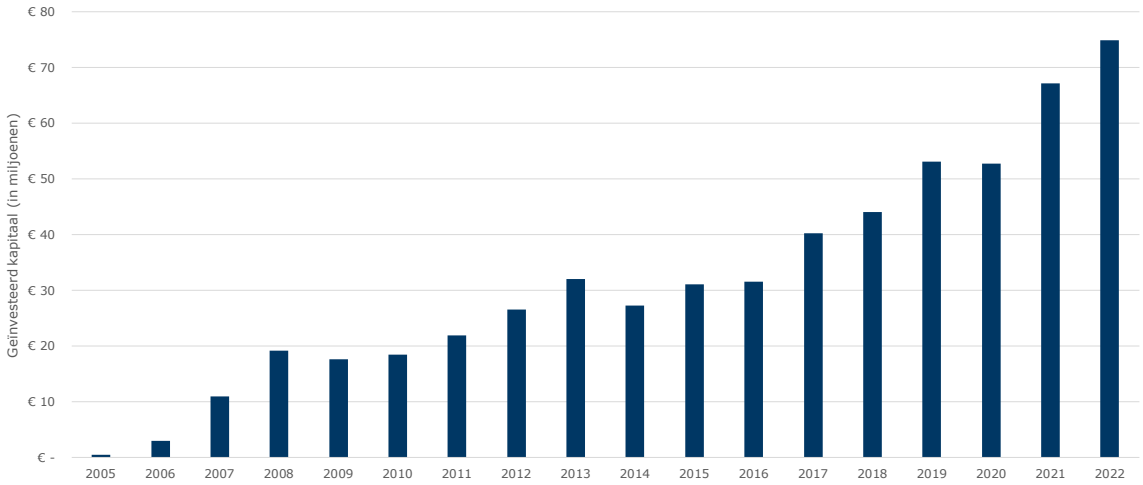
- In 2022 is de Nederlandse startup Mayht Technologies voor € 92 mln overgenomen door Sonos. De startup uit Nieuw-Vennep maakt luidsprekertechnologie die

vele malen krachtiger is dan bestaande technologie. Investeringsfonds FORWARD.one was een van de investeerders in Mayht Technologies. [44]

- In 2021 heeft investeringsfonds Thuja Capital (Thuja Capital Healthcare Seed Fund II) haar aandelen in het Utrechtse bedrijf MiLabs verkocht aan het Japanse technologiebedrijf Rigaku. MiLabs is een spin-off van het Universitair Medisch Centrum Utrecht en de TU Delft en levert optische beeldvormende apparatuur en gespecialiseerde scanners voor biomedisch onderzoek. [45] Het is onbekend welk rendement Thuja Capital heeft behaald.

- Het investeringsfonds Peak Capital, dat financiering ontving vanuit de SC-regeling, investeerde als eerste investeringsfonds in Catawiki, een online veilinghuis uit Assen. In 2020 verkocht Peak Capital de aandelen in Catawiki. Het is onduidelijk welk rendement Peak Capital hiermee heeft behaald. Wel is bekend dat Peak Capital in 2015 een belang van 5 procent had in het veilingbedrijf. [46]

Vanuit de fondsen is er voor €292,2 miljoen aan kapitaal geïnvesteerd in de periode 2018-2022 (zie onderstaand figuur). We zien dat er steeds meer kapitaal wordt ingezet, ook na een kleine terugval in 2020 (waarschijnlijk als gevolg van COVID-19) is er weer meer geparticipeerd.



Figuur 41: Totale omvang van de participaties vanuit SC-fondsen per jaar (in miljoenen), 2005-2022. Bron: RVO

Interviews

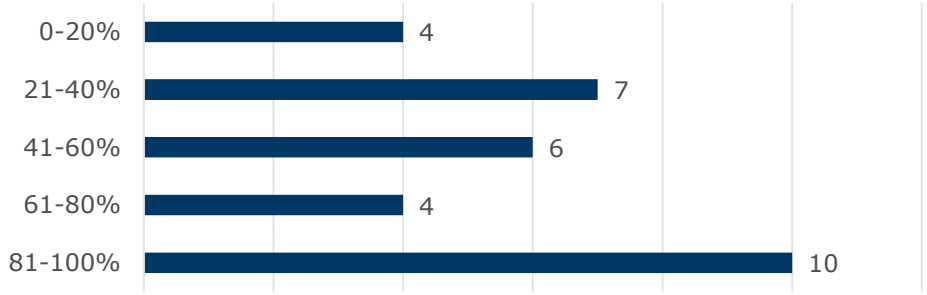
Uit de interviews met beleidsmakers en uitvoerders komt naar voren dat de omvang van de participaties binnen Seed sterk uiteen loopt. Hierbij verwijzen ze naar de voorschriften van de regeling.[24] Men geeft aan dat fondsen vaak dicht bij de grens van de gemiddelde

[24] Zoals eerder aangegeven in dit stuk is minimaal omvang van een participatie €100.000 en de maximale omvang €3.500.000. Bovendien moet binnen een fonds de gemiddelde omvang lager zijn dan €2.000.000.

participatie van €2 miljoen komen. Verder wordt aangegeven dat de omvang van participaties verschilt per sector. Bij Deep Tech of Life Sciences zal de omvang relatief hoog zijn.

Enquête

Op basis van de enquête blijkt dat het aandeel toegezegd vermogen dat is geïnvesteerd sterk verschilt tussen Seed-fondsen. De groep SC-fondsen die 81-100% van het toegezegde vermogen reeds heeft geïnvesteerd is het grootst.



Figuur 42: Antwoord op de vraag "Hoeveel procent van het door beleggers toegezegde vermogen is al geïnvesteerd?" (n=31)

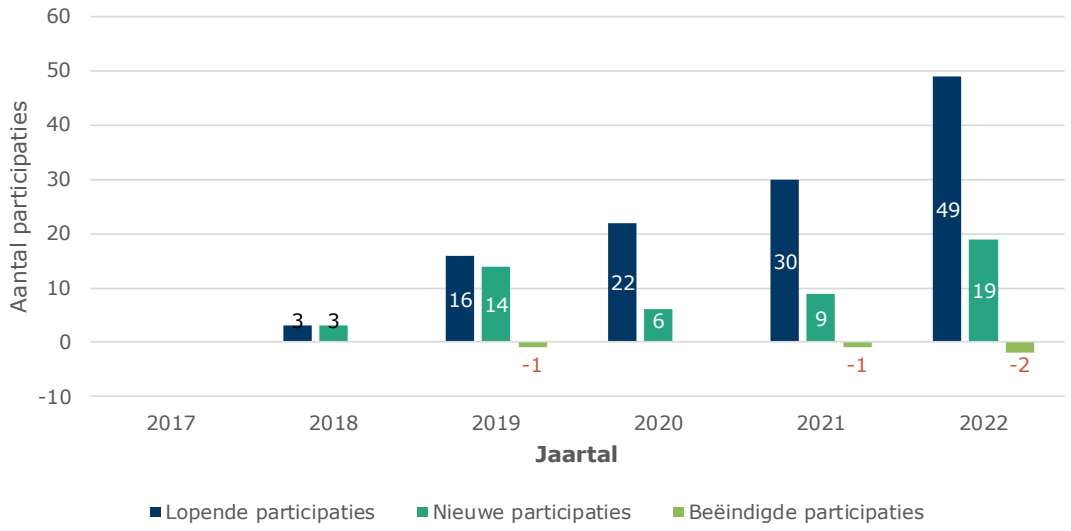
3.2.2 Aantal participaties en omvang geïnvesteerd kapitaal Business Angel

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoeveel participaties zijn er door BA-fondsen gefinancierd? In hoeveel unieke bedrijven is er geïnvesteerd (per jaar, € mln.)? Hoe ziet de verdeling van de omvang van de investeringen die de BA-fondsen hebben gedaan in bedrijven eruit (per jaar, € mln.)?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het aantal nieuwe participaties van BA-fondsen loopt op van 3 in 2018 naar 19 in 2022. Zie Figuur*** 43 ***voor meer details. De omvang van de investeringen loopt (met een flink terugval in 2020 en 2021) op van €0,4 miljoen in 2018 naar €4,4 miljoen in 2022. Zie Figuur*** 44 ***voor meer details.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

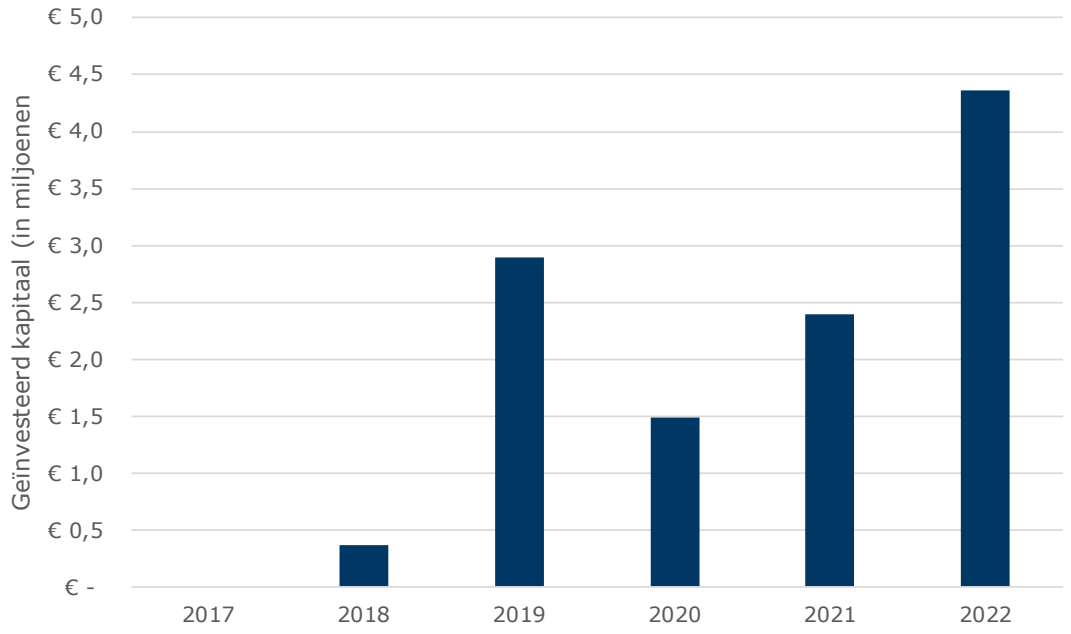
Portfoliodata

Bij de Business Angel fondsen is er vanaf 2018 geïnvesteerd in bedrijven. In totaal zijn er in de periode 2018-2022 51 participaties gefinancierd, waarvan 49 lopende participaties (participaties die nog niet zijn beëindigd door ofwel een exit ofwel een faillissement). Van de participaties waarin is geïnvesteerd, zijn er 43 unieke participaties (participaties ontdubbeld voor participaties van meerdere fondsen in hetzelfde bedrijf). Er zijn vier participaties beëindigd door de BA-fondsen, waarvan er één failliet is gegaan en drie zijn verkocht.



Figuur 43: Aantal lopende, nieuwe en beëindigde participaties vanuit Business Angel fondsen, 2017-2022. Bron: RVO

Vanuit de Business Angel fondsen is er voor €11,5 miljoen aan kapitaal geïnvesteerd in de periode 2017-2022 (zie onderstaand figuur). We zien dat er vooral sinds 2019 wordt geïnvesteerd en dat na een terugval in 2020 (waarschijnlijk als gevolg van COVID-19) er weer meer wordt geparticipeerd door de fondsen.



Figuur 44: Totale omvang van de participaties vanuit BA-fondsen per jaar (in miljoenen), 2017-2022. Bron: RVO, bewerking door Dialogic.

Enquête

Uit onderstaande grafiek blijkt dat BA-fondsen die al langer bestaan over het algemeen een groter deel van het toegezegde vermogen al hebben geïnvesteerd.

Tabel 4: Antwoord op de vraag "Hoeveel procent van het door beleggers toegezegde vermogen is al geïnvesteerd?" (n=6)

Oprichtingsjaar	Aandeel geïnvesteerd
2019	94%
2020	77%
2021	90%
2022	75%
2022	13%
2022	10%

3.2.3 Leeftijd en fase Seed Capital participatie bij investeren en exit

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoe ziet de verdeling van de leeftijd van de bedrijven die een investering krijgen van de SC-fondsen eruit, in welke (TRL) ontwikkelingsfase bevinden deze bedrijven zich (per jaar)? In welke (TRL) ontwikkelingsfase stappen SC-fondsen uit een participatie?* Het antwoord op deze vraag is: ***De leeftijd van bedrijven op het moment dat zij een participatie uit SC-fondsen ontvangen is veelal jonger dan drie jaar. Het concept TRL sluit niet goed aan bij de belevingswereld van fondsmanagers. Zij redeneren vanuit de maturiteit van bedrijven en niet van technologie.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Eerder in dit hoofdstuk toonden we de relatie tussen de leeftijdsklasse van een bedrijf en het aantal toekenningen (Figuur 27) en de relatie tussen de leeftijdsklasse van een bedrijf en het geïnvesteerde bedrag (Figuur 28). Hieruit kwam duidelijk naar voren dat het zwaartepunt ligt bij jonge bedrijven die minder dan drie jaar bestaan.

Interviews

In de interviews wordt geen concreet antwoord gegeven om deze vraag, maar het valt ons wel op dat het concept van *TRL-ontwikkelingsfase van bedrijven* slecht aansluit bij de belevingswereld van verschillende fondsmanagers. TRL-niveaus hebben primair betrekking op de mate waarin *technologie* volwassen is. Fondsmanagers redeneren veel meer vanuit de mate waarin een *onderneming* volwassen is: de business life cycle. De volwassenheid van bedrijven correleert met de volwassenheid van technologie, maar het is nadrukkelijk niet hetzelfde. Zo is innovatie in veel gevallen ook de klassieke toepassing van bestaande technologie in een andere context. Hier is sprake van een hoog TRL-niveau, maar kan er desondanks toch sprake zijn van een onderneming met een beperkte mate van volwassenheid.

3.2.4 Leeftijd en fase Business Angel participatie bij investeren en exit

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoe ziet de verdeling van de leeftijd van de bedrijven die een investering krijgen van de BA-fondsen eruit, in welke (TRL) ontwikkelingsfase bevinden deze bedrijven zich (per jaar)? In welke (TRL) ontwikkelingsfase stappen BA-fondsen uit een participatie?* Het antwoord op deze vraag is: ***Door beperkingen in de dataverwerking kunnen geen inschatting geven van de leeftijd van de bedrijven die een investering krijgen vanuit BA-fondsen. Het concept TRL***

sluit niet goed aan bij de belevingswereld van fondsmanagers. Zij redeneren vanuit de maturiteit van bedrijven en niet van technologie.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Het aantal Business Angel bedrijven is zeer klein. Dat betekent dat we tegen de eisen die CBS stelt aan de omgang met microdata aanlopen. [47] Derhalve kunnen we geen data over de leeftijd openbaar maken. De vorige figuur omtrent de leeftijd van participaties neemt de leeftijden van SC- en BA-bedrijven tezamen.

Interviews

Zie paragraaf 3.2.3.

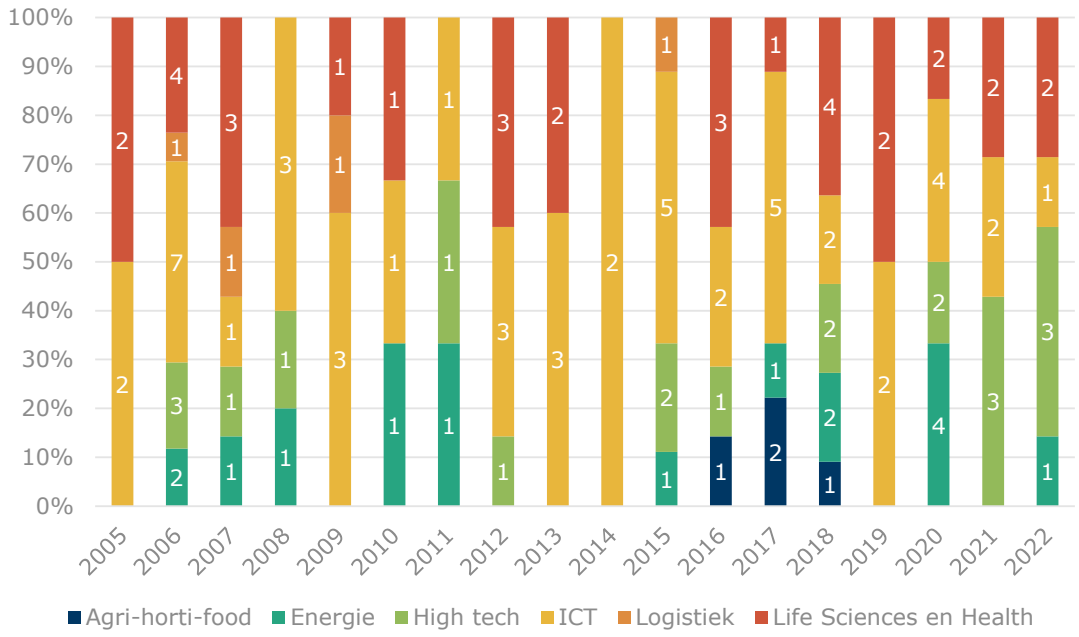
3.2.5 Sectoren waarin Seed Capital fondsen en participaties actief zijn

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *In welke sectoren zijn de fondsen en de bedrijven actief die financiering krijgen van een SC-fonds? Is hier een verschuiving waar te nemen gedurende de looptijd van de regeling?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het indelen in sectoren is lastig omdat (1) verschillende methodes een verschillende categorisering hanteren en (2) er veelal geen sprake is van de uitsluitende categorieën. Desalniettemin is duidelijk dat de ICT-sector en de Life Sciences & Health sector een grote rol spelen in de SC-fondsen. We zien de laatste jaren een verschuiving naar fondsen met een focus op High tech.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfolio

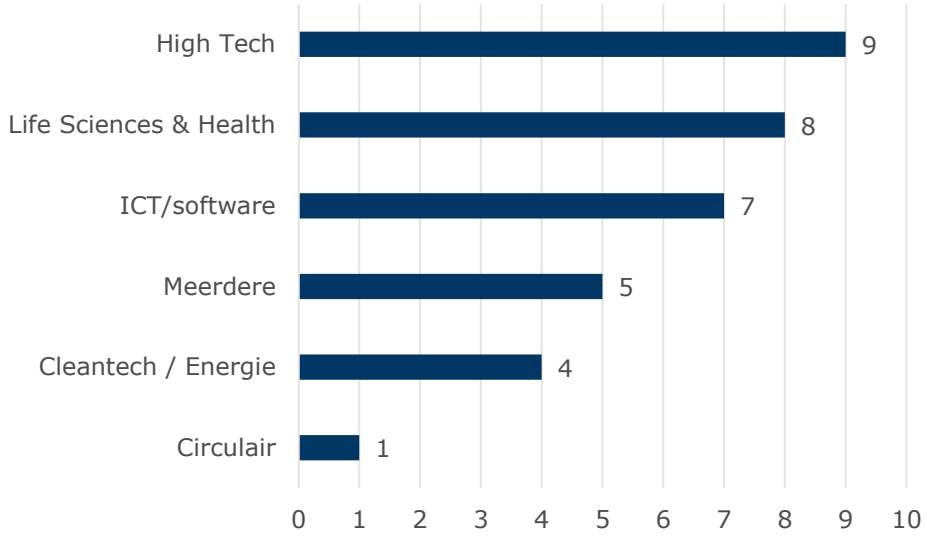
Over de hele looptijd van de SC-regeling bezien, zijn de meeste fondsen actief in de ICT-sector, gevolgd door Life Sciences & Health, High tech en Energie. Relatief weinig fondsen zijn actief in de sectoren Agri-horti-food en Logistiek. Belangrijk om te benadrukken is dat een fonds in meerdere sectoren actief kan zijn. In onderstaand figuur is te zien dat er de afgelopen jaren meer fondsen zijn gestart met een focus op High tech als sector.



Figuur 45: Sectoren waarin SC-fondsen actief zijn (naar jaar van oprichting fonds). Bron: website RVO

Enquête

Op basis van de enquête blijkt dat het merendeel van de SC-fondsen actief is in de High Tech, gevolg door Life Sciences & Health en ICT/Software. Een deel van de fondsen richt zich op meerdere technologie-georiënteerde sectoren (zoals Deep Tech en Medtech).



Figuur 46: Antwoord op de vraag "In welk domein is uw fonds actief?" (n=34)

Econometrische analyse

Tabel 5 schetst een beeld van de bedrijfstakken waarin participaties zich bevinden ten tijde van de toekenning van financiering vanuit een SC/BA-fonds. De meeste participaties behoren tot de bedrijfstak "Informatie en Communicatie". Andere bedrijfstakken die veel voorkomen zijn "Advisering, onderzoek en overige specialistische zakelijke dienstverlening" en "Industrie". Voor de meeste andere bedrijfstakken is het aantal observaties kleiner dan 10,

waardoor ze in de categorie "Overig" vallen. De totaal ontvangen bedragen per sector lopen naar rato mee met het aantal toekenningen. Het ontvangen bedrag per bedrijf per sector is hiermee gemiddeld genomen tussen alle sectoren zeer vergelijkbaar.

Tabel 5: Sector waarin SC-participaties actief zijn

Sector	Aantal	Totaalbedrag (miljoenen)
J Informatie en communicatie	180	€ 152
M Advisering, onderzoek en overige specialistische zakelijke dienstverlening	137	€ 134
C Industrie	65	€ 67
G Groot- en detailhandel; reparatie van auto's	37	€ 36
Overig	*35*	*€ 40*
N Verhuur van roerende goederen en overige zakelijke dienstverlening	13	€ 14
K Financiële instellingen	10	€ 8

Interviews en literatuur

In de interviews komt naar voren dat de sectorale focus van de fondsen over de loop van de tijd veranderd is. Het beweegt zich in de afgelopen jaren mee met de ontwikkelingen op de markt. Bij de beoordeling wordt namelijk ook nadrukkelijk meegenomen in welke mate er sprake is van additionaliteit.

Daarnaast kan er binnen de regeling door beleidsmakers gestuurd worden op sectorale voorkeuren. In de wettekst -die ruime tijd geleden is opgesteld- wordt specifiek verwezen naar life sciences. [4] In de interviews gaat het vooral over *Deep Tech*. In 2024 wordt de mate waarin de focus ligt op de Deep Tech als extra beoordelingscriterium toegevoegd in de beoordeling. [5] Indien een fondsen meer dan 75% van hun omvang gericht is op Deep Tech startups dan kunnen zijn een hogere score krijgen.

We zouden de uitkomsten van de portfolio-analyse, enquête en econometrie graag nader willen verfijnen. Het zou bijvoorbeeld nuttig zijn om ICT dieper te kunnen uitsplitsen naar Fintech, platformen, et cetera. Helaas is dat niet mogelijk en is hier ook in de gesprekken weinig kleur aan gegeven.

3.2.6 Sectoren waarin Business Angel fondsen en participaties actief zijn

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *In welke sectoren zijn de BA-fondsen en de bedrijven actief die financiering krijgen van een BA-fonds? Is hier een verschuiving waar te nemen gedurende de looptijd van de regeling?* Het antwoord op deze vraag is: **ICT, duurzaamheid en zorg zijn de grootse sectoren waarin geïnvesteerd wordt. Een ontwikkeling over de tijd is niet vastgesteld.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Literatuur

Op de website van RVO zijn alle fondsen te vinden. [48] Op basis van de teksten die op deze website staan is een analyse gemaakt van de sector waarin zij actief zijn, zie Tabel 6. Allereerst valt ons op dat het lastig is om een duidelijke sector aan te geven. Sommige partijen richten zich op meerdere sectoren, duidelijke definities van sectoren ontbreken, de toepassing van een technologie in een domein maakt meerdere interpretaties van het concept

sector mogelijk[25] en soms is er niet eens een sectorale voorkeur. Maar als we door onze oogharen heen kijken dan komen er toch vrij duidelijk drie sectoren naar voren: ICT, duurzaamheid en zorg. We zien geen patroon over de tijd.

Tabel 6. De BA-fondsen en de beoordeling van de sector waarin zij actief zijn

Naam fonds	Binnen investeringsperiode?	Sector
Arket Ventures	Ja	Duurzaamheid
BIVAXS Capital II	Ja	Software
Bloomit SEED I Fonds	Ja	Elektrische micromobiliteit
Boralis Fund III	Ja	Impact fonds
Essential Investments	Ja	Life sciences
Glass Frog Ventures B.V.	Ja	AI en SaaS
Impact Tech Ventures	Ja	Technologie
Init Power B.V.	Ja	Energietransitie
New Dawn Capital	Ja	plant-based food
Rising Star Venture Partners	Ja	klimaat- en gezondheid
Semilla Impact B.V.	Ja	milieu en betere maatschappij
StartCapital Partners II B.V.	Ja	Geen uitgesproken profilering
Tekkoo Investment II	Ja	cleantech
Tenzing Alpha	Ja	duurzaamheid, AI, digitalisering
Vectrix Seed Fund BV	Ja	software
Whizzdom BV	Ja	ICT, Healthcare, duurzaamheid
WISE BCI Seed business angel fonds	Ja	Geen uitgesproken profilering
YoV Capital I B.V.	Ja	ICT, Healthcare, duurzaamheid
BIVAXS Capital	Nee	ICT
Curie Capital B.V.	Nee	Zorg
R&D Ventures	Nee	Geen uitgesproken profilering
River Venture Partners Angel Fund	Nee	ICT

Econometrische analyse

Het aantal Business Angel bedrijven is zeer klein. Dat betekent dat we tegen de eisen die CBS stelt aan de omgang met microdata aanlopen. [47] Derhalve kunnen we geen data over de sectoren openbaar maken. De sectoren van BA-bedrijven zijn tezamen met de SC-bedrijven opgenomen in Tabel 5.

Interviews

In de interviews zijn enkele voorbeelden genoemd van fondsen en bedrijven. Ook hier zien we vooral ICT, duurzaamheid en zorg naar voren komen.

[25] Is een onderneming die zich richt op ICT-toepassingen in de zorg actief in de sector zorg of in de sector ICT? Of in beide sectoren?

Enquête

Op basis van de BA-enquête blijkt dat twee van de zes BA-fondsen zich richten op ICT/Software, één richt zich op Life Sciences & Health, één op Mobiliteit, één op Cleantech/Energie en één op Circulaire economie.

3.2.7 Diversiteit binnen participaties

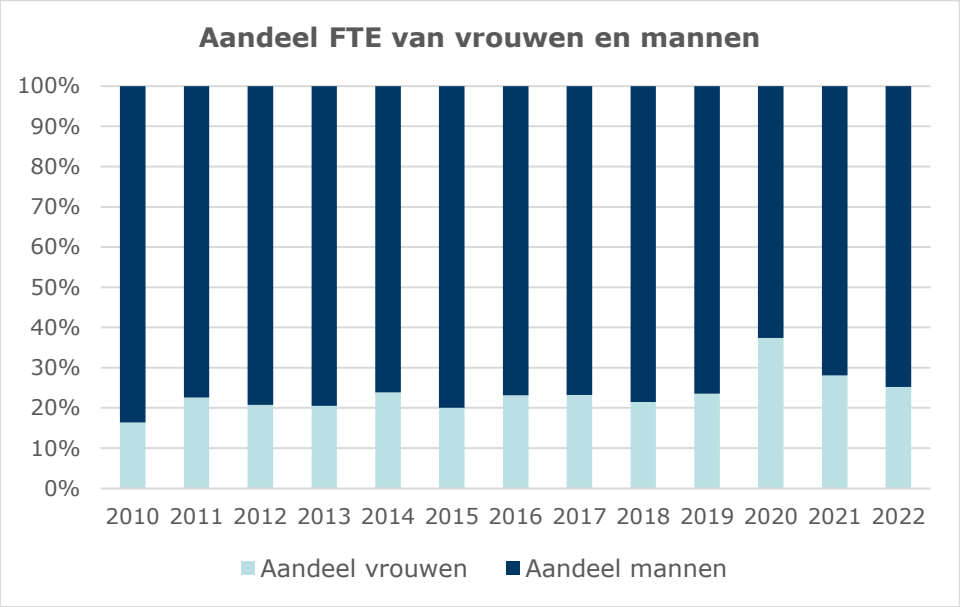
In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoe is de diversiteit binnen de participaties waar SC en BA-fondsen in investeren? Breng ten minste de genderdiversiteit bij participaties in kaart, en mogelijk ook andere variabelen t.a.v. diversiteit.* Het antwoord op deze vraag is: **De werknemers bij participaties zijn vooral man (kleine 80%), jong (grofweg 40% onder de 30 jaar; circa 5% ouder dan 54 jaar) en hoogopgeleid (kleine 80% HBO of hoger, nauwelijks alleen basisonderwijs). Fondsmanagers beoordelen een mogelijke participatie vooral op kwaliteit en minder naar diversiteit.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

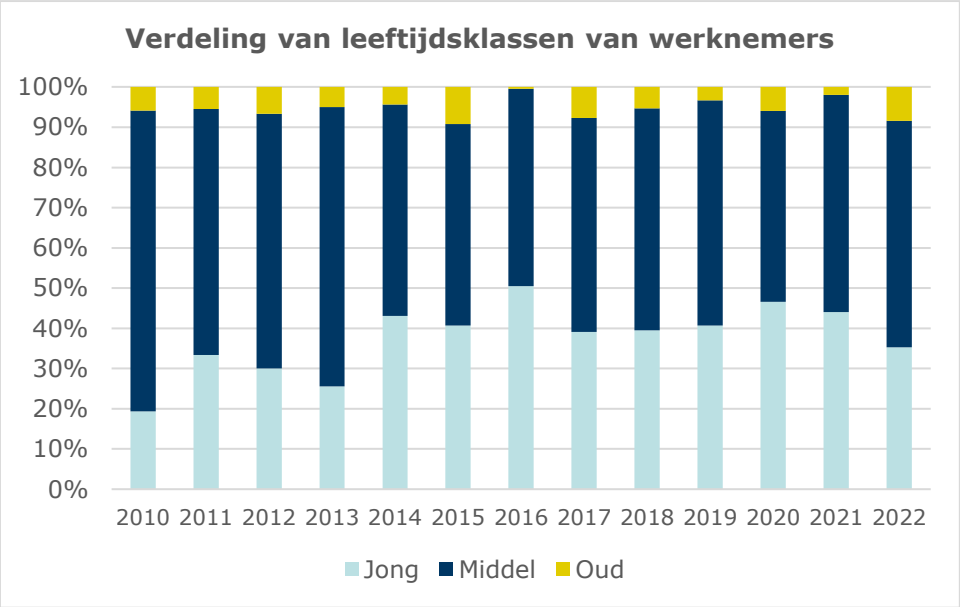
Figuur 47 toont de samenstelling van mannelijke en vrouwelijke werknemers van participaties van SC- en BA-fondsen.[26] De figuur geeft voor elk jaar weer wat de verdeling tussen mannen en vrouwen is voor bedrijven die dat specifieke jaar financiering via een SC- of BA-fonds hebben ontvangen. Hieruit blijkt dat bedrijven elk jaar grotendeels uit mannelijke werknemers bestaan en vrouwelijke werknemers de minderheid vormen. Alleen het jaar 2020 komt enigszins in de buurt van een gelijk aandeel mannen en vrouwen, waar het percentage vrouwen rond 37% is – nog altijd ruim onder de 50%. Al met al zijn het vooral dus mannelijke werknemers die actief zijn bij SC-en BA-bedrijven ten tijde van de aanvraag.

[26] We kunnen geen uitsplitsing maken naar BA-fondsen en daarom presenteren we SC- en BA-fondsen samen.



Figuur 47: Aandeel mannen en vrouwen in de werknemers bij participaties van SC- en BA-fondsen

Figuur 48 laat zien wat de verdeling is van werknemers van participaties qua leeftijd. Elke kolom is hierbij gebaseerd op het cohort bedrijven dat binnen dat jaar een investering vanuit een SC- of BA-fonds heeft ontvangen. De figuur maakt een uitsplitsing tussen jonge werknemers (<30 jaar), middel-oude werknemers (30-54 jaar) en oude werknemers (>54 jaar). Hierbij is gekeken naar het aandeel in FTE dat deze werknemers binnen een participatie werkzaam zijn ten tijde van de toekenning. Elke kolom binnen de figuur is gebaseerd op enkel het cohort bedrijven dat in dat specifieke jaar een investering heeft ontvangen. Uit deze uitsplitsing blijkt dat participaties van SC- en BA-fondsen vooral uit jonge en middel-oude werknemers bestaan. Het aandeel van jonge werknemers neemt met de jaren licht toe. Het aandeel oude werknemers blijft over de bestudeerde periode altijd klein en verandert minimaal.

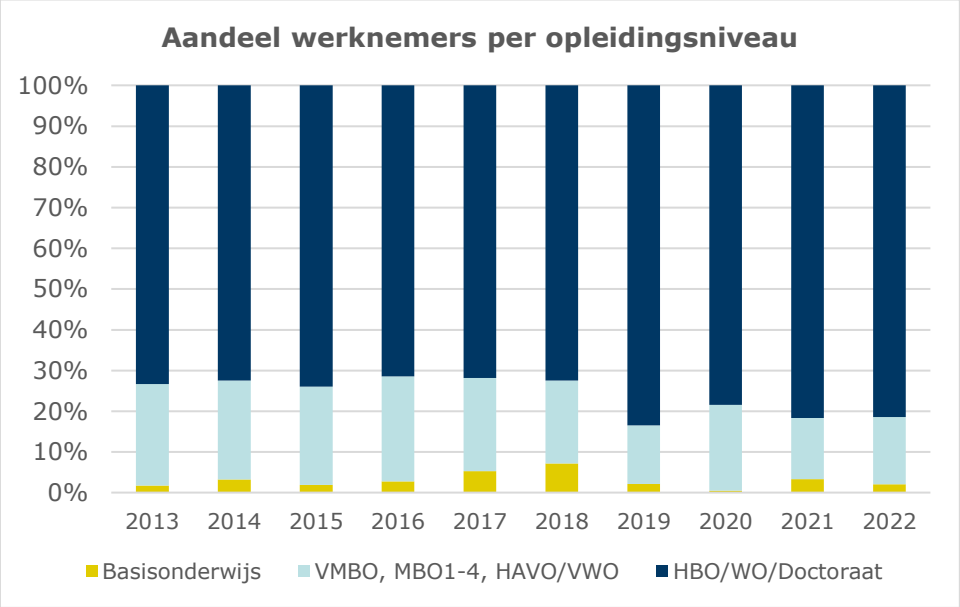


Figuur 48: Verdeling van leeftijd van werknemers bij participaties van SC- en BA-fondsen

Figuur 49 toont hoe de werknemers van participaties van SC- en BA-fondsen verdeeld zijn qua opleidingsniveau, gebaseerd op werknemers waar het opleidingsniveau van bekend is. De figuur maakt een onderscheid tussen drie opleidingsniveaus:

- basisonderwijs,
- VMBO, MBO1-4, HAVO/VWO; en
- HBO/WO/Doctoraat.

De verdeling over de opleidingsniveaus is gewogen aan de hand van het aantal gewerkte uren binnen het SC-/BA-bedrijf. Uit de figuur blijkt dat het merendeel van de werknemers een HBO/WO/Doctoraat heeft afgerond/behaald. Slechts een klein aandeel heeft minstens VMBO/MBO1-4/HAVO/VWO afgerond en een zeer klein percentage heeft geen opleiding na het basisonderwijs voltooid.



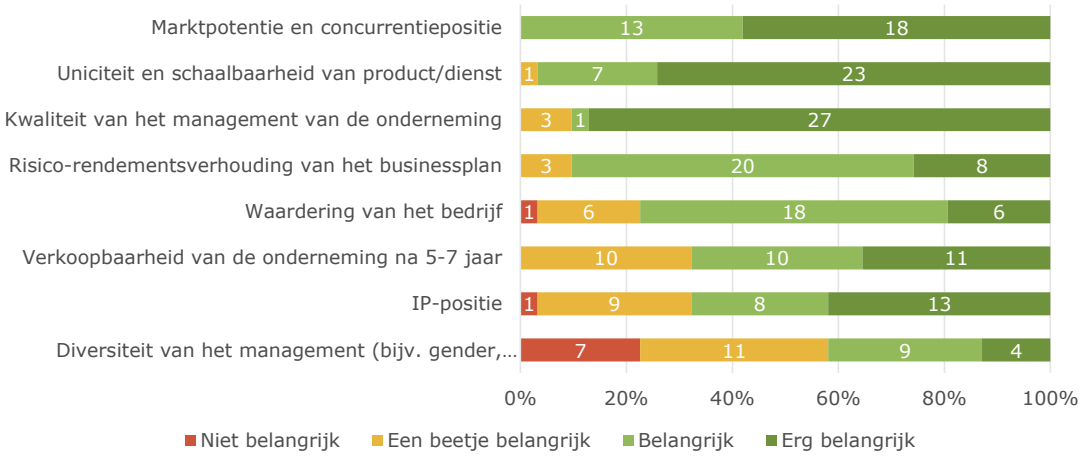
Figuur 49: Verdeling van opleidingsniveau van werknemers bij participaties van SC- en BA-fondsen

Interviews

Uit de gesprekken komt naar voren dat diversiteit de afgelopen jaren is toegevoegd aan de beoordelingscriteria en er bij de beoordeling van de fondsaanvragen dus extra aandacht voor is. Aan de andere kant wordt ook aangegeven dat de afgelopen er door marktpartijen verschillende convenanten met betrekking tot diversiteit zijn getekend. Wellicht dat delen van de markt dus al voorliepen op deze ontwikkeling. Toch horen we ook andere geluiden aan de kant van de fondsen. Zij kijken primair naar de kwaliteit van het bedrijf waarin mogelijk geparticipeerd wordt.

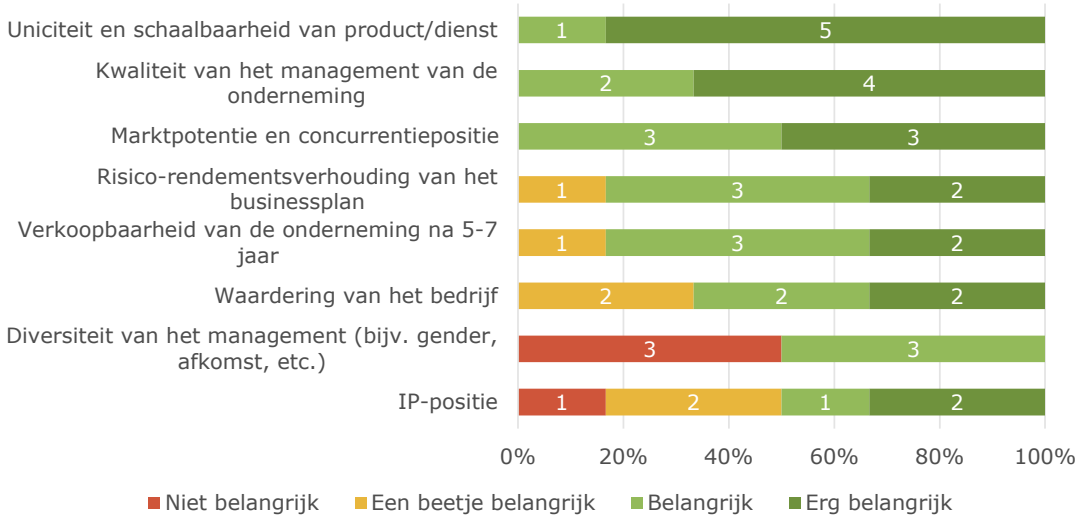
Enquête

In de SC-enquête is gevraagd naar de relevantie van selectiecriteria voor u bij het doen van investeringen. Hieruit komt naar voren dat diversiteit van het management relatief het minst relevant is bij het selecteren van participaties. De fondsmanagers kijken primair naar de kwaliteit van het bedrijf voor hun portfolio.



Figuur 50: Antwoord op de vraag "Hoe belangrijk zijn de volgende selectiecriteria voor u bij het doen van investeringen?" (n=31)

Op basis van de BA-enquête blijkt dat de uniciteit en schaalbaarheid van het product/dienst het belangrijkste selectiecriterium is voor Fondsmanagers van BA-fondsen. Ook de kwaliteit van de onderneming wordt (erg) belangrijk geacht (o.a. kwaliteit management, markt- en concurrentiepositie, risico-rendementsverhouding businessplan). Diversiteit van het management en IP-positie wordt minder belangrijk geacht.



Figuur 51: Antwoord op de vraag "Hoe belangrijk zijn de volgende selectiecriteria voor u bij het doen van investeringen?" (n=6)

Ondanks dat het geen onderzoeksvraag was, hebben we de bovenstaande enquêtevraag ook voorgelegd aan fondsmanagers van DVI-fondsen, zie Figuur 123 in de bijlage. Ook hier komt hetzelfde naar boven: de kwaliteit van de onderneming is veel belangrijker dan de diversiteit van het management.

3.2.8 Omvang potentiële doelgroep startups

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe groot is de potentiele doelgroep voor de SC en BA als we kijken naar het aantal startups/ technostarters?* Het antwoord op deze vraag is: ***De omvang van de potentiële doelgroep voor SC en BA is***

niet te bepalen op basis van dit onderzoek. Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

Het voornaamste beeld dat blijft hangen uit de interviews is dat respondenten niet goed kunnen inschatten wat de omvang van de doelgroep startup is. Er is wel duidelijk consensus over het beeld *dat* er een optimale stimuleringsimpuls is. Als er sprake is van overstimulering door dit instrument dan worden er (te veel) bedrijven ondersteund die niet levensvatbaar zijn en worden er te grote risico's genomen. Als hier sprake van is, dan is minder geld in de financieringsmarkt goed voor de creativiteit van bedrijven. Als er sprake is van onderstimulering dan hebben bedrijven met veel potentie te weinig kansen om van de grond te komen.

Daarnaast komt naar voren dat omvang van de doelgroep sterk zal verschillen tussen de verschillende inhoudelijke domeinen en dat er (hierbinnen) sterke variaties in de tijd zullen zijn. Zoals eerder aangegeven, zijn de kapitaalmarkten, na een periode van extreem lage rente, sinds eind 2022 kritischer geworden.

Enquête

In de enquête is aan managers van SC-fondsen gevraagd wat de belangrijkste belemmeringen (geweest) bij het investeren van het fondsvermogen. Circa een kwart van de respondenten geeft aan dat er onvoldoende aanvragen van goede kwaliteit waren. Eenzelfde aandeel geeft aan dat andere investeerders hogere waardering geven. Beide aspecten zijn indicatoren dat de delen van de markt op een gegeven moment oververhit waren.

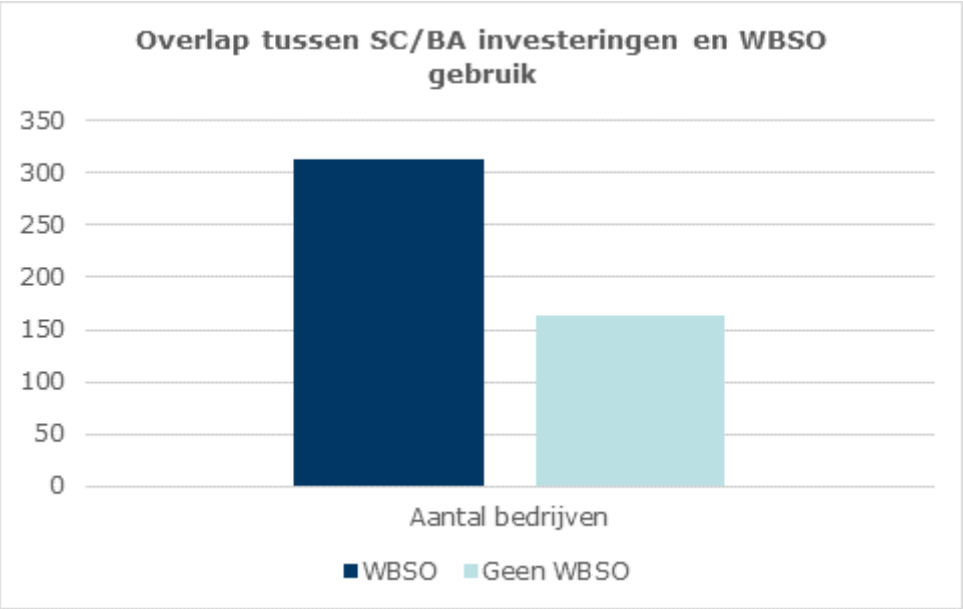
Dit beeld wordt bevestigd door de resultaten van de BA-enquête. Hierin gaven respectievelijk 2 van de 6 BA-fondsen aan dat er onvoldoende aanvragen van goede kwaliteit waren en dat andere investeerders hogere waardering geven.

3.2.9 Participaties die gebruik maken van WBSO, Innovatiekrediet of VFF

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welke bedrijven maken ook gebruik van de WBSO, het innovatiekrediet en vroege fase financiering?* Het antwoord op deze vraag is: ***Circa tweederde van de SC/BA-participaties maakt gebruik van de WBSO. Het gebruik van IK of VFF kunnen we niet inschatten.*** Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Bedrijven kunnen gebruik maken van meerdere regelingen of bronnen van financiering tegelijk. Figuur 52 laat zien in hoeverre investeringen uit SC- en BA-fondsen gepaard gaan met het gebruik van de WBSO-regeling. Uit de figuur blijkt dat circa tweederde van de SC-/BA-bedrijven naast een SC- of BA-investering ook de WBSO benut. Gelijktijdige investeringen vanuit SC-/BA-fondsen en Innovatiekrediet en/of VFF zijn zeer beperkt en vanwege het kleine aantal observaties niet te rapporteren in dit document.



Figuur 52. Aantal bedrijven dat gelijktijdig een investering vanuit SC- en BA-fondsen heeft ontvangen en gebruik heeft gemaakt van de WBSO regeling. Bron: CBS microdata.

Interviews

In de interviews is dit onderwerp niet besproken.

3.3 Dutch Venture Initiative fondsen

3.3.1 Omvang DVI-fondsen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoeveel risicokapitaal komt/is via de DVI-fondsen beschikbaar gekomen voor innovatieve en snelgroeiende ondernemingen? Wat is de uitzetting ('fund deployment') van de DVI-fondsen ultimo 2022 (in € miljoen)?* Het antwoord op deze vraag is: ***In totaal is er meer dan €3 miljard via DVI fondsen beschikbaar gekomen voor participaties. De totale grootte van de DVI-I fondsen is ruim €1.581 miljoen waarin eind 2022 ruim €1.300 miljoen (82,2%) geïnvesteerd is in participaties. Bij de DVI-II fondsen is de totale fondsgrootte ruim €2.621 miljoen en is eind 2022 in totaal ruim €1.714 miljoen (65,4%) geïnvesteerd in participaties. Het kapitaal van de DVI-fondsen dat nog niet is geïnvesteerd, wordt grotendeels aangehouden als reserve voor vervolgfinancieringen in participaties (de meeste DVI-fondsen bevinden zich buiten hun investeringsperiode).***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

Vanuit DVI-I en DVI-II is er per ultimo 2022 gezamenlijk €387 miljoen gecommitteerd (DVI-bijdrage) aan 27 verschillende investeringsfondsen. Bij DVI-I is er voor €193 miljoen gecommitteerd aan 14 fondsen en vanuit DVI-II is er voor €194 miljoen gecommitteerd aan 13 fondsen. Een aantal fondsbeheerders heeft meerdere malen financiering verkregen vanuit DVI: van de 27 fondsen waarin is geïnvesteerd, zijn er 19 'unieke' DVI-fondsen.

De grootte van gecommitteerde middelen per fonds loopt bij DVI-I uiteen van €5 miljoen per DVI-fonds tot maximaal €20 miljoen per fonds. De uitzondering is het European Angels Fund (EAF), waar €45 miljoen in werd geïnvesteerd (100% van de fondsgrootte van het EAF). Bij

de overige 13 fondsen varieert het aandelenbelang van DVI in het fonds van ruim 5% tot 26%. Als we kijken naar DVI-II, zien we dat de gecommitteerde bedragen tussen de €8 miljoen en €20 miljoen bedragen per DVI-fonds. Hiermee verschilt de DVI-bijdrage aan het investeringsbudget per DVI-fonds: van 3% belang in een DVI-fonds tot ruim 22%.

De totale grootte van de DVI-I fondsen is ruim €1.581 miljoen. Hiervan hebben de DVI-I fondsen ruim €1.300 miljoen geïnvesteerd in participaties (per eind 2022). Ongeveer 82,2% van de fondsmiddelen is dus inmiddels uitgezet. Bij de DVI-II fondsen is de totale fondsgrootte fors hoger met ruim €2.621 miljoen. Hiervan hebben de 13 DVI-fondsen met DVI-II middelen per ultimo 2022 in totaal ruim €1.714 miljoen geïnvesteerd in participaties, wat neerkomt op 65,4% aan uitgezet kapitaal door de fondsen. Het kapitaal van de DVI-fondsen dat nog niet is geïnvesteerd, wordt grotendeels aangehouden als reserve voor vervolgfinancieringen in participaties (de meeste DVI-fondsen bevinden zich buiten hun investeringsperiode).

De 27 DVI-fondsen hebben gezamenlijk een fondsgrootte van ruim €4.202 miljoen, waarvan €387 aan DVI-bijdrage. Vanuit de DVI-fondsen is gezamenlijk ruim €3 miljard aan risicokapitaal beschikbaar gekomen voor ondernemingen.

Interviews

In de interviews wordt aangegeven dat de omvang van de DVI-fondsen gemiddeld kleiner is dan bij vergelijkbare fondsen in de VS. De reden hiervoor is dat het financieringsecosysteem in Nederland minder goed ontwikkeld is dan in de VS.

3.3.2 Hefboom DVI-fondsen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Wat is de gerealiseerde hefboom?* Het antwoord op deze vraag is: ***Voor elke euro die de Nederlandse overheid in DVI-I investeert, ontvangen Nederlandse bedrijven € 4,1 aan investeringen, voor DVI-II is dat zelfs € 7,7. De doelstelling van de hefboom wordt dus ruimschoots gehaald.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Literatuuronderzoek

Bij DVI is het streven dat minimaal twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. [2] De inleg van de Nederlandse overheid staat dus niet gelijk aan de DVI-bijdrage aan fondsen, aangezien hier ook een EIF-bijdrage in zit. Bij DVI-I was de inleg van de Nederlandse overheid 66,67% van de DVI-bijdrage (€135 miljoen van de €202,5 miljoen) en bij DVI-II was dit 50% (€100 miljoen van de €200 miljoen). [49] Tot en met maart 2022 werd er door ontvingen Nederlandse bedrijven voor elke euro die de Nederlandse overheid in DVI-I investeert, ruim € 4 aan investeringen, voor DVI-II is dat zelfs € 8. [50]

Portfolioanalyse

Uit rapportages van EIF met data tot en met september 2023 blijkt dat er vanuit DVI-I fondsen in totaal voor €479 miljoen is geïnvesteerd in Nederlandse bedrijven. Hiermee is de hefboom (investeringen in Nederland afgezet tegen de Nederlandse bijdrage aan DVI) 4.1. Bij DVI-II is er vanuit de fondsen voor €674,55 miljoen in Nederlandse bedrijven geïnvesteerd, waarmee een hefboom van 7,7 is gerealiseerd.

Interviews

Ook in de gesprekken met DVI wordt genoemd dat de doelstelling van de hefboom bij zowel DVI-I als DVI-II is gerealiseerd. Hierbij wordt aangegeven dat de hefboom bij DVI-I ongeveer 4 is en bij DVI-II tussen de 7 en 8.

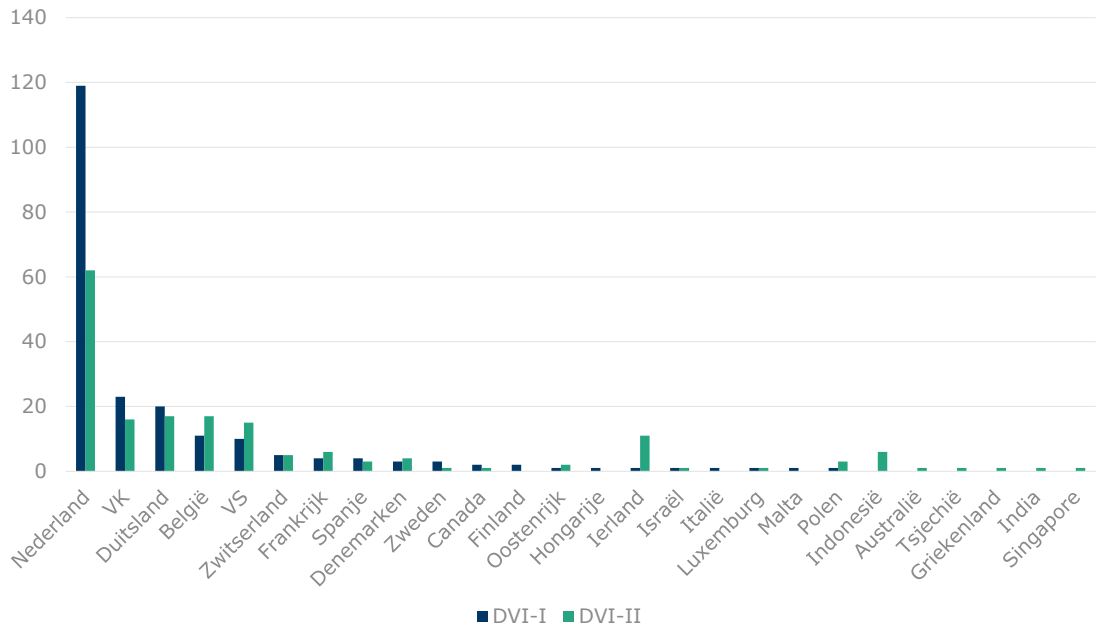
3.3.3 Geografische verdeling investeringen DVI-fondsen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Wat is de geografische oriëntatie van de DVI-fondsen? Hoe zien de "heat maps" eruit binnen Nederland en Europa?* Het antwoord op deze vraag is: ***Veruit de meeste participaties (56% in DVI-I, 35% in DVI-II) vinden plaats bij bedrijven die hun hoofdkantoor in Nederland hebben. Andere landen waar relatief veel investeringen plaatsvinden zijn onze buurlanden (VK, Duitsland en België) en de VS. Binnen Nederland ligt de focus op de Randstad en in minder mate Noord-Brabant.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

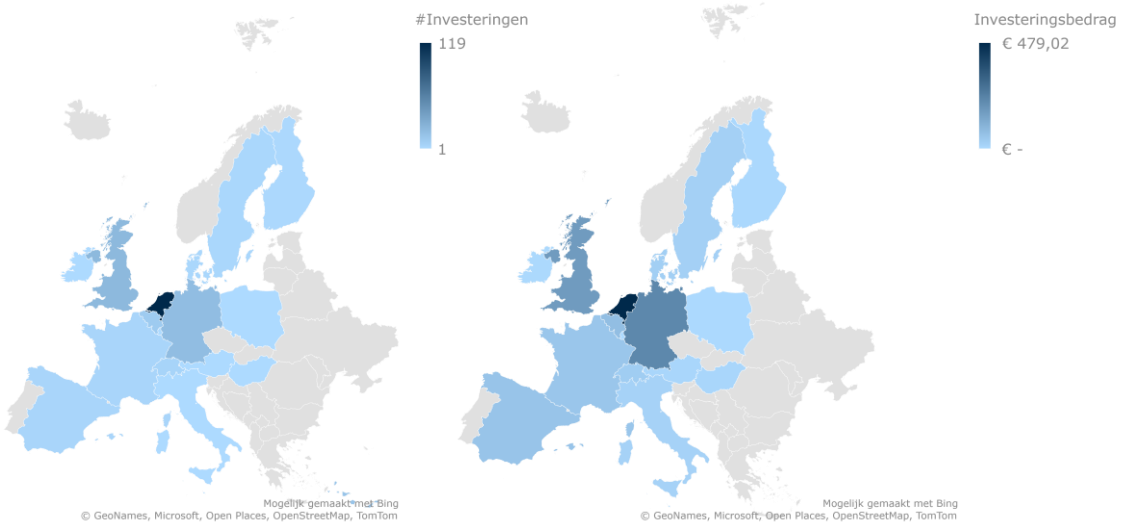
De meeste participaties door DVI-fondsen (zowel DVI-I als DVI-II) vinden plaats in Nederland. Dit is weergegeven in onderstaand figuur. Bij DVI-I zijn 119 van de 214 participaties in Nederlandse bedrijven[27] gedaan, wat neerkomt op 56% van de participaties. Bij DVI-II zien we dat het aantal participaties in Nederland wat terugloopt: 62 van de 176 participaties zijn in Nederlandse bedrijven (35%).



Figuur 53: Geografische verdeling participaties (in aantallen) DVI-I en DVI-II fondsen per ultimo 2022. Bron: EIF

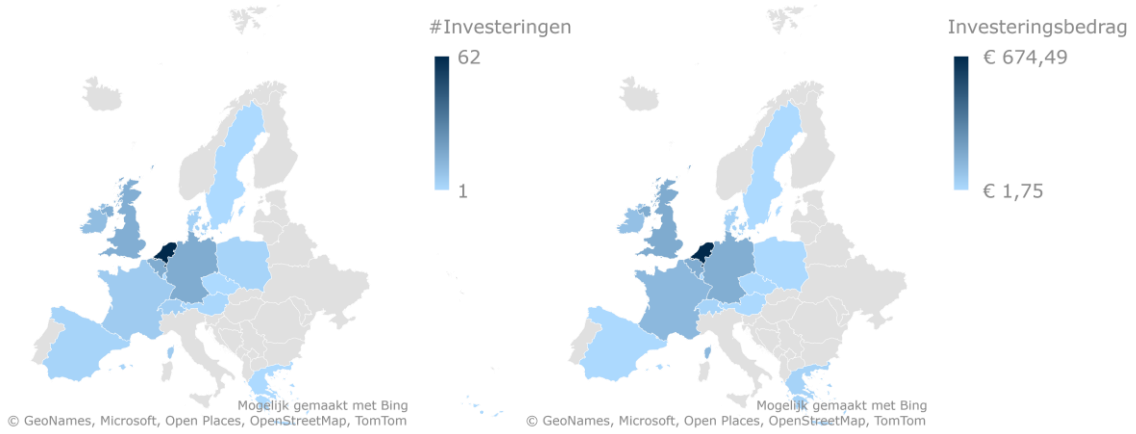
[27] Bedrijven met een hoofdkantoor in Nederland.

Onderstaand figuur toont de geografische 'heatmap' van de investeringen in Europa (zowel in aantallen investeringen als investeringsbedrag) van DVI-I fondsen. Landen buiten Europa zijn hierbij buiten beschouwing gelaten. Te zien is dat zowel qua aantallen investeringen als qua investeringsbedrag Nederland (€479 miljoen) sterk vertegenwoordigd is, gevolgd door Duitsland (€221 miljoen) en het VK (€169 miljoen). In de Verenigde Staten is voor ruim €74 miljoen geparticipeerd in bedrijven.



Figuur 54: Geografische verdeling van de investeringen in Europa (zowel in aantallen investeringen als investeringsbedrag in miljoenen €) van DVI-I fondsen

Onderstaand figuur toont de geografische 'heatmap' van de investeringen in Europa (zowel in aantallen investeringen als investeringsbedrag) van DVI-II fondsen. Landen buiten Europa zijn hierbij buiten beschouwing gelaten. Te zien is dat, zowel qua aantallen investeringen als qua investeringsbedrag Nederland (€674 miljoen) sterk vertegenwoordigd is, gevolgd door Duitsland (€168 miljoen), België (€175 miljoen) en het VK (€182 miljoen). Ook in Frankrijk en Ierland is er voor een behoorlijk bedrag (meer dan €100 miljoen) geparticipeerd. In de Verenigde Staten is voor ruim €237 miljoen geparticipeerd in bedrijven.



Figuur 55: Geografische verdeling van de investeringen in Europa (zowel in aantallen investeringen als investeringsbedrag in miljoenen €) van DVI-II fondsen

Econometrische analyse

DVI-bedrijven zijn ongelijk verdeeld over Nederland. Wanneer we kijken naar waar bedrijven gevestigd zijn ten tijde van een DVI-toekenning, blijkt dat het merendeel zich in Noord-Holland bevindt. Zuid-Holland is de tweede grootste provincie als het gaat om actieve DVI-bedrijven. Het aantal actieve bedrijven in Zuid-Holland is echter al minder dan de helft van het aantal actieve bedrijven in Noord-Holland, hetgeen laat zien dat de DVI-investeringen zeer geconcentreerd zijn een klein deel van het land. Tabel 7 laat zien wat de verdeling over de provincies is. Provincies waar het aantal bedrijven over de bestudeerde periode onder de tien[28] ligt zijn samengevoegd onder het kopje "overig". De locatie is niet voor alle bedrijven bekend. De 29 bedrijven waarvan geen locatiegegevens beschikbaar zijn uit deze tabel weggelaten.

Het is interessant om te speculeren waarom Noord-Holland zo een ontzettend groot aandeel heeft. Een aannemelijke redenering is dat dit samenhangt met de sectoren waarin DVI vooral actief is. Later in dit rapport zullen we zien dat DVI sterk gericht is op de IT-sector en relatief veel IT-bedrijven zijn in Noord-Holland gevestigd. Als we de provincies rangschikken naar het aantal werkzame ICT-ers in 2022 dan is de volgorde als volgt: Noord-Holland, Zuid-Holland, Noord-Brabant, Utrecht, Gelderland, gevolgd door de andere provincies. [51] Dit lijkt heel sterk op de volgorde die de onderstaande tabel toont.

Tabel 7: Aantal participaties per provincie[29]

Provincie	Aantal participaties
Noord-Holland	64
Zuid-Holland	28
Noord-Brabant	18
Utrecht	18
Overig	*13*
Gelderland	11

Ter aanvulling hierop staat in Tabel 8 de verdeling van de toegekende investeringen over verschillende COROP-regio's. Ook hieruit blijkt dat het overgrote merendeel van de investeringen plaatsvindt in Noord-Holland en met name in Groot-Amsterdam. Het merendeel van de COROP-regio's ontvangt minder dan 10 investeringen, waardoor deze provincies allen tezamen belanden in de categorie "overig". Bedrijven waarvan de locatie niet bekend is zijn in deze tabel weggelaten.

Tabel 8: Aantal participaties naar COROP-regio.

COROP	Toekenningen	Totaalbedrag (in miljoenen)
CR23 Groot-Amsterdam	55	€ 241
CR36 Zuidoost-Noord-Brabant	11	€ 52
CR17 Utrecht	18	€ 163

[28] In verband met eisen van het CBS kunnen we geen data weergeven waarbij de celvulling kleiner is dan tien.

[29] Doordat in de dataset van CBS niet van alle participaties locatiegegevens beschikbaar zijn, telt deze analyse op tot een lager aantal dan bij andere analyses.

Overig	68	€ 336

Interviews

Uit de interviews met fondsen komt net als bij de bovenstaande paragraaf een gemengd beeld naar voren omdat fondsen sterk verschillen. Vanuit beleidsmakers en uitvoerders wordt de discussie gevoerd dat het attribueren van een participatie in een bedrijf aan één specifiek land niet altijd eenduidig is. Zeker bij bedrijven die iets meer volwassen zijn, is er vaak sprake van een situatie waarin investeringen in bedrijven in meerdere landen neerslaan. Wellicht is het hoofdkantoor in het buitenland, maar worden er veel activiteiten in Nederland ontplooid. Bovendien kan dit ook nog eens over de tijd veranderen. Dit is een complexiteit die zij zo veel mogelijk proberen mee te nemen in hun overwegingen.

3.4 Dutch Venture Initiative participaties door fondsen

3.4.1 Aantal participaties en omvang geïnvesteerd kapitaal DVI

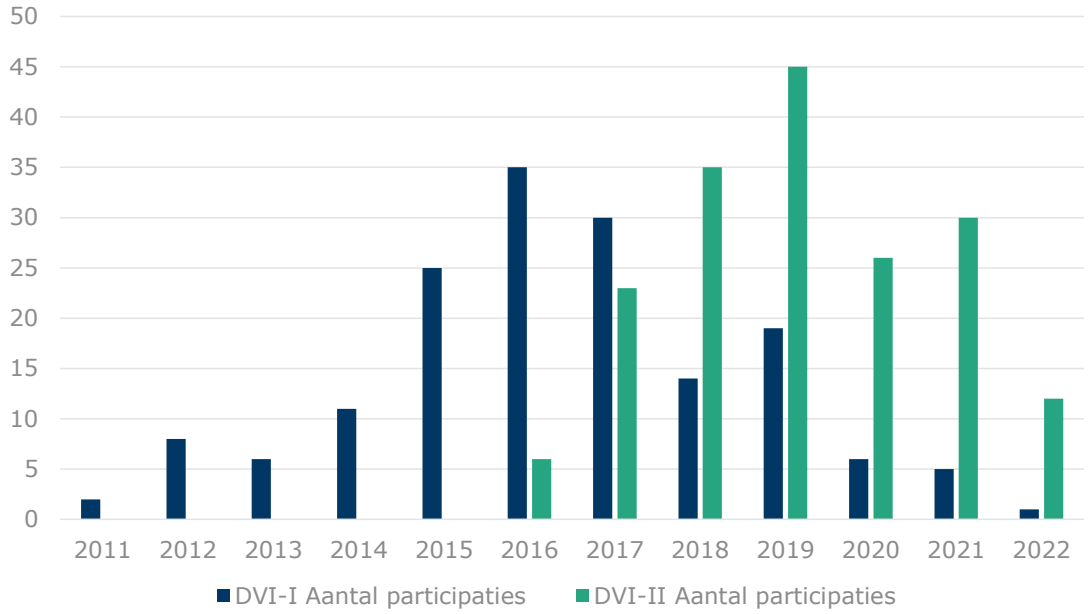
In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoeveel participaties zijn door de betrokken private risicokapitaalfondsen gefinancierd, per jaar, sinds de start van DVI?* Het antwoord op deze vraag is: ***Tot en met eind 2022 hebben in totaal 217 bedrijven groeikapitaal ontvangen via DVI-I (waarvan 121 Nederlandse bedrijven) en 177 via DVI-II (waarvan 62 Nederlandse bedrijven).*** **Zie Figuur** 56 ***voor meer details. De omvang van de investeringen van DVI-I fondsen loopt in de eerste jaren op tot €234,4 miljoen in 2016, waarna het geleidelijk terugloopt tot €47,7 miljoen in 2022. De omvang van de investeringen van DVI-II fondsen loopt ook op in de eerste jaren tot €478,4 miljoen in 2019, waarna het investeringsbedrag wisselt per jaar (€293,5 miljoen in 2022).***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

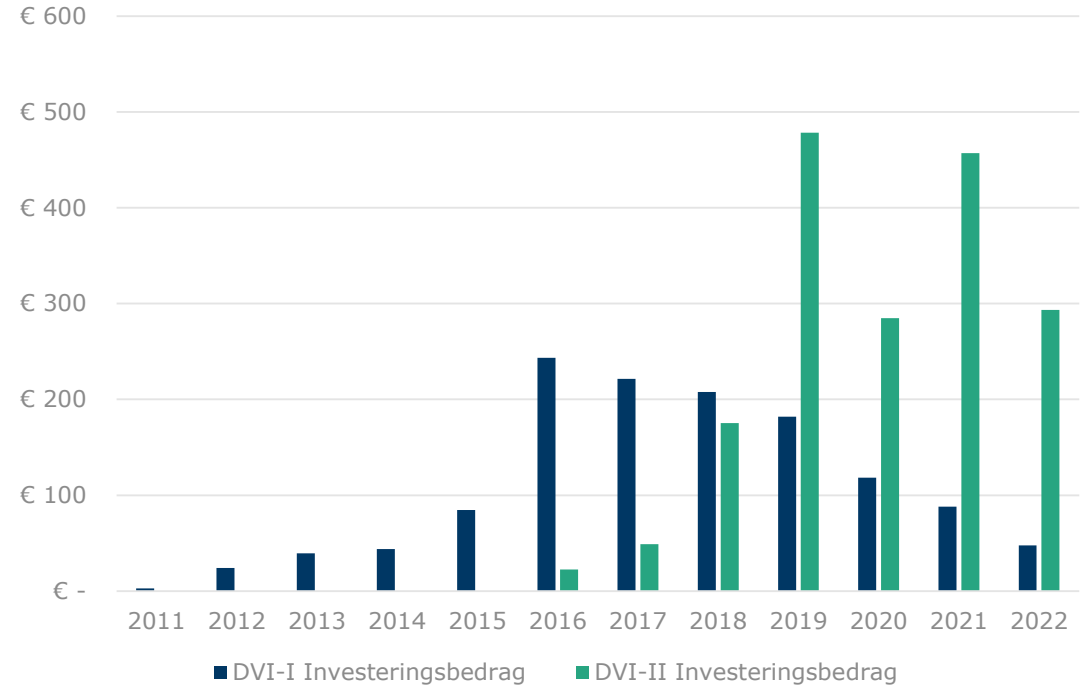
Tot en met eind 2022 hebben in totaal 217 bedrijven groeikapitaal ontvangen via DVI-I (waarvan 121 Nederlandse bedrijven) en 177 via DVI-II (waarvan 62 Nederlandse bedrijven). Onderstaande afbeelding toont het aantal participaties die zijn gefinancierd via DVI-I en DVI-II per jaar.[30] Te zien is dat het aantal participaties in bedrijven bij zowel DVI-I als DVI-II steeds meer toeneemt in de loop der jaren en op een gegeven moment ook weer afvlakt.

[30] Noot: de 52 participaties van EAF (DVI-I) zijn hier niet in meegenomen, omdat deze data niet per jaar beschikbaar was



Figuur 56: Aantal participaties van DVI-I fondsen en DVI-II fondsen. Noot: de 52 participaties van EAF (DVI-I) zijn hier niet in meegenomen, omdat deze data niet per jaar beschikbaar was. Bron: EIF

Onderstaand figuur toont het investeringsbedrag in participaties van DVI-I en DVI-II fondsen per jaar. De omvang van de investeringen van DVI-I fondsen loopt in de eerste jaren op tot €234,4 miljoen in 2016, waarna het geleidelijk terugloopt tot €47,7 miljoen in 2022. De omvang van de investeringen van DVI-II fondsen loopt ook op in de eerste jaren tot €478,4 miljoen in 2019, waarna het investeringsbedrag wisselt per jaar (€293,5 miljoen in 2022).



Figuur 57: Investeringsbedrag participaties van DVI-I fondsen en DVI-II fondsen. Noot: de 52 participaties van EAF (DVI-I) zijn hier niet in meegenomen, omdat deze data niet per jaar beschikbaar was. Bron: EIF

Interviews

In de interviews komt naar voren dat via fondsen die financiering van DVI kregen in bijna 200 Nederlandse bedrijven geparticipeerd is. Er is een aantal goede exits gerealiseerd. Over de hele linie lijkt het erop dat een groot deel van de fondsen haar financiële doelen gaat halen. Wellicht dat een klein deel van de fondsen die niet zal gaan realiseren, maar ook dit is een natuurlijke eigenschap van deze markt.

Enquête

Uit onderstaande tabel blijkt dat DVI-fondsen die al langer bestaan over het algemeen een groter deel van het toegezegde vermogen al hebben geïnvesteerd.

Tabel 9: Antwoord op de vraag "Hoeveel procent van het door beleggers toegezegde vermogen is al geïnvesteerd?" (n=6)

Aandeel geïnvesteerd	Oprichtingsjaar
100	2014
90	2015
50	2016
100	2018
98	2018
49	2021

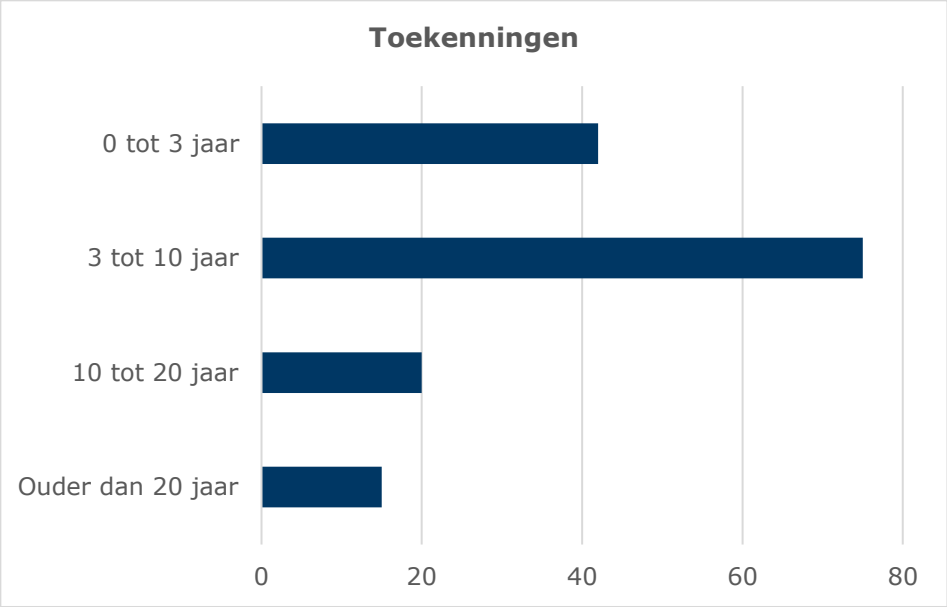
3.4.2 Leeftijd en fase van DVI participaties bij investeren

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *In welke fase investeren DVI-fondsen in een onderneming; wat is de leeftijd van de bedrijven toen zij erin investeerden?* Het antwoord op deze vraag is: ***De leeftijd van bedrijven op het moment dat zij een participatie uit DVI-fondsen ontvangen is drie tot tien jaar. Er wordt door fondsen in bedrijven in verschillende fases geïnvesteerd, waarbij early stage het sterkst naar voren lijkt te komen.***

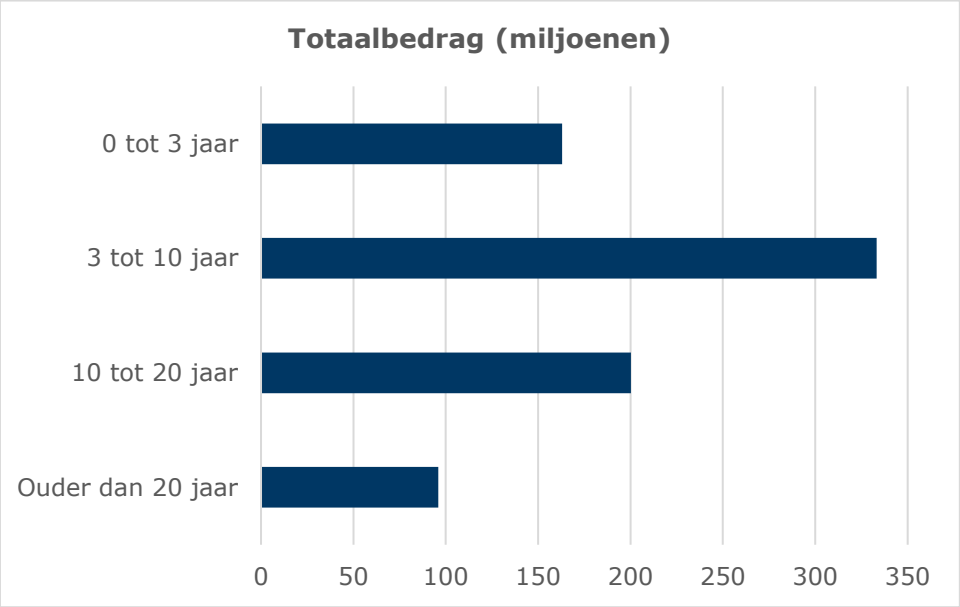
Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Figuur 58 en Figuur 59 tonen de uitsplitsingen van het aantal toekenningen en de totale bedragen van DVI-investeringen naar de leeftijdsklasse. Het merendeel van de toekenningen vindt plaats onder middel-jonge bedrijven, die tussen de 3 en 10 jaar oud zijn ten tijde van de toekenning. Naast het aantal toekenningen zijn ook de bijbehorende bedragen zijn voor deze groep het hoogste. Jonge bedrijven, die tussen de 0 en 3 jaar oud zijn, ontvangen het tweede grootste aantal investeringen uit DVI-fondsen. Voor deze groep bedrijven is echter de omvang van de gemiddelde investering relatief laag, waardoor het totaal toegekende bedrag slechts het op twee na hoogste is. Oude bedrijven, die 10 tot 20 jaar oud zijn, ontvangen een kleiner aantal investeringen, maar een groter totaalbedrag dan bedrijven die 0 tot 3 jaar oud zijn. Ten slotte ontvangen bedrijven die ouder dan 20 jaar zijn de minste investeringen en het laagste totaalbedrag.



Figuur 58. Aantal toekenningen van participaties van DVI-fondsen naar leeftijdsklasse van participaties



Figuur 59. Omvang van participaties van DVI-fondsen naar leeftijdsklasse van participaties

Interviews

In de gesprekken is dit onderwerp vrij substantieel aan bod gekomen. In gesprekken met beleidsmakers en uitvoerders wordt bevestigd dat DVI-fondsen typisch in meer volwassen bedrijven participeren dan Seed-fondsen. Ook wordt erkend dat er een duidelijke relatie is tussen enerzijds risico en leeftijd en sector anderzijds. Vroeg in de levensfase is het risico het hoogst, maar de additionaliteit van publieke instrumenten tegelijkertijd het grootst.

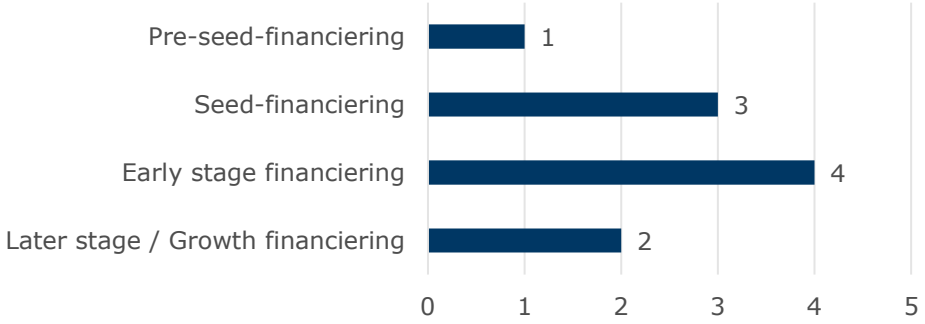
Als er gekeken wordt naar sectoren dan is Biotech overzichtelijk omdat duidelijk is welke stappen genomen moeten worden om de weg naar de markt te vinden. Dat betekent niet dat het risico laag is, maar wel dat het risico relatief voorspelbaar is. Voor Deep Tech is het lastiger om de weg naar de markt in kaart te brengen. Hierdoor is het lastiger om het

risicoprofiel in te schatten en door dit gebrek aan inzicht wordt het risicoprofiel vaak relatief hoog ingeschat.

In de gesprekken met fondsen wordt bevestigd dat het vaker gaat om participaties die meer volwassen zijn en willen opschalen. De duur van de participaties in de portefeuille verschilt per geval, maar ligt typisch op 5 à 7 jaar.

Enquête

Op basis van de DVI-enquête blijkt dat het merendeel van de fondsen zich toelegt op fondsen die Early stage financiering nodig hebben. Echter, een deel legt zich ook toe op participaties die Seed, Later stage en Pre-seed financiering nodig hebben. In vergelijk met SC en zeker met BA richt DVI zich op een latere fase, zie ook paragraaf 3.1.5.



Figuur 60: Antwoord op de vraag "Op wat voor participaties legt uw fonds zich (vooral) toe?" (n=6)

3.4.3 Desinvesteringen door DVI

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welke desinvesteringen zijn er inmiddels gedaan door DVI?* Het antwoord op deze vraag is: ***Er zijn tot en met eind 2022 bij DVI-I fondsen 74 desinvesteringen gedaan (exits) met in totaal €806,5 miljoen aan opbrengsten. Bij DVI-II zijn er 27 desinvesteringen gedaan met opbrengsten van €1.231,7 miljoen.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfolioanalyse

Er zijn tot en met eind 2022 bij DVI-I fondsen 74 desinvesteringen gedaan (exits). Deze desinvesteringen hebben gezorgd voor €806,5 miljoen aan opbrengsten. Een groot deel van de desinvesteringen is pas in recente jaren gedaan. Er zijn nog 143 actieve participaties. Bij DVI-II zijn er 27 desinvesteringen gedaan door DVI-fondsen per eind 2022 (met nog 152 actieve participaties). De opbrengsten uit deze desinvesteringen bedragen €1.231,7 miljoen. Ook hier geldt dat een groot deel van de desinvesteringen recentelijk is gedaan (2020-2022).

Interviews

In de interviews wordt aangegeven dat de markt voor verkoop van bedrijven de laatste jaren wat is afgekoeld en dat er daarom recent relatief weinig exits zijn.

3.4.4 Sectoren waarin DVI fondsen actief zijn

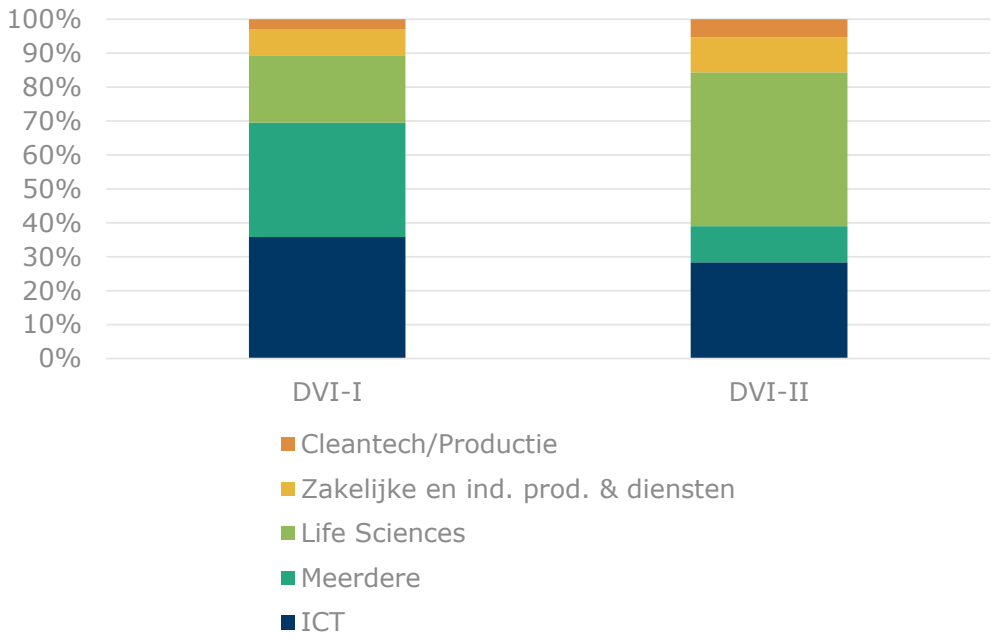
In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Op welke sectoren richten de DVI-fondsen zich (maak een verdeling naar zowel aantallen investeringen als naar*

investeringsbedrag)? Het antwoord op deze vraag is: ***Hoewel classificaties naar sectoren niet eenduidig zijn, is het duidelijk dat life sciences en ICT veruit de grootste sectoren zijn.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond. We zouden graag deze data verder uitsplitsen (zo is de categorie ICT heel breed), maar beschikken niet over die gegevens.

Portfoliodata

De sectorfocus van DVI-fondsen loopt uiteen. Sommige fondsen hebben een specifieke sectorfocus, terwijl andere investeren in meerdere sectoren. Onderstaand figuur toont het gecommitteerd bedrag (DVI-bijdrage) naar sectorfocus van de DVI-fondsen. ICT is sterk vertegenwoordigd als sector bij zowel DVI-I als DVI-II, terwijl er bij DVI-II fors meer is gecommitteerd aan DVI-fondsen met life sciences als sectorfocus.



Figuur 61: Gecommitteerd bedrag aan DVI-fondsen naar sectorfocus van DVI-fondsen. Bron: EIF

Enquête

Uit de enquête volgt dat 2 van de 5 DVI-fondsen zich richten op ICT/Software en 3 van de 5 DVI-fondsen zich richten op Life Sciences & Health. Eén DVI-fonds richt zich op meerdere sectoren.

Econometrische analyse

Onderstaande tabel geeft de verdeling van de participaties van DVI-fondsen weer over verschillende sectoren. Uit deze verdeling blijkt dat verreweg de meeste bedrijven actief zijn in de sector "Informatie en communicatie", gevolgd door de sector "M Advisering, onderzoek en overige specialistische zakelijke dienstverlening". In de meeste overige sectoren is slechts een klein handjevol bedrijven actief (<10), waardoor het niet mogelijk is om op basis van CBS-microdata een verdere uitsplitsing te bieden. Bedrijven waarvoor de sectorindeling niet beschikbaar is binnen de CBS-data staan vermeld onder het kopje "onbekend".

Tabel 10. Verdeling DVI-bedrijven over sectoren. Bron: CBS microdata

Sector	Aantal
J Informatie en communicatie	65
M Advisering, onderzoek en overige specialistische zakelijke dienstverlening	33
Overig	*22*
G Groot- en detailhandel; reparatie van auto's	18
C Industrie	14
Onbekend	29

Interviews

Uit de interviews met fondsen komt uiteraard een gemengd beeld naar voren aangezien verschillende fondsen een verschillende sectorale focus hebben. In de gesprekken met beleidsmakers en uitvoerders komt naar voren dat er sectoren verschillende eigenschappen kennen. Aan de ene kant ziet met sectoren die meer vanuit een hype worden gedreven (zoals deelscooters, flitsbezorgers en bepaalde onderdelen van FinTech) en waar het business model vrij snel niet meer interessant was. Aan de andere kant ziet men sectoren waar wel veel waarde zit (zoals Deep Tech en Life Sciences) waar het business model niet verandert, maar de waardering van bedrijven als gevolg van macro-economische cycli wel aan veranderingen onderhevig is.

3.4.5 Marktaandeel DVI-fondsen in later stage VC-markt

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Wat is het aandeel van DVI-fondsen in de later stage venture capital markt? Hoe is dit beeld in internationaal perspectief?* Het antwoord op deze vraag is: ***In de periode 2018-2022 was circa 5% tot 10% van het kapitaal dat in de latere fase financiering in Nederlandse markt werd gestoken afkomstig uit DVI-fondsen. Op mondiaal niveau maken van DVI-fondsen een zeer beperkt deel uit van de totale markt.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Eerdere analyse

In paragraaf 3.1.9 hebben we een berekening gemaakt van het marktaandeel van DVI in de periode 2018-2022. Afbakeningen van financieringsfases hebben een sterke impact op het antwoord op het bepalen van het marktaandeel, dus we moeten hier rekening houden met een flinke onzekerheidsmarge. Hieruit kwam het volgende naar voren:

- Seed fase: 40-50% van de totale markt in Nederland
- Start-up fase: 5-10% van de totale markt in Nederland
- Later stage venture: 5-10% van de totale markt in Nederland

Literatuuronderzoek

Eerder in dit rapport (Figuur 10) toonden we ontwikkeling van de mondiale omvang van de later stage venture capital markt. Als we hier de waarden voor de periode 2013-2022 bij elkaar optellen, dan schatten we dat het gaat om een bedrag van €40 miljard. De Nederlandse markt is dus slechts 6,5% van de mondiale markt. Dit maakt dat de DVI-fondsen een zeer gering deel van de mondiale markt voor later stage venture capital uitmaken.

Interviews

In een interview wordt aangegeven dat het voor fondsmanagers van Europese fondsen lastig is om een track record op te bouwen. Europese institutionele beleggers lijken nog steeds vaak te voorkeur te geven aan Amerikaanse later stage VC-fondsen, terwijl er meerdere goede Europese fondsen zijn. Verder wordt aangegeven dat de omvang van DVI-fondsen op de totale markt beperkt is.

3.4.6 Balans investeringen in 'emerging' en meer ervaren investment teams

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoe is de balans tussen investeringen in 'emerging' en meer ervaren investment teams, en hoe is de spreiding van investeringen over verschillende sectoren?* Het antwoord op deze vraag is: ***Bij DVI wordt voor zover wij kunnen achterhalen alleen gebruik gemaakt van ervaren investment teams.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In de interviews met beleidsmakers en uitvoerders is duidelijk aangegeven dat bij DVI de focus ligt op de ervaren investment teams. Men wil nadrukkelijk geen first time funds, maar partijen met ruime ervaring.

Enquête

Op basis van de enquête blijkt dat 6 van de 6 DVI-fondsen die de enquête hebben ingevuld geen first-time fonds zijn, maar dus al eerder een fonds hebben opgericht. Verder hebben 2 van de 6 DVI-fondsen een omvang tussen de € 50-100 miljoen en hebben 4 van de 6 fondsen een omvang van meer dan € 100 miljoen.

4 Doeltreffendheid

4.1 Doeltreffendheid Seed Capital en Business Angel regeling

In dit hoofdstuk komt de doeltreffendheid van de SC-regeling, Business Angel regeling en de Dutch Venture Initiative aan de orde. We kijken dus naar de mate waarin deze regelingen hun doelen hebben bereikt. Om dit causaliteitsvraagstuk te beantwoorden is een analytische blik nodig en daarmee contrasteert dit hoofdstuk met het vorige hoofdstuk dat vooral descriptief van aard was. Verder grijpen we terug op het tweede hoofdstuk waarin we duidelijk maakten wat de doelen van deze regelingen waren.

Om de doeltreffendheid te onderzoeken hanteren we verschillende onderzoeksmethodes. Conform de Teeuwes-aanpak hebben we een sterke voorkeur voor de econometrische methode. [52] Op deze manier kunnen we statistisch causaliteitsrelaties aantonen.[31] Maar deze aanpak is niet altijd mogelijk of geeft niet altijd een volledig beeld. Daarom maken we ook substantieel gebruik van interviews en enquêtes. In beide gevallen wordt aan respondenten gevraagd of zij causale effecten zijn. Op enkele plekken wordt bovendien gebruik gemaakt van de portfolio-analyse of het literatuuronderzoek.

De onderzoeksvragen over de SC- en BA-regelingen beantwoorden we samen. Dat komt omdat de beleidstheorie van de regelingen in elkaar verlengde ligt en er dus dezelfde onderzoeksvragen gesteld worden. De beleidstheorie voor beide aspecten is op het hoogste aggregatieniveau het volgende: (1) de regelingen hebben een positieve impact op fondsen, (2) de fondsen hebben een positieve invloed op participaties (3) de participaties, fondsen en regelingen hebben een positieve invloed op de bredere context (financieringslandschap, maatschappij en economie). We hebben de onderzoeksvragen ook in deze volgorde rond deze drie vermeende causale relaties geclusterd. Daarna gaan we in op enkele specifieke vraagstukken rondom de regeling.

Voor DVI kiezen we voor een vergelijkbare opzet en volgorde van het beantwoorden van de vragen. Omdat in deze evaluatie de focus voornamelijk op de SC en BA-regelingen ligt, zijn er minder onderzoeksvragen over DVI. De vragen die er zijn liggen vooral op de volgende vermeende causale relaties: (1) de fondsen hebben een positieve invloed op participaties (2) de participaties, fondsen en regelingen hebben een positieve invloed op de bredere context (financieringslandschap, maatschappij en economie).

4.1.1 Impact SC-regelingen op aantrekken private middelen door fondsen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *In welke mate heeft de publieke financiering van de SC-regelingen ertoe geleid dat de SC- en BA-fondsen ook private financiering konden aantrekken (de multiplier)? En om welke bronnen van private financiering gaat het dan (graag uitsplitsen in bijv. angel financiering, familiy offices etc.)?* Het antwoord op deze vraag is: ***De publieke financiering van SC en BA leidt ertoe dat ongeveer een gelijke hoeveelheid private financiering wordt aangetrokken. We zagen***

[31] Voor het vaststellen van de doeltreffendheid van de drie regelingen vergelijken we uitkomsten bij participaties via door deze regelingen gefinancierde fondsen met verschillende controlegroepen samengesteld o.b.v. propensity score matching. De twee controlegroepen zijn gebaseerd op (1) het gehele ABR en (2) bedrijven die in de NVP-data voorkomen. Bijlage 6 gaat in op de achterliggende werking van het matching-proces en de effectiviteit ervan. De bijlage laat tevens zien wat de matching-kwaliteit is en in hoeverre het de behandelgroepen en referentiegroepen dichterbij elkaar brengt.

voor beide regelingen ook al dat de veruit grootste bron van financiering "ondernemers, familie of vermogende particulier zijn". Uit de enquête komt duidelijk naar voren dat zonder de SC-regelingen er veel minder investeringen gedaan zouden kunnen worden. De interviews maken duidelijk hoe de SC en BA-regeling private investeringen uitlokken: (1) de condities van geldlening verlaagt het risico voor private investeerders, (2) door de geldlening wordt een fonds groter waardoor er meer schaalvoordelen zijn en (3) de due diligence van RVO is een kwaliteitsstempel waar private partijen op vertrouwen.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In de interviews wordt door alle soorten respondenten (fondsen, experts, beleidsmakers & uitvoerders) positief geoordeeld over de mate waarin fondsen privaat kapitaal kunnen aantrekken door de SC-regeling. Zonder deze regeling hadden ze geen of veel minder kapitaal kunnen aantrekken. Er zijn geen kwantitatieve inschattingen hiervan gedaan. De impact van de SC-regeling en de BA-regeling op de private financiers is drieledig:

- het risico wordt verlaagd door de wijze van waarop de middelen van de SC-regeling beschikbaar worden gesteld. (Zie hoofdstuk 2 voor een nadere toelichting hierop)
- Door de middelen vanuit de SC-regeling is er meer massa waardoor het fonds efficienter kan opereren. Met andere woorden: de kosten die het fondsmanagement maakt kunnen door meer partijen worden gedeeld.
- Doordat RVO een goede due diligence heeft gedaan is er sprake van een kwaliteitsstempel. Dit wordt versterkt doordat de SC-regeling deze woorden (due diligence) met daden (de lening) kracht bijzet. De SC-regeling heeft *skin in the game.* De SC- en BA-regelingen vragen relatief kleine private middelen, waardoor de kosten van de due diligence relatief hoog zijn. De impact van de due diligence van RVO is daarom relatief groot.

Verder wordt specifiek genoemd dat de SC-regeling vooral voor partijen die voor het eerst een fonds opzetten van grote waarde is. Ze hebben geen reputatie waarop ze kunnen terugvallen richting private investeerders. Als zij een kwaliteitsstempel krijgen van RVO, dan is het voor hen veel eenvoudiger om privaat kapitaal aan te trekken. Bovendien worden er verschillende voorbeelden gegeven van private financiers die aangeven kapitaal te willen verstrekken mits het startende fonds een succesvolle aanvraag doet op de SC-regeling. Vanuit experts wordt specifiek de vraag gesteld wat een optimale manier van stimulering van de markt is. Met de huidige structuur doe je als overheid het kostbare voorwerk (due diligence) en verstrek je goedkoop kapitaal (SC-lening) en de private financiers profiteren hiervan. In welk geval geef je deze financiers te veel voordeel? En voorkom je op deze manier dat de markt *wel* op eigen benen kan gaan staan? Er is nu immers een waardevolle regeling, maar kan er (in de toekomst) een situatie ontstaan dat deze regeling voorkomt dat de markt het zelf oppakt? En als dit situatie zich voordoet, hoe moet deze regeling dan afgebouwd worden? Directe antwoorden worden niet gegeven, maar het is in hun ogen wel belangrijk om over deze vragen na te denken.

In de discussie over de bron van de financiering, is er uiteraard sprake van casuïstiek. Voorbeelden die genoemd worden zijn grootbanken, Nederlandse beursgenoteerde bedrijven, maar ook provincies (via de ROM's) worden genoemd.

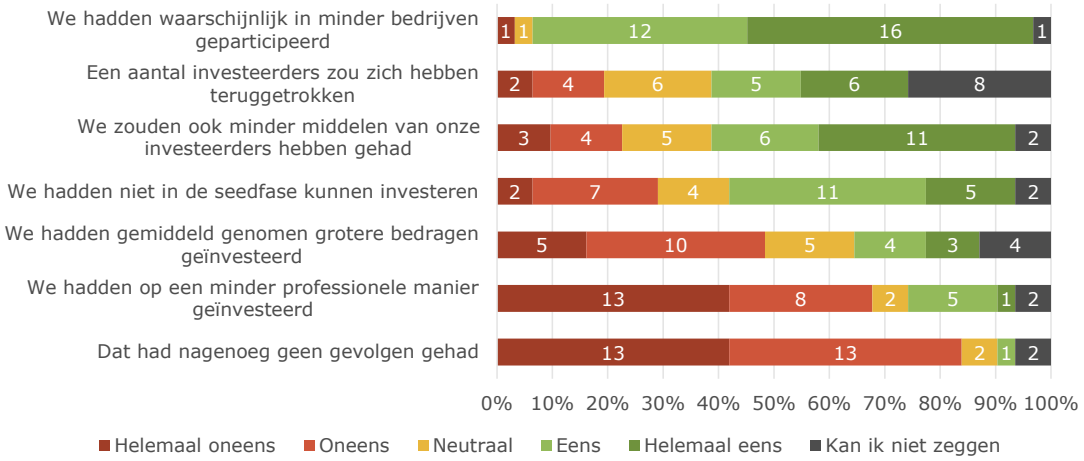
Portfolioanalyse

In het vorige hoofdstuk is uitvoerig ingegaan op multiplier. Hier nogmaals kort de conclusies:

- Voor de hele looptijd van de SC-regeling is 50,8% van het kapitaal afkomstig van private middelen en 49,2% van overheidsmiddelen.
- Voor de periode 2018-2002 is 50,3% van het kapitaal afkomstig van private middelen en 49,7% van overheidsmiddelen.

Enquête

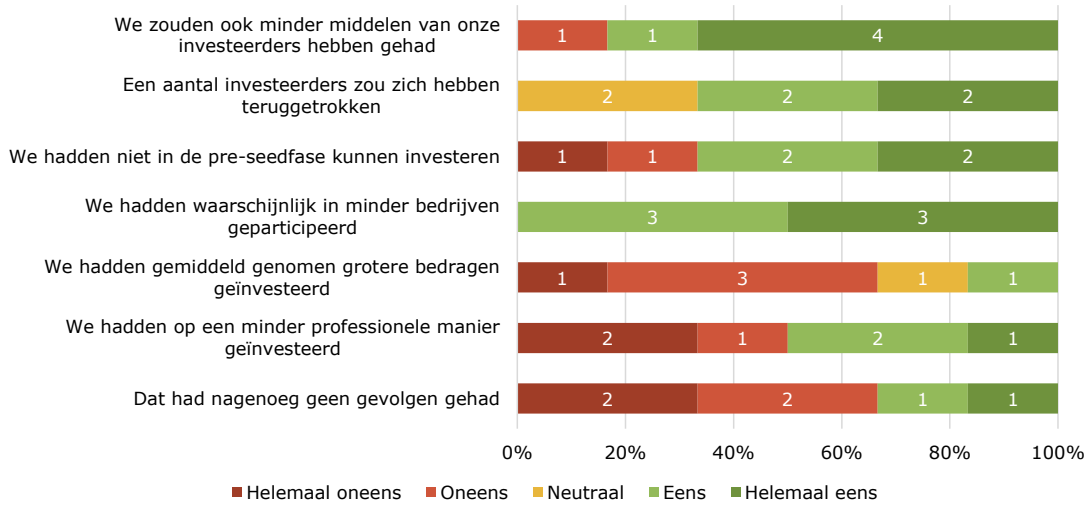
In de enquête is aan fondsmanagers van SC-fondsen gevraagd wat de impact ervan zou zijn geweest als ze geen gebruik hadden kunnen maken van de SC-regeling. Hier zijn stellingen voorgelegd over de hoeveelheid middelen van private investeerders en het aantal private investeerders. Een duidelijke meerderheid van de fondsmanagers is van mening dat dit zou hebben geleid tot minder middelen van investeerders. Als het gaat om het aantal investeerders is het beeld iets minder uitgesproken, maar nog steeds denkt een meerderheid dat het zou hebben geleid tot minder investeerders. De onderstaande afbeelding toont deze uitkomsten.



Figuur 62: Antwoord op de vraag "Stel u had geen gebruik kunnen maken van de SC-regeling. Wat had dit dan voor uw investeringsmaatschappij betekend?" (n=31)

Aan de fondsmanagers van BA-fondsen is dezelfde vraag voorgelegd. Hier komt grofweg hetzelfde beeld naar voren.

Een duidelijke meerderheid van de fondsmanagers is van mening dat dit zou hebben geleid tot minder middelen van investeerders. Als het gaat om het aantal investeerders is het beeld iets minder uitgesproken, maar nog steeds denkt een meerderheid dat het zou hebben geleid tot minder investeerders. De onderstaande afbeelding toont deze uitkomsten.



Figuur 63. Antwoord op de vraag "Stel u had geen gebruik kunnen maken van de BA-regeling. Wat had dit dan voor uw investeringsmaatschappij betekend?" (n=6)

In paragraaf 3.1.6 hebben we al laten zien wat de herkomst is van het vermogen dat in het fonds zit. Hieruit kunnen we dus de bron van de middelen afleiden. De categorie "*ondernemer, familie of vermogende particulier*" is veruit het grootste. Voor meer details verwijzen we naar deze paragraaf.

4.1.2 Impact SC-regeling op opbouw track-record fonds en aantrekken vervolgfinanciering voor nieuw fonds

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *In hoeverre hebben private fondsen een track-record kunnen opbouwen en zijn zij succesvol geweest in het aantrekken van vervolgfinanciering voor een nieuw fonds?* Het antwoord op deze vraag is: **De SC-regeling is zeer aantrekkelijk voor first time fundmanagers. Zonder deze regeling is het gebrek aan reputatie voor hen een (te) grote toetredingsbarrière om de markt van fondsmanagement te betreden. Doordat ze door een succesvol SC-fonds een track record kunnen opbouwen beginnen ze geregeld een vervolgfonds. Sommigen doen een nieuwe succesvolle aanvraag bij de SC-regeling, anderen schuiven op naar andere instrumenten (DVI of DFF) en weer anderen richten zich op fondsen met uitsluitend private middelen.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfolio

Binnen de Seed capital regeling zijn 17 gevallen van vervolgfondsen, waarvan 11 gevallen één vervolgfonds hebben en 6 gevallen twee vervolgfondsen binnen de Seed capital regeling hebben.[32] Daarnaast zijn er nog 5 gevallen waar een Seed capital fonds een vervolgfonds heeft opgericht met hulp van DVI.

[32] Bij deze analyse is gekeken naar vergelijkbare fondsnamen. Indien een fondsmanager een nieuw fonds heeft opgezet met een andere naam is dit niet meegenomen.

Interviews

Op basis van de interviews is het uiteraard lastig om een kwantitatieve inschatting te maken van de *mate waarin* fondsen een track-record hebben kunnen opbouwen. Alle drie de soorten respondenten (fondsen, experts en beleidmakers & uitvoerders) delen het beeld dat fondsen die gebruik hebben kunnen maken van de SC-regeling een track-record hebben kunnen opbouwen en hierdoor eenvoudiger een nieuw fonds hebben kunnen opstarten. Er worden enkele voorbeelden genoemd van fondsen die startten als SC-fonds en later zeer succesvolle andere fondsen opgezet hebben. Er wordt specifiek benoemd dat de SC-regeling in het bijzonder geschikt is voor first-time funds. Deze fondsen hebben, door het gebrek aan reputatie, te maken met grote uitdagingen op de private markt en worden echt vooruitgeholpen met deze regeling.

Een verrassende uitkomst van de interviews is dat wordt aangegeven dat het noemen van het fonds op de website van de RVO een zeer waardevolle bron voor leads is. Eén fonds heeft aangegeven dat circa de helft van de hun leads via die kanaal binnenkwam. Er wordt door deze fondsen een flinke besparing gerealiseerd doordat zij de acquisitie deels zelf op gang komt.

Verder valt op dat meerdere succesvolle fondsen die gebruik maakten van SC benoemd hebben dat zij bij het fonds dat zij daarna opstarten een bredere geografische focus hanteren. Niet meer alleen op Nederland, maar ook op andere landen in Noordwest-Europa. De sectorale focus blijft echter typisch wel gelijk.

Er worden verschillende vormen van vervolgfondsen genoemd in de gesprekken.

- Er kan sprake zijn van fondsen die een tweede (of meer) succesvolle aanvraag bij de SC-regeling doen. Hierover zijn de meningen verdeeld van de respondenten:
    - Aan de ene kant wordt gesteld dat het goed is dat fondsmanagers steeds beter worden in het doen van voorstellen voor de SC-regeling en zo vaker een voorstel gehonoreerd krijgen. Het toont aan dat er sprake is van het opbouwen van track-record.
    - Aan de andere kant zijn er ook respondenten die dit als een zwakte van de regeling zien omdat het succesvolle *stapelfondsen* het lastiger maken voor outsiders (zonder track record) om een aanvraag gehonoreerd te krijgen.
- Er kan sprake zijn van BA of SC-fondsen die volledig overstappen op private investeerders.
- Er kan sprake zijn van fondsen die *door de regelingen heenlopen*. Met andere woorden: Ze startten als SC-fonds, daarna startten ze een fonds via DVI, daarna maken ze bijvoorbeeld gebruik van DFF, et cetera.

4.1.3 Impact SC- en BA-fondsen op ontwikkeling participaties (algemeen)

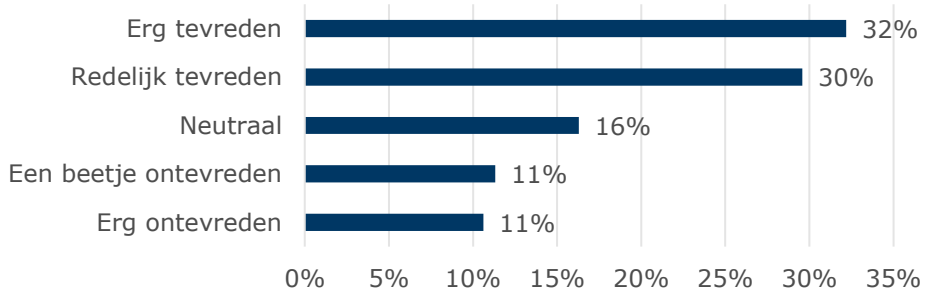
In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoe vergaat het bedrijven - over de tijd – waar SC- en BA-fondsen in geïnvesteerd hebben? Breng groei (ontwikkelfase, fte, omzet, innovativiteit, investeringen en mogelijk ook andere variabelen) voor deze bedrijven in kaart. Groeien bedrijven met SC-fonds-participatie anders dan bedrijven die een andere risicokapitaalinvestering hebben gehad? Hoe ziet dat verschil eruit?* Deze vragen overlappen met enkele vragen in de hierop volgende paragrafen. Hierin gaan we namelijk achtereenvolgens in op de ontwikkeling van de omzet, werkgelegenheid, innovatie en vervolgfinanciering van participaties. Daarom gaan we in deze paragraaf alleen in op het algemene beeld.

Het antwoord op deze vraag is: ***Managers van SC-fondsen zijn redelijk tevreden over hun participaties.*** **Managers van BA-fondsen zijn relatief minder tevreden over de ontwikkeling hun participaties dan SC-fondsen.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

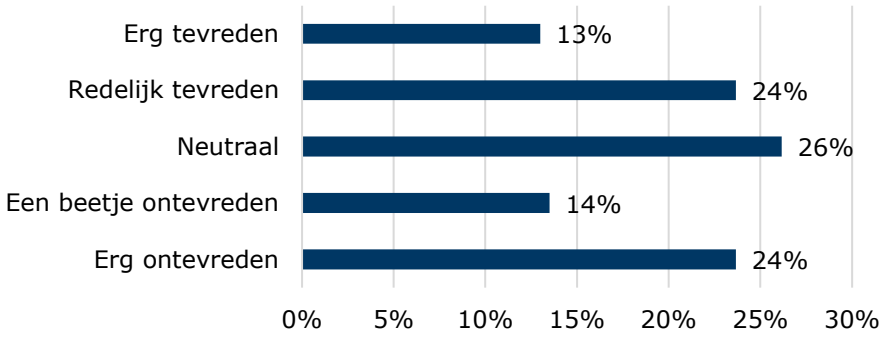
Enquête

Op basis van de SC-enquête komt naar voren dat fondsmanagers van SC-fondsen redelijk positief zijn over hun investeringen. Het blijkt dat de SC-fondsen voor 32% van de bedrijven waarin zij hebben geïnvesteerd erg tevreden zijn. Voor 30% van de bedrijven zijn zij redelijk tevreden. Voor 16% kijken zij hier neutraal tegenaan. Voor 11% van de bedrijven waarin SC-fondsen hebben geïnvesteerd zijn zij respectievelijk redelijk en erg ontevreden.



Figuur 64: Antwoord op de vraag "Hoe tevreden bent u over de ontwikkeling van de bedrijven waarin u heeft geïnvesteerd?". Percentages vertegenwoordigen gemiddelden (n=31)

Opvallend is dat de managers van BA-fondsen aanzienlijk minder positief zijn over hun participaties dan de managers van SC-fondsen. Hier is slechts 13% van de managers erg tevreden en 24% redelijk tevreden. Erg ontevreden is een grote categorie met 24%. Mogelijk kan het verschil tussen de tevredenheid verklaard worden doordat het in de pre-seed fase nog lastiger is om de potentie van een onderneming te beoordelen.



Figuur 65: Antwoord op de vraag "Hoe tevreden bent u over de ontwikkeling van de bedrijven waarin u heeft geïnvesteerd?" (n=6)[33]

4.1.4 Impact SC- en BA-fondsen op omzet participaties

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welke omzet hebben de bedrijven met een participatie van een SC- of BA-fonds op dit moment en hoe verliep deze in de loop van de tijd?* Het antwoord op deze vraag is: ***Bedrijven die een participatie uit een SC/BA-fonds ontvangen laten vanaf dat moment een sterkere omzetgroei zien dan vergelijkbare Nederlandse bedrijven. Maar ook in vergelijk met bedrijven die financiering krijgen vanuit een ROM laten deze SC/BA-participaties een sneller omzetgroei zien.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

De ontwikkelingen in omzet worden gemeten aan de hand van gegevens afkomstig van de btw-aangiften van bedrijven. Hier zijn gegevens voor beschikbaar voor de periode 2010-2022. Bijlage 7 biedt een gedetailleerd overzicht van de methodologie achter deze effectenmeting. Tabel 11 bevat de geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op de omzet van participaties. We tonen de effecten van een SC-/BA-investering op verschillende peilmomenten nadat de investering heeft plaatsgevonden. Deze peilmomenten lopen vanaf één jaar na de investering tot en met vijf jaar na de investering. Tevens nemen we in de tabel op wat het behandeleffect is vanaf het jaar vóór de investering tot het jaar van de investering: Dit effect is nihil en niet statistisch significant, hetgeen laat zien dat bedrijven die een SC-/BA-investering hebben ontvangen zich in elk geval tot het moment van de investering identiek ontwikkelen aan de referentiegroepen bedrijven die geen SC-/BA-investering ontvangen.

Uit Tabel 11 blijkt dat SC-/BA-bedrijven in het algemeen een hogere omzet behalen dan vergelijkbare bedrijven die geen SC-/BA-investering ontvangen. Dit effect is na 1 jaar en na 5 jaar statistisch significant. Op de overige peilmomenten is het effect positief, maar vanwege het gebrek aan statistische significantie enkel indicatief te noemen. Wanneer we

[33] Een goede lezer zal zich wellicht afvragen hoe het kan dat er een score wordt gehaald van 13% op *erg tevreden* terwijl er maar zes respondenten zijn. Intuïtief zou de minimale resolutie dan (100%/6=)16,67% moeten zijn. De reden dat dat hier niet zo is, is omdat aan respondenten is gevraagd om voor al hun participaties aan te geven over welk percentage men *erg tevreden* is, welk percentage *tevreden*, et cetera. De score die worden weergegeven zijn de gemiddelde waarde die is ingevuld.

ROM/NVP bedrijven als referentiegroep nemen, is een vergelijkbaar patroon te zien: SC-/BA-bedrijven presteren in de jaren na de investering beter dan de referentiegroep. In deze vergelijking is het effect na 2 jaar en na 5 jaar statistisch significant, en op de overige peilmomenten vooral indicatief.

De mediaan van de omzet ten tijde van een SC-/BA- investering is ongeveer €140.000. Een geschat behandelingseffect van 0,2 komt voor zo'n mediaan bedrijf overeen met een additionele omzet van circa €30.000. Een geschat behandelingseffect van 0,4 komt overeen met een extra omzet van circa €70.000. De impact van een SC-/BA-investering is dus economisch relevant.[34]

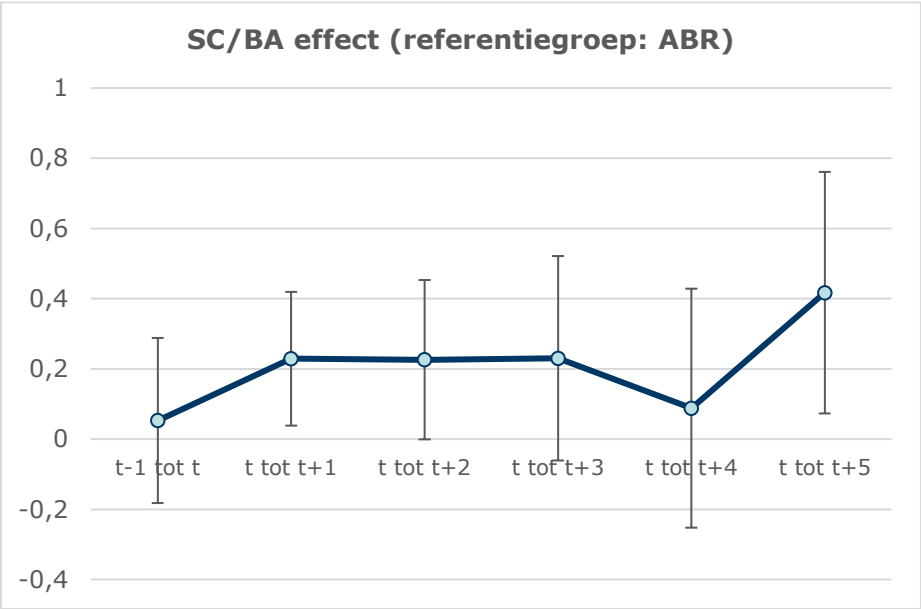
Tabel 11: Geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op omzet van participaties

Omzet: log(omzet)	**Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)**					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
SC/BA effect	0.053 (0.143)	0.229** (0.116)	0.226 (0.138)	0.230 (0.177)	0.088 (0.207)	0.417** (0.209)
N (aantal bedrijven)	928	928	736	608	424	320
R2	0.088	0.112	0.205	0.234	0.263	0.360
	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (ROM)					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
SC/BA effect	0.230 (0.165)	0.214 (0.138)	0.415*** (0.156)	0.314 (0.189)	0.067 (0.222)	0.542** (0.263)
N (aantal bedrijven)	628	628	528	421	330	253
R2	0.061	0.195	0.280	0.322	0.335	0.441

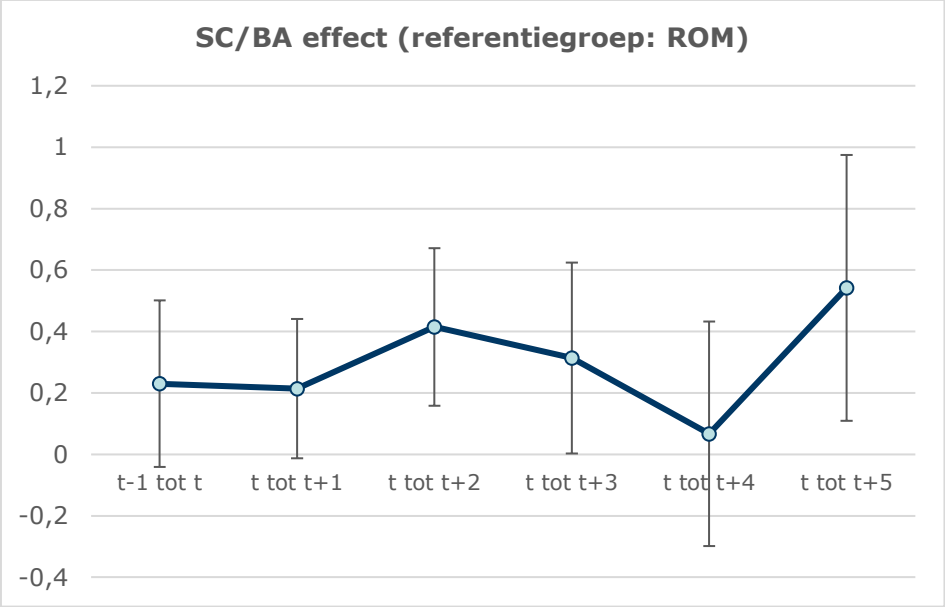
CBS Microdata (2024), bewerking (SEO, 2024)

*Noot: Alle modellen zijn inclusief bedrijf- en jaar fixed effects. Standaardfouten tussen haakjes. Significantieniveaus: * 10%, ** 5% en *** 1%.*

[34] Bedrijven groeien gedurende de tijd door. De economische impact van SC-/BA-investeringen neemt daardoor toe naarmate we verder na het moment van de investering kijken.



Figuur 66: Visuele weergave van geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op omzet van participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven uit het Algemene Bedrijvenregister. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.



Figuur 67: Visuele weergave van geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op omzet van participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven die vanuit een ROM een financiering ontvingen. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.

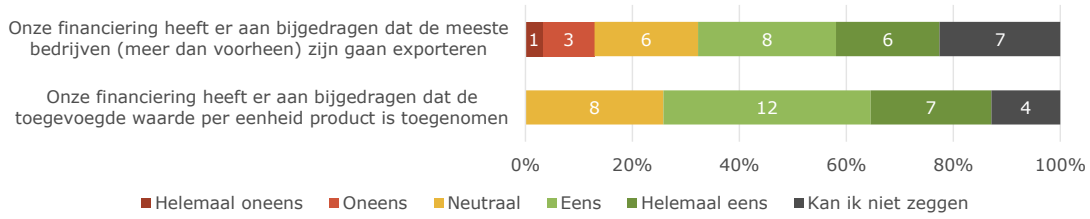
Figuur 66 en Figuur 67 geven de geschatte behandelingseffecten grafisch weer. De blauwe lijn toont het geschatte effect, terwijl de zwarte verticale balken een 90% confidence band laten zien. In deze grafiek is te zien dat het behandeleffect al zichtbaar is in het eerste jaar na de investering en relatief vlak blijft. Na een periode van vijf jaar neemt het behandeleffect toe en presteren SC-/BA-bedrijven gemiddeld genomen aanzienlijk beter dan de referentiegroep. Dit patroon is zichtbaar zowel wanneer de referentiegroep uit bedrijven uit het gehele ABR bestaat als wanneer de referentiegroep is samengesteld uit ROM-bedrijven.

Interviews

In de interviews is aangegeven dat de omzet van bedrijven met een participatie gedurende de looptijd van het fonds wordt gemonitord. Er zijn geen kwantitatieve schattingen gegeven.

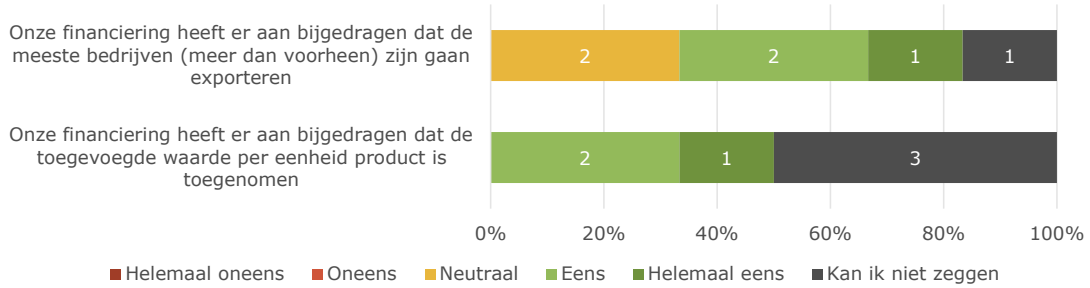
Enquête

In de SC-enquête is aan fondsmanagers van SC-fondsen gevraagd wat de impact was van hun investeringen op de participaties. Hieruit kwam naar voren dat het merendeel van de fondsmanagers denk dat dit ertoe heeft geleid dat participaties meer zijn gaan exporteren en meer toegevoegde waarde per eenheid product zijn gaan leveren. Beide aspecten zijn indicatoren voor meer omzet.



Figuur 68: Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=31)

In de BA-enquête is aan fondsmanagers van BA-fondsen gevraagd wat de impact was van hun investeringen op de participaties. Hieruit kwam eveneens naar voren dat het merendeel van de fondsmanagers denk dat dit ertoe heeft geleid dat participaties meer zijn gaan exporteren en meer toegevoegde waarde per eenheid product zijn gaan leveren. Beide aspecten zijn indicatoren voor meer omzet.



Figuur 69: Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=6)

4.1.5 *Impact SC- en BA-fondsen op werkgelegenheid binnen participaties*

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoeveel fte's zijn er in dienst bij een onderneming nu ten opzichte van voor de participatie van een SC- of BA-fonds? Hoeveel daarvan is te wijten aan SC of BA (output vs. outcome)?* Het antwoord op deze vraag is: ***Bedrijven die een participatie uit een SC/BA-fonds ontvangen laten vanaf dit moment een sterkere groei in werkgelegenheid zien dan andere bedrijven in Nederland. Maar ook in vergelijk bedrijven die financiering krijgen vanuit een ROM laten deze SC/BA-participaties een sneller werkgelegenheidsgroei zien.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Ontwikkelingen in de werkgelegenheid worden gemeten aan de hand van het aantal FTE. Hier zijn gegevens voor beschikbaar voor de periode 2010-2022. De methodologie alsook de interpretatie van de geschatte effecten komt overeen met paragraaf 4.1.4 (omtrent omzet). Investeringen vanuit SC- en BA-fondsen hebben een statistisch en economisch significante impact op werkgelegenheid. Al vanaf het jaar na de investering is er sprake van een stijging in het aantal werknemers gemeten in FTE ten opzichte van de gematchte referentiegroep gebaseerd op het ABR. Na vier jaar begint het gat tussen SC-/BA-bedrijven en de referentiegroep toe te nemen. Ook wanneer we dezelfde vergelijking uitvoeren met gematchte ROM-bedrijven zien we dat de werkgelegenheid in het algemeen significant hoger ligt. Enkel na drie en na vier jaar is dit effect positief, maar niet statistisch significant en daardoor slechts indicatief.

In de mediaan zijn SC-/BA-bedrijven klein. Zoals aangegeven in het hoofdstuk omtrent het doelgroepbereik zijn het vooral microbedrijven met tussen de 2 en 10 werknemers die investeringen ontvangen. Voor een bedrijf dat 5 FTE in dienst heeft, houdt een geschat effect van 0.2 in dat er 1.1 FTE in dienst bij komt. Een geschat effect van 0.4 komt overeen met 2.5 extra FTE. Ofschoon het in absolute zin dus niet om schokkende groei-effecten gaat, is het gezien de kleine omvang van de bedrijven een relatief grote sprong qua werkgelegenheid.

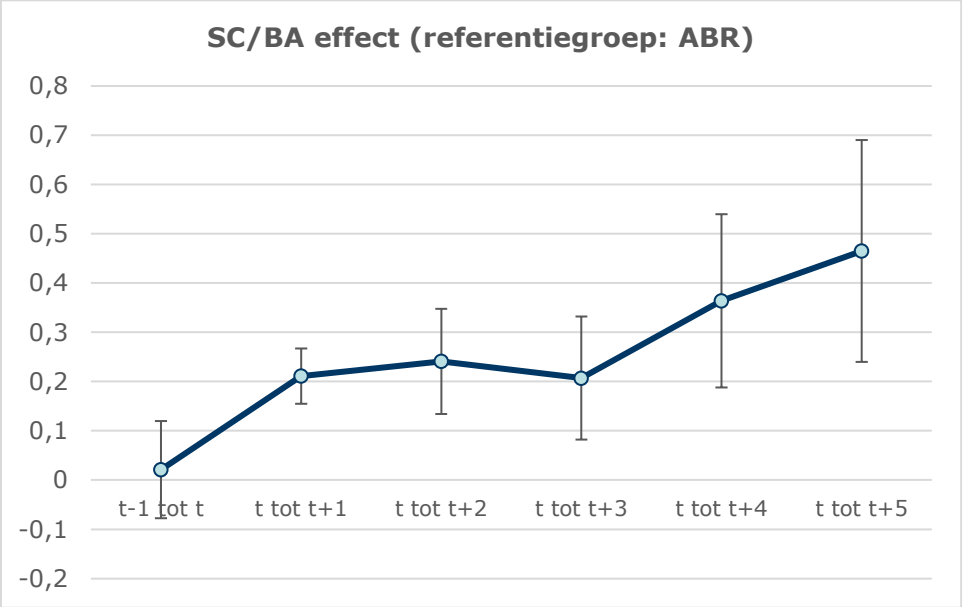
Tabel 12: Geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op werkgelegenheid binnen participaties

Werkgelegenheid: log(FTE)	**Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)**					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
SC/BA effect	0.021 (0.060)	0.211*** (0.034)	0.241*** (0.065)	0.207*** (0.076)	0.364*** (0.107)	0.465*** (0.137)
N (aantal bedrijven)	924	924	734	605	424	318
R2	0.370	0.291	0.236	0.328	0.319	0.431
	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (ROM)					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
SC/BA effect	-0.022 (0.067)	0.288*** (0.049)	0.322*** (0.078)	0.178* (0.102)	0.222* (0.121)	0.436*** (0.137)
N (aantal bedrijven)	628	628	528	421	330	252
R2	0.343	0.370	0.385	0.430	0.444	0.511

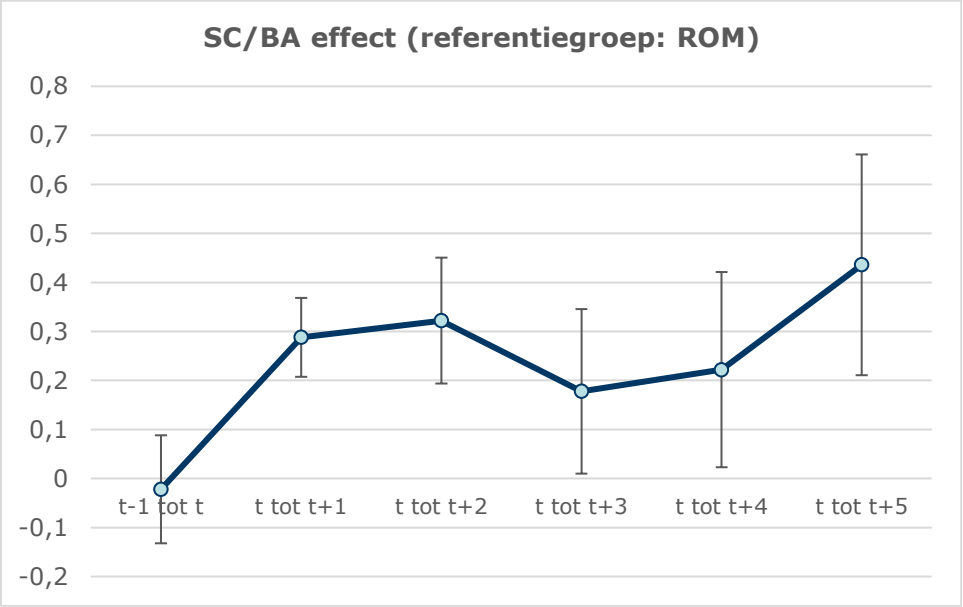
CBS Microdata (2024), bewerking (SEO, 2024)

*Noot: Alle modellen zijn inclusief bedrijf- en jaar fixed effects. Standaardfouten tussen haakjes. Significantieniveaus: * 10%, ** 5% en *** 1%.*

Figuur 70 en Figuur 71 laten de geschatte effecten uit Tabel 12 grafisch zien. De blauwe lijn toont het geschatte effect, terwijl de zwarte verticale balken een *90% confidence band* laten zien. In deze figuren is te zien dat er een stijgende kloof ontstaat tussen de SC-/BA-bedrijven enerzijds en de twee referentiegroepen. De werkgelegenheid groeit dus aanzienlijk harder door onder SC-/BA-bedrijven dan elders.



Figuur 70. Visuele weergave van geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op werkgelegenheid binnen participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven uit het Algemene Bedrijvenregister. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.



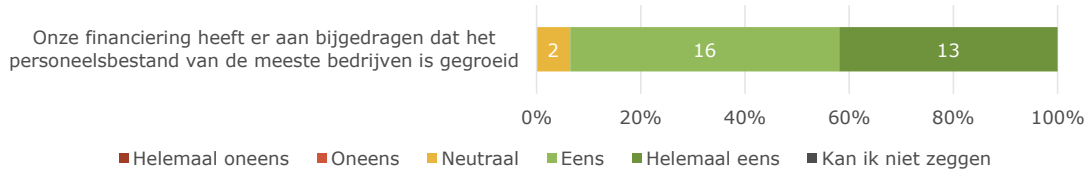
Figuur 71: Visuele weergave van geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op werkgelegenheid binnen participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven die vanuit een ROM een financiering ontvingen. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.

Interviews

In de interviews is aangegeven dat het aantal medewerkers van bedrijven met een participatie gedurende de looptijd van het fonds wordt gemonitord.

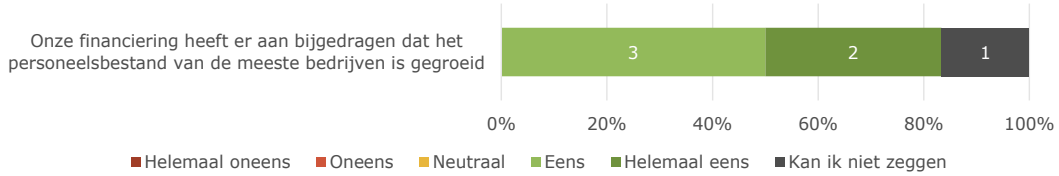
Enquête

In de SC-enquête is aan fondsmanagers van SC-fondsen gevraagd wat de impact was van hun investeringen op de participaties. Hieruit kwam naar voren dat bijna alle fondsmanagers van mening is dat het heeft geleid tot een groei van het personeelsbestand. De onderstaande afbeelding toont deze uitkomst.



Figuur 72: Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=31)

Uit de BA-enquête kwam naar voren dat 4 van de 5 fondsmanagers van mening zijn dat het heeft geleid tot een groei van het personeelsbestand. Eén fondsmanager kan dit niet zeker zeggen.



Figuur 73: Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=6)

4.1.6 *Impact SC- en BA-fondsen op innovatieve inspanningen van participaties*

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Draagt de SC bij aan een verhoging van innovatieve activiteiten bij een bedrijf? Zo ja, op welke manier en hoe groot is die bijdrage? Zijn er ook innovatieve producten en diensten in het bedrijf (bijvoorbeeld te herleiden door gebruik WBSO en Innovatiekrediet)?*

Het antwoord op deze vraag is: ***Bedrijven die een participatie uit een SC/BA-fonds ontvangen gaan vanaf dit moment meer uren in innovatieve activiteiten investeren dan andere bedrijven in Nederland. Maar ook in vergelijking met bedrijven die financiering krijgen vanuit een ROM laten deze SC/BA-participaties een hoger niveau van innovatie zien.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Ontwikkelingen in de innovatieve werkzaamheden worden gemeten aan de hand van het aantal verrichte speur- en ontwikkelingsuren (SO-uren). We hanteren hiervoor gegevens

met betrekking tot het gebruik van de WBSO-regeling.[35] De methodologie alsook de interpretatie van de geschatte effecten komt overeen met paragraaf 4.1.4 (omtrent omzet). Tabel 13 toont de geschatte effecten van de SC-/BA-investeringen. De blauwe lijn in Figuur 74 en Figuur 75 toont het geschatte effect, terwijl de zwarte verticale balken een *90% confidence band* laten zien. Bedrijven die een investering hebben ontvangen voeren statistisch significant meer speur- en ontwikkelingswerk uit dan de bedrijven uit beide referentiegroepen. In vergelijking met de gematchte referentiegroep uit het ABR is hier een jaarlijks stijgend verschil terug te zien, hetgeen duidt dat SC-/BA-bedrijven relatief steeds innovatiever worden. Wanneer we gematchte ROM-bedrijven als referentiegroep hanteren is het verschil vlakker over de tijd, maar desalniettemin permanent positief.

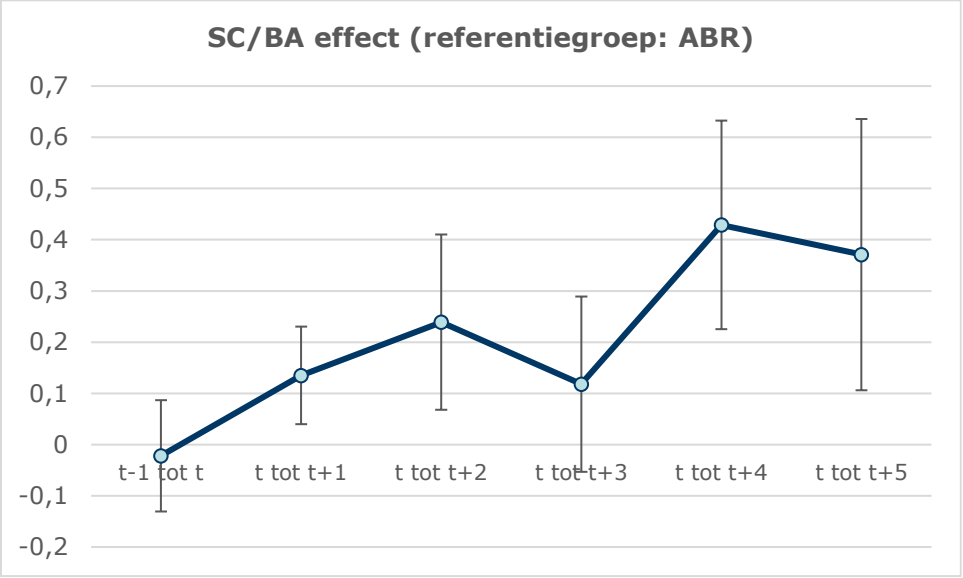
Tabel 13: Geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op innovatie binnen participaties

Innovatie: log(SO-uren)	**Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)**					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
SC/BA effect	-0.022 (0.066)	0.135** (0.058)	0.239** (0.104)	0.118 (0.104)	0.429*** (0.124)	0.371** (0.161)
N (aantal bedrijven)	928	928	736	608	424	320
R2	0.270	0.052	0.068	0.059	0.129	0.110
	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (ROM)					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
SC/BA effect	-0.050 (0.071)	0.244*** (0.068)	0.216*** (0.086)	0.046 (0.121)	0.306** (0.132)	0.309* (0.175)
N (aantal bedrijven)	628	628	825	421	330	253
R2	0.234	0.142	0.229	0.212	0.232	0.141

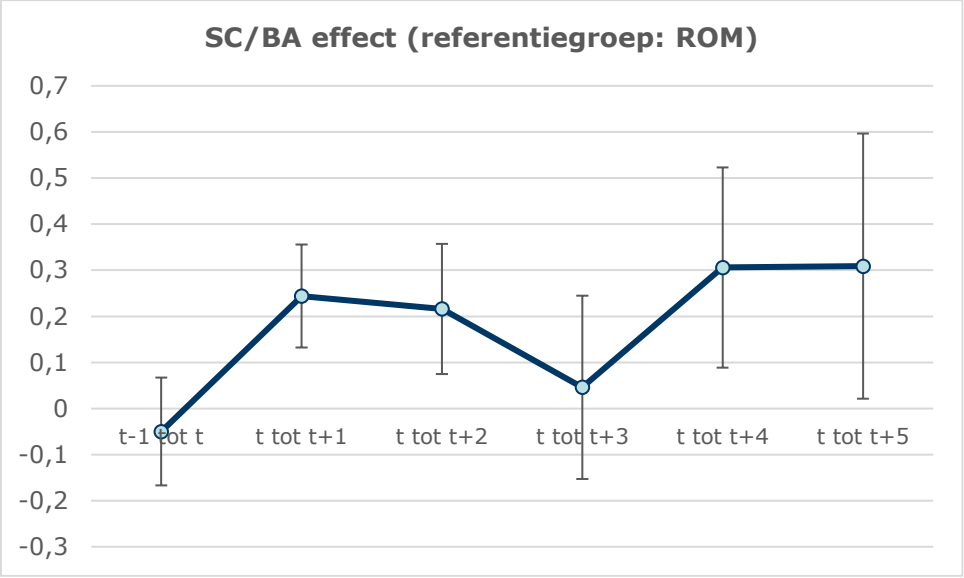
CBS Microdata (2024), bewerking (SEO, 2024)

*Noot: Alle modellen zijn inclusief bedrijf- en jaar fixed effects. Standaardfouten tussen haakjes. Significantieniveaus: * 10%, ** 5% en *** 1%.*

[35] Niet alle bedrijven maken gebruik van de WBSO-regeling. Ter volledigheid hebben we hier meerdere varianten van de analyse gedraaid. Ten eerste een analyse waarbij we log(1+SO-uren) als uitkomstmaat hanteren; ten tweede een analyse waarbij we enkel kijken naar bedrijven die wél gebruik maken van WBSO en log(SO-uren) als uitkomstmaat hanteren; ten derde modellen waarbij we geen log-transformatie toepassen. Kwalitatief komen de resultaten uit alle varianten zeer sterk overeen met elkaar.



Figuur 74: Visuele weergave van geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op innovatie binnen participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven uit het Algemene Bedrijvenregister. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.

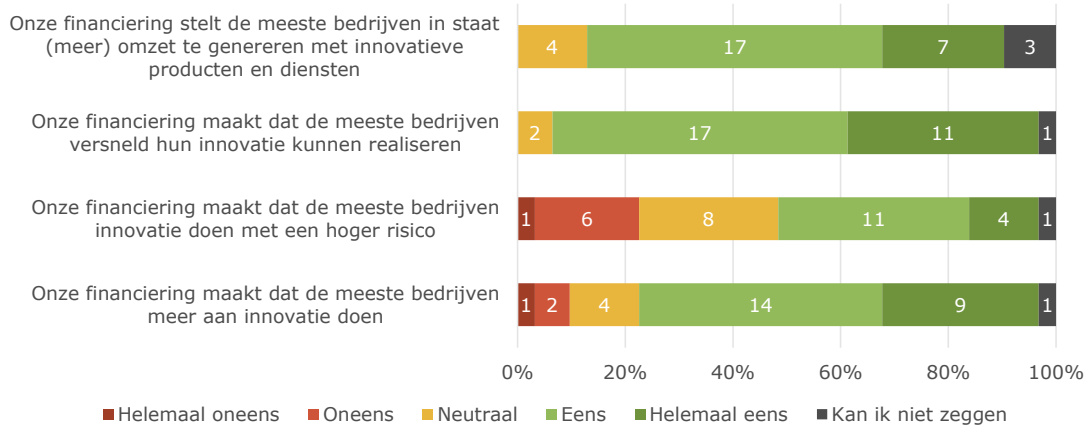


Figuur 75: Visuele weergave van geschatte effecten van SC-/BA-investeringen op innovatie binnen participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven die vanuit een ROM een financiering ontvingen. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.

Enquête

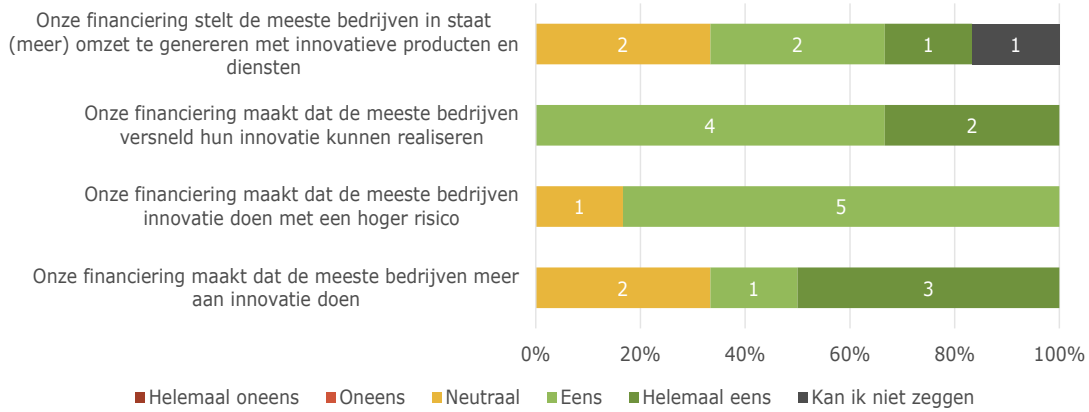
In de SC-enquête is aan fondsmanagers van SC-fondsen gevraagd wat de impact was van hun investeringen op de participaties. De onderstaande afbeelding toont de uitkomsten van verschillende vragen over innovatie. Het is duidelijk dat fondsmanagers positief oordelen over de impact van hun financiers op innovatie bij participaties. Innovatie wordt versneld, er wordt veelal meer omzet uit innovatieve producten genereerd en er wordt vaak meer aan innovatie gedaan door participaties. Over de impact van het doen innovaties met hoog risico

is er minder consensus. Sommige fondsmanagers zien wel een positieve impact, anderen niet.



Figuur 76: Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=31)

Op basis van de BA-enquête onder fondsmanagers van Ba-fondsen blijkt eveneens dat zij positief oordelen over de impact van hun financiers op innovatie bij participaties. Verschil is dat Fondsmanagers van BA-fondsen positiever aankijken tegen bedrijven die innovatie met een hoger risico doen.



Figuur 77: Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=6)

4.1.7 Impact SC- en BA-fondsen op aantrekken (vervolg)financiering door participaties

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hebben de bedrijven sneller financiering en meer financiering kunnen krijgen met SC-regeling dan andere bedrijven? Hoeveel bedrijven zijn er, na de participatie van een SC- en BA-fonds, in geslaagd om vervolgfinanciering aan te trekken (per jaar, en ook in € mln.)?*

Het antwoord op deze vraag is: ***Bedrijven die een participatie uit een SC/BA-fonds ontvangen hebben vanaf dat moment een grotere kans om vervolgfinanciering te krijgen dan vergelijkbare bedrijven. Dit geldt voor meerdere vormen van vervolgfinanciering.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Tabel 14 geeft de resultaten weer van een lineair kansmodel, waarin de kans wordt geschat dat een bedrijf dat gebruik maakt van de BA- of SC-regeling ook in een later stadium vervolgfinanciering krijgt. De analyse richt zich hierbij op vervolgfinanciering zoals bekend bij de NVP. Een bedrijf krijgt vervolgfinanciering als het in minstens één jaar ná de toekenning van BA-of SC-financiering (conform de SC-/BA-uitvoeringsdata) ook financiering heeft ontvangen volgens de gegevens van de NVP. Deze data hebben een belangrijke beperking. Ofschoon de gegevens omtrent SC-investeringen zeer volledig zijn, zijn BA-investeringen onvolledig verwerkt in de NVP-data. Het is mogelijk om de BA-uitvoeringsdata te vergelijken met de NVP-data en door middel van de investeringsbedragen de data te ontdubbelen. Desalniettemin is de kans groot dat er nog er sprake is van enige dubbeling in de data, bijvoorbeeld wanneer BA-investeringen niet in één jaar worden uitgekeerd, maar verspreid over meerdere jaren. In zulke gevallen wijken de SC-/BA-uitvoeringsdata en de NVP-data sterk van elkaar af, waarbij niet duidelijk is welke van de twee datasets leidend is. Ofschoon er dus mogelijk nog sprake is van dubbeling in de investeringsdata, achten we de kans klein dat dit bepalend is voor het geschatte effect. Tevens is het mogelijk dat er in de groep gematchte bedrijven observaties zitten die een vroegefase investering hebben ontvangen van een niet bij het RVO betrokken investeerder. Omdat zulke investeringen soms lastig op te pikken zijn vanuit openbare bronnen, is het mogelijk dat de NVP-dataset een (kleine) ondervertegenwoordiging van deze investeringen kent.

De groep BA- of SC-bedrijven wordt hier vergeleken met de gematchte groep bedrijven uit het ABR. Uit de regressie blijkt dat BA- of SC-bedrijven een aanzienlijk hogere kans hebben om vervolgfinanciering aan te trekken dan vergelijkbare bedrijven. Naar schatting neemt de kans om vervolgfinanciering aan te trekken met 29,3 procentpunten toe. Naar verwachting is dit effect een (bescheiden) overschatting van het daadwerkelijke effect, vanwege potentiële overgebleven dubbeling in de data.

*Tabel 14: Effect van SC-financiering op de kans om vervolgfinanciering aan te trekken, Bron: CBS Microdata (2024), bewerking (SEO, 2024). Noot:Standaardfouten tussen haakjes. Significantieniveaus: * 10%, ** 5% en *** 1%.*

	Kans op vervolgfinanciering
SC-toekenningsdummy	0.293 (0.033) ***
N	928
R2	0.312
Fixed effects	Ja

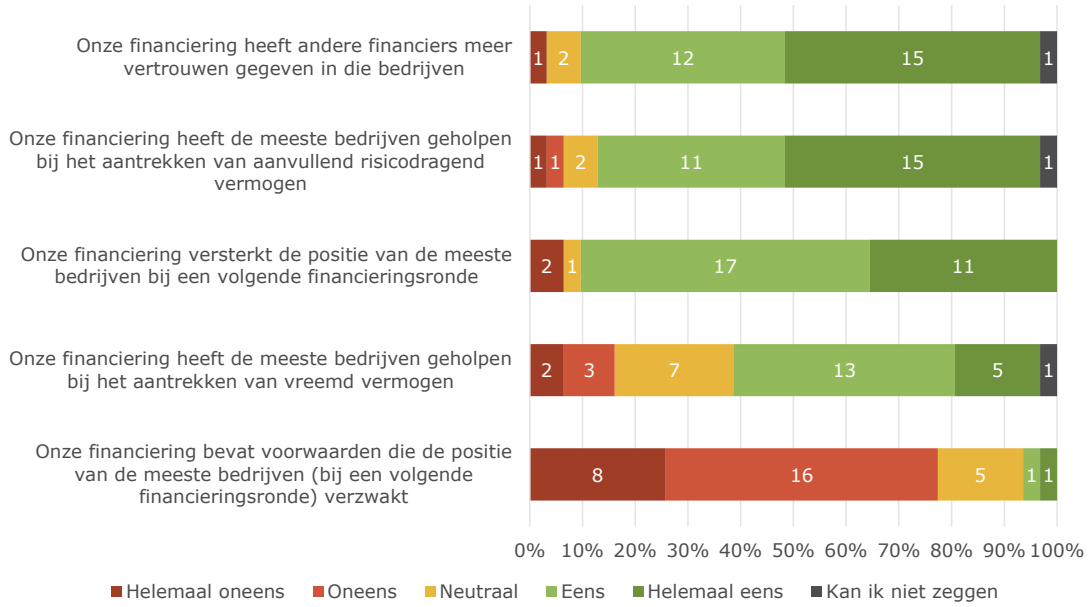
Interviews

In de interviews is dit onderwerp beperkt aan bod gekomen. Er worden door fondsen enkele cases genoemd waarvan hier sprake was. Bovendien wordt aangegeven dat de fondsvoorwaarden (maximale omvang van participatie, maximale gemiddelde participatieomvang) stimuleren dat er relatief veel bedrijven gefinancierd worden.

Enquête

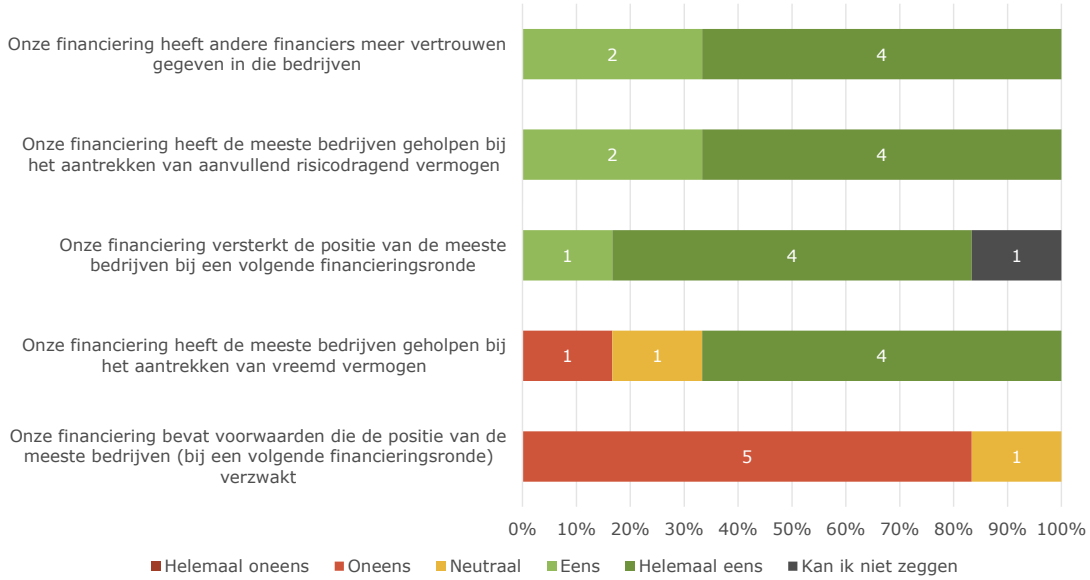
In de enquête onder fondsmanagers die gebruik maken van de SC-regeling is een aantal stellingen voorgelegd over de financiering van de participaties in hun fonds. Figuur 78 toont deze resultaten. Het wordt snel duidelijk dat de respondenten zeer positief oordelen over de impact van de financiering van hun SC-fonds op de vervolgfinanciering van participaties. De

afbeelding toont dat bijna alle fondsmanagers van mening zijn dat de financiering uit hun SC-fonds ervoor gezorgd heeft dat andere financiers meer vertrouwen kregen in hun participaties. Ook over de impact van hun financiering op het aantrekken van aanvullend risicovol vermogen wordt (zeer) positief geoordeeld. De vraag over de versterkte positie bij een volgende financieringsronde wordt ook (zeer) positief beantwoord. Over de impact van de fondsfinanciering op het aantrekken van vreemd vermogen wordt door een lichte meerderheid (zeer) positief over geoordeeld. Geen enkele respondent is het (helemaal) eens met de stelling dat de financiering uit het fonds voorwaarden bevat die de positieve van participaties bij een volgende financieringsronde verzwakt.



Figuur 78: Antwoord op de vraag "Kunt u per stelling aangeven in hoeverre u het daar mee eens bent als u kijkt naar het merendeel van de bedrijven waarin uw fonds geïnvesteerd heeft?" (n=31)

Ook aan de fondsmanagers van de BA-regeling zijn de bovenstaande vragen gesteld. Hieruit komt op hoofdlijnen hetzelfde beeld naar voren als voor de SC-regeling. Figuur 79 toont deze resultaten.



Figuur 79: Antwoord op de vraag "Kunt u per stelling aangeven in hoeverre u het daar mee eens bent als u kijkt naar het merendeel van de bedrijven waarin uw fonds geïnvesteerd heeft?" (n=6)

Hoewel het buiten de scope van deze evaluatie valt, hebben we bovenstaande vraag ook voorgelegd aan de DVI-fondsmanagers, zie Figuur 124 in de bijlage. Hier komt grofweg hetzelfde beeld naar voren.

4.1.8 Impact SC- en BA-fondsen op ontwikkeling van participaties middels begeleiding

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe en in welke mate hebben de SC- en BA-fondsen met hun begeleiding bijgedragen aan de ontwikkeling van het bedrijf?*

Het antwoord op deze vraag is: **De fondsmanagers zijn nadrukkelijk positief over de impact van hun begeleiding van hun participaties. Voorbeelden van begeleiding zijn: binnenhalen van vervolgfinanciering, aanvragen van andere regelingen, bieden van juridische ondersteuning, vervullen board functies. Ook worden bedrijven in de portfolio aan elkaar gekoppeld zodat kennis, software en menselijk kapitaal kunnen worden uitgewisseld.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In de interviews met de fondsen en bedrijven komt een beeld naar voren waarin duidelijk wordt dat fondsmanagers van mening zijn dat de begeleiding vanuit hun fonds een sterk positieve impact heeft op de ontwikkeling van participaties. Ze helpen hun bedrijven met het bouwen van teams, het binnenhalen van Serie A investeringsrondes, het aanvragen van andere regelingen zoals het Innovatiekrediet, bieden juridische ondersteuning en ze vervullen soms ook board functies. Wat ook gebeurt is het onderling koppelen van startups in de portfolio. Door het delen van kennis, software en menselijk kapitaal kunnen er flinke stappen gemaakt worden. Bij BA fondsen wordt soortgelijke hulp aangeboden maar dan in een eerdere fase en met kleinere stappen zoals ontwikkelen van een netwerk.

4.1.9 *Impact SC-regelingen op ontwikkeling financieringsecosysteem startups*

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoe heeft het financieringsecosysteem zich ontwikkeld voor startups? Welke rol heeft de SC als geheel hierin gespeeld? In hoeverre is de equity gap overbrugd met behulp van de SC-regeling?*

Het antwoord op deze vraag is: ***het financieringsecosysteem voor startups in Nederland is het afgelopen decennium verbeterd. De SC-regelingen hebben een positieve impact op de ontwikkeling van het financieringsecosysteem voor startups in Nederland heeft gehad. De regelingen zorgde voor meer middelen en droegen ook enigszins bij aan een verdere professionalisering van fondsen. De equity gap is hierdoor waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

Op de ontwikkeling van het financieringsecosysteem voor startups is door respondenten uitgebreid gereflecteerd. Over het algemeen is het beeld dat:

I. het financieringsecosysteem voor startups in Nederland het afgelopen decennium verbeterd is;
II. de SC-regeling een positieve impact op de ontwikkeling van het financieringsecosysteem voor startups in Nederland heeft gehad doordat het de equity gap verminderd heeft.

Bij de deze stellingen, worden verschillende toelichtingen en nuanceringen geplaatst.

- De SC-regeling heeft ervoor gezorgd dat er (meer) fondsen zijn gekomen in een marktsegment (seed) waarin de markt weinig interesse heeft. Doordat de regeling de entry barrier om een dergelijk fonds te starten verlaagt, zorgt de regeling ervoor dat de valley of death wordt overbrugd. Sommige respondenten redeneren andersom: Wat zou de impact ervan zijn als de SC-regeling wordt afgeschaft? Het antwoord dat hierop wordt gegeven is dat dit een negatieve impact op het financieringsecosysteem voor startups zou hebben.
- Als sterkte van de regeling wordt aangegeven dat de selectie van startups wordt gedaan door marktpartijen met skin-in-the-game en met de juiste capaciteiten (in tegenstelling tot het uitvoeren van de selectie door overheden).
- Een ander voordeel van de regeling is dat het geselecteerde, veelal jonge fondsen een goedkeuringsstempel geeft waarmee het voor deze fondsen eenvoudiger wordt om privaat geld aan te trekken.
- Het financieringsecosysteem voor startups is niet alleen verbeterd door een hogere beschikbaarheid van middelen, het is ook verbeterd door een hogere mate van professionaliteit van fondsen. De visitaties van RVO bij fondsen die gebruik maken van de SC-regeling lijken hier een positieve invloed op gehad te hebben. De professionaliteit van fondsen slaat op zijn beurt weer neer bij de bedrijven waarin geparticipeerd wordt.
- Een deel van de positieve ontwikkeling van de markt komt door de hoge mate van beschikbaar van kapitaal op hogere waarderingen en tickets. De laatste jaren is de markt duidelijk afgekoeld. Omdat de SC-regeling en BA-regeling op de langere termijn focussen is dat hier nog beperkt zichtbaar.

- Een flink deel van de private middelen op deze markt komen van buitenlandse partijen.
- Nederland heeft voor Europese standaarden een goed ontwikkeld financieringsecosysteem voor startups, maar blijft flink achter bij de Verenigde Staten. De markt in de VS is weliswaar groter, maar binnen de VS ook sterk geconcentreerd in bepaalde gebieden, zoals de Bay area. De verschillen tussen Europa en de VS zijn echter ook cultureel. In de VS wordt door ondernemers meer risico genomen en zijn er meer succesvolle ondernemers die andere ondernemers willen helpen. In de enquête hebben respondenten de mogelijkheid gekregen om bij het afronden via een open veld commentaren achter te laten. Ondanks dat we hier de data van de interviews behandelen, willen we dit graag hier voor het voetlicht brengen. Ten eerste omdat dit soort inzichten ook kwalitatief van aard zijn, ten tweede omdat het inhoudelijk goed aansluit bij dit punt. Er zijn twee respondenten die spontaan een vergelijk maakten tussen het financieringsecosysteem in Nederland en in het buitenland. Eén respondent wil ons specifiek meegeven dat de risk appetite in Nederland de afgelopen twintig jaar flink is toegenomen, maar nog steeds relatief laag is.[36] Een andere respondent wil ons meegeven dat het ambitieniveau voor risicokapitaal in Nederland veel hoger kan. In vergelijking met het Verenigd Koninkrijk, Estland, Zweden en Israël loopt Nederland achterop.
- Het is lastig om de impact van SC te isoleren van andere instrumenten en privaat kapitaal. Dat komt deels door de complexe geldstromen vanuit de Rijksoverheid in deze markt, zie ook [17]. Daarnaast is er ook nog allerlei financiering vanuit de ROM's en vanuit andere regelingen. Er wordt zowel positieve als negatieve kanten gezien aan de grote rol van de overheid in deze markt.
- Een aanpalend onderwerp dat in verschillende gesprekken aan bod is gekomen, is doorgroei van bedrijven en de samenhang van SC en BA met andere instrumenten. Voor elke fase is wel een instrument, maar het is soms lastig om ze opeenvolgend te gebruiken. Sommige fondsen lopen er tegenaan dat zij niet in kansrijke startups mogen investeren waar al een participatiemaatschappij al substantieel in heeft geïnvesteerd. Ook het de beperkingen die er zijn aan het door investeren in participaties wordt soms als belemmerend gezien. Aan de andere kant zijn er ook BA- en SC-fondsen die zien dat zij zowel leads krijgen van bedrijven die voor VC-fonds in een te vroege fase zitten. En omgekeerd zijn er VC-fonds die bedrijven uit hun portfolio overnemen.

Enquête

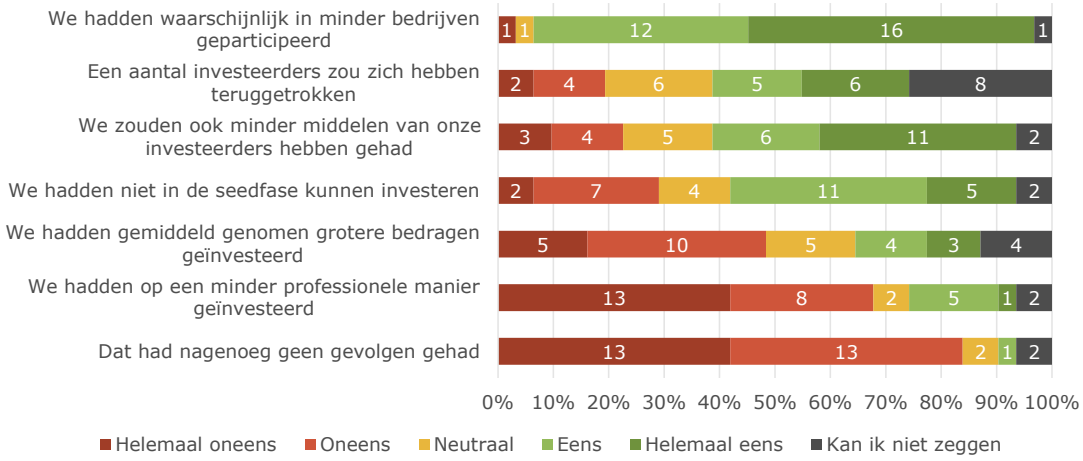
In de enquête is aan fondsmanagers van SC-fondsen gevraagd wat de impact ervan zou zijn geweest als ze geen gebruik hadden kunnen maken van de SC-regeling. Hierover is aantal stellingen voorgelegd. De onderstaande afbeelding toont deze uitkomsten. Een groot deel van de fondsmanagers geeft simpelweg aan dat zij niet in de seedfase zou hebben kunnen investeren. Dit is een stevige indicator van de positieve impact van de SC-regeling op het financieringslandschap. Het trekt daadwerkelijk (private en publieke) middelen naar een fase waarin fondsen zonder dit instrument minder in investeren.

Wat ook duidelijk wordt is dat de SC-regeling ertoe dat er in meer bedrijven wordt geïnvesteerd. Dit kan theoretisch via twee assen lopen: Een grote fondsomvang (door de geldlening)

[36] Een mogelijke verklaring hiervoor is dat door de hogere mate van ervaring en een betere ontwikkeling van het ecosysteem er minder risico's zijn voor fondsmanagers. Vanuit dit perspectief is hun risk appetite (intern) hetzelfde gebleven, maar zijn de risico's (extern) afgenomen.

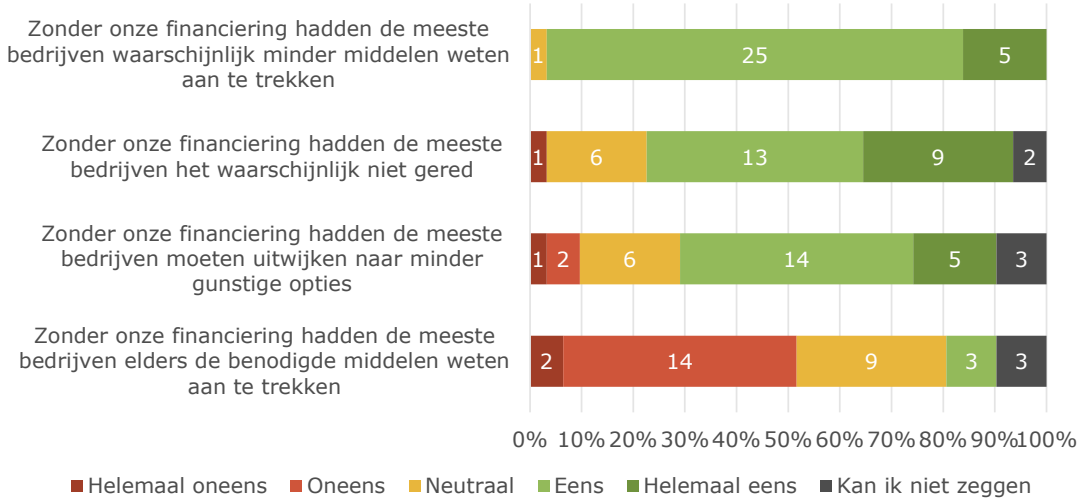
en de maximale omvang van de investering (door de eisen aan de geldlening). Maar als we kijken naar de vraag over het gemiddeld genomen bedrag, dan komen we tot de conclusie dat vooral het eerste effect leidend is. Voor een minderheid van de fondsmanagers zou het ontbreken van de SC-regeling hebben gelijk tot gemiddeld grotere bedragen van investeringen per participatie.

De grootste indicator van de additionaliteit van de SC-regeling is het antwoord op de stelling *dit had nagenoeg geen effect gehad.* Slechts één fondsmanager is deze mening toebedeeld, achttien managers zijn het hier niet mee eens.



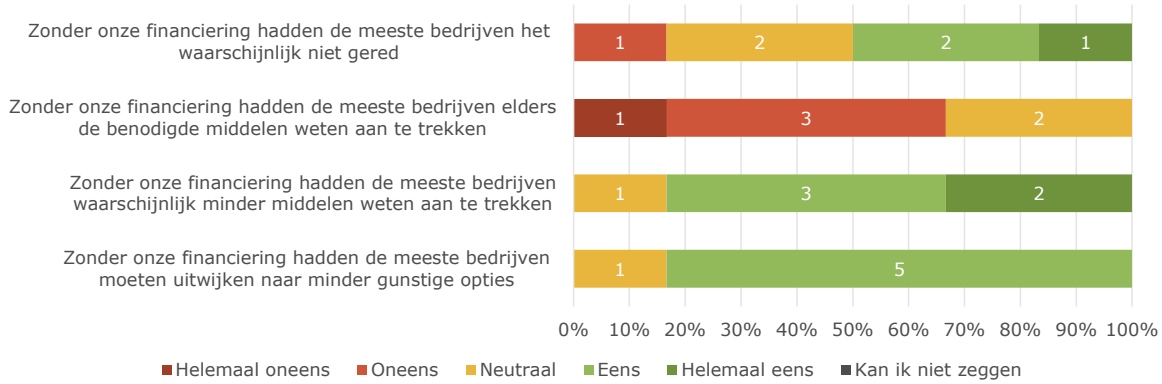
Figuur 80: Antwoord op de vraag "Stel u had geen gebruik kunnen maken van de SC-regeling. Wat had dit dan voor uw investeringsmaatschappij betekend?" (n=22)

In de enquête is ook gevraagd naar de impact van de SC-regeling op de participaties. Figuur 81 toont de uitkomsten op deze vraag. Wat opvalt is dat de fondsmanagers van SC-fondsen van mening zijn dat hun participaties zonder de investeringen van het fonds (1) minder middelen zouden hebben aangetrokken en het in relatief veel gevallen (2) waarschijnlijk niet eens gered zouden hebben. Er lijken verder weinig alternatieven te zijn om de benodigde middelen elders vandaag te halen.



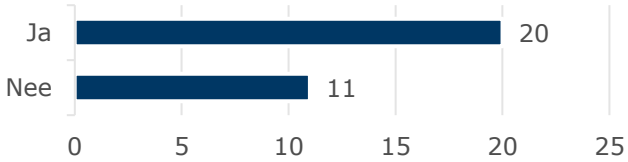
Figuur 81: Antwoord op de vraag "Kunt u per stelling aangeven in hoeverre u het daar mee eens bent als u kijkt naar het merendeel van de bedrijven waarin uw fonds geïnvesteerd heeft?" (n=31)

Ook aan de Fondsmanagers van BA-fondsen hebben we de bovenstaande vraag gesteld. In Figuur 82 worden de uitkomsten weergegeven. Hieruit komt hetzelfde beeld naar voren als bij de SC-fondsen. Zonder de BA-fondsen zouden bedrijven minder middelen hebben aangetrokken en zouden ze het soms niet eens gered hebben.



Figuur 82: Antwoord op de vraag "Kunt u per stelling aangeven in hoeverre u het daar mee eens bent als u kijkt naar het merendeel van de bedrijven waarin uw fonds geïnvesteerd heeft?" (n=6)

In de enquête zijn we nader ingegaan op de equity gap. Het merendeel van de Fondsmanagers van SC-fondsen (65%) geeft in de enquête aan dat er nog een onvervulde kapitaalbehoefte bestaat in bepaalde (deel)sectoren. Bij de Fondsmanagers van BA-fondsen geven vier (van de zes) respondenten aan dat er sprake is van een onvervulde kapitaalbehoefte.



Figuur 83: Antwoord op de vraag "Bestaat er volgens u op dit moment nog een onvervulde kapitaalbehoefte ('equity gap') in een bepaalde (deel)sector?" (n=31)

We kunnen de uitkomsten van de bovenstaande vraag relateren aan de uitkomsten van de vorige evaluatie. [2] Toen werd dezelfde vraag gesteld en toen gaf bijna 70% van de respondenten aan dat er sprake was van een *equity gap*. Nu is dit minder dan 60% en op basis hiervan lijkt de equity gap te zijn gedaald. Gezien het beperkte aantal respondenten, zal er waarschijnlijk geen sprake zijn van een statistisch significant verschil.

Kijken we meer specifiek naar de investeringsfase en de omvang van de onvervulde kapitaalbehoefte, dan blijkt dat de grootste kapitaalbehoefte bestaat in de Seed- en Early stage fases, zie Figuur 84.[37] Qua omvang ligt de grootste behoefte tussen de € 1-5 miljoen, afhankelijk van de sector. Verder is aan de respondenten gevraagd in welke sectoren de equity zich voordoet. Hieruit komen de volgende elementen naar voren:

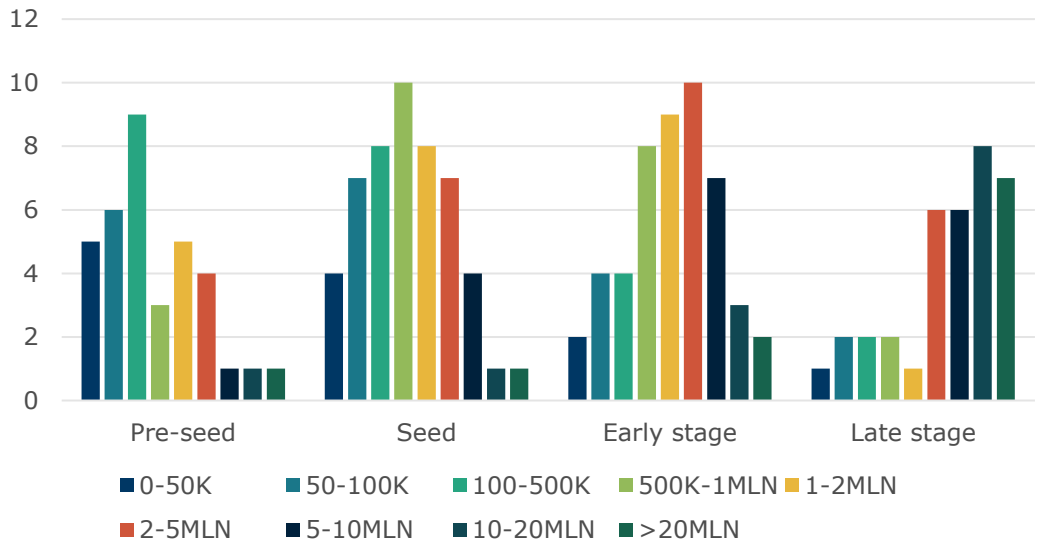
[37] Deze vraag is ook aan BA-fondsmanagers gevraagd maar door de beperkte response is het lastig om harde conclusies aan deze data te verbinden. Figuur 117 toont de uitkomsten.

- **Hardware**. Vooral late stage
- **Software**. Vooral pre-seed en vooral kleinere tickets
- **AI.** Vooral pre-seed en vooral kleinere tickets
- **Deep Tech**. Alle fases, vooral grote tickets
- **Climate tech.** Vooral vroegere fases, kleine tot middelgrote tickets
- **Medtech**. Vooral early stage en seed-fase, vooral (middel)grote tickets
- **Biotech**. Vooral early stage, vooral middel tot grote tickets

Geënquêteerde fondsmanagers hadden verder de mogelijkheid om bij het afronden van de enquête nog opmerkingen te plaatsen. Drie respondenten ging hierbij specifiek in op de equity gap.

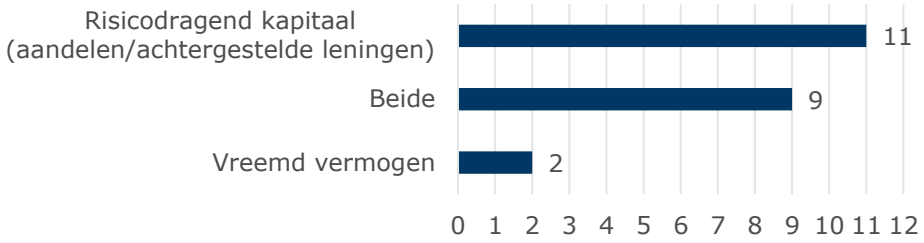
- Een respondent gaf aan dat de SC-regeling de equity gap voor een flink deel gedicht heeft. Er is volgens deze persoon nu veel kapitaal in dit segment beschikbaar en er is soms sprake van concurrentie tussen SC-fondsen. Het probleem van de equity gap is verschoven naar een volgende fase en naar relatief grote tickets (€5 à €10 miljoen). Grotere (Nederlandse) VC-bedrijven laten deze markt vaak liggen omdat ze zicht richten op nog grotere tickets (in het buitenland).
- Een andere respondent geeft aan dat relatief veel SC-fondsen zich richten op software-achtige concepten. Dit kent een laag risico en beperkte investeringen. De equity gap ligt veel meer bij hardware (eventueel in combinatie met software).
- Een laatste respondent geeft specifiek meer dat er een blijvend tekort is aan investeringen in hardware

Ook bij deze vraag hebben we teruggekeken naar de resultaten van de enquête van de vorige evaluatie. [2] Toen lag het zwaartepunt van de equity gap sterker in de vroege fases en was er een grotere behoefte aan relatief kleine tickets.



Figuur 84: Antwoord op de vraag "Bestaat er volgens u op dit moment nog een onvervulde kapitaalbehoefte ('equity gap') in een bepaalde investeringsfase en zo ja, hoe groot is die behoefte?" (n=31)

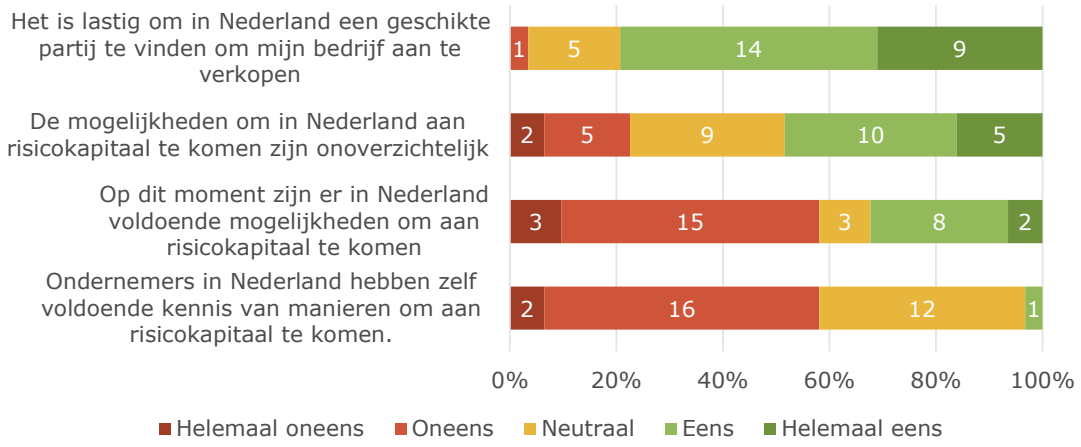
Verder blijkt uit de enquête dat SC-fondsen menen dat er vooral behoefte is aan risicodragend kapitaal en niet zozeer aan (regulier) vreemd vermogen. Dat is een duidelijke indicator dat er inderdaad sprake is van een *equity gap* (en niet zozeer een *finance gap*).[38]



Figuur 85: Antwoord op de vraag "Bestaat er volgens u op dit moment nog een behoefte als het gaat om de aard van financiering? Zo ja, om welke aard van financiering gaat het?" (n=22)

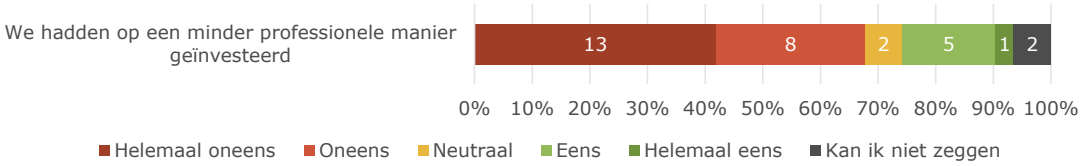
In een andere vraag in de enquête is ingegaan op kapitaalmarkt in Nederland. Figuur 86 toont de reactie van respondenten op een aantal stelling over dit onderwerp. Het wordt duidelijk dat een merendeel het lastig vindt om een geschikte partij te vinden om participaties aan te verkopen. Bijna de helft van de respondenten is van mening dat markt voor risicokapitaal in Nederland onoverzichtelijk is. Op de vraag of er voldoende mogelijkheden zijn om aan risicokapitaal te komen lopen de meningen uiteen. Er is wel consensus dat ondernemers onvoldoende kennis hebben om aan risicokapitaal te komen. Een enkele respondent heeft (bij de open vraag aan het einde van de enquête) spontaan aangegeven dat een goed overzicht van fondsen ondernemers zou kunnen helpen in hun zoektocht. Eén andere respondent gaf aan dat het beperkte zicht van ondernemers vooral betrekking heeft op vervolgfinancieringen. Het verkrijgen van een beginfinanciering lukt nog wel, maar daarna opereren zij zonder zicht te hebben op een vervolgfinanciering. Aan managers van BA-fondsen is dezelfde vraag voorgelegd, zie Figuur 119, maar hier is de response te laag om harde uitspraken te doen.

[38] Ook deze vraag is gesteld aan BA-fondsmanagers, zie Figuur 118. Wederom is hier sprake van een lage response waardoor het lastig is om harde conclusies te trekken.



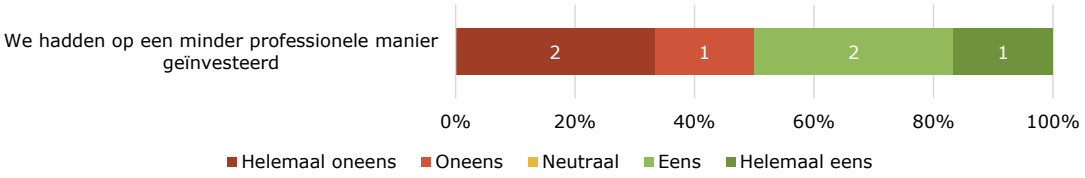
Figuur 86: Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u het eens met de volgende stellingen over kapitaal in Nederland?" (n=31)

In de enquête is aan fondsmanagers van SC-fondsen gevraagd wat de impact ervan zou zijn geweest als ze geen gebruik hadden kunnen maken van de SC-regeling. Hierin is ook de stelling opgenomen *we hadden op een minder professionele manier geïnvesteerd.* Deze stelling is aanpalend aan de vraag over begeleiding van participaties. Het is immers één aspect van professionalisering. De onderstaande afbeelding toont dat de meeste fondsmanagers (21 van de 31) niet van mening zijn dat de SC-regeling heeft bijgedragen aan de professionalisering van het fonds. Een minderheid (6 van de 31) denkt zij de SC-regeling ertoe heeft bijgedragen dat zij (veel) professioneler zouden hebben geïnvesteerd.



Figuur 87: Antwoord op de vraag "Stel u had geen gebruik kunnen maken van de SC-regeling. Wat had dit dan voor uw investeringsmaatschappij betekend?" (n=31)

Fondsmanagers van BA-fondsen lijken positiever te oordelen over de bijdrage van de BA-regeling aan de professionalisering van het fonds (zie Figuur 88).



Figuur 88: Antwoord op de vraag "Stel u had geen gebruik kunnen maken van de BA-regeling. Wat had dit dan voor uw investeringsmaatschappij betekend?" (n=6)

In de BA-enquête is tot slot de volgende vraag gesteld: *Wat zijn de belangrijkste belemmeringen (geweest) bij het investeren van uw fondsvermogen?* Hierop gaven 4 van de 6 respondenten aan 'specifieke voorwaarden van de BA-regeling. In de open antwoorden bleek het onder andere te gaan om de volgende voorwaarden:

- De leeftijd van de technostarter;
- Er mag alleen in Nederlandse bedrijven geïnvesteerd worden;
- Er mogen geen investeringen zijn gedaan door andere fondsen die van een RVO-regeling gebruik maken;
- Er mag geen formele/institutionele investeerder al geïnvesteerd hebben;
- Het gemiddelde investeringsbedrag mag niet hoger dan 350K liggen.

4.1.10 Impact van SC-regelingen op bredere economie

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Wat is de bredere economische impact van de SC en BA?* Dit valt uiteen in drie deelvragen

a) Zijn er additionele kennis-spillovers te meten? Zo ja, hoe groot zijn deze effecten (patenten)?
b) Hebben bedrijven waar SC- en BA-fondsen in hebben geïnvesteerd sociale economische impact gehad? Zijn er investeringen te identificeren grote maatschappelijke impact hebben gehad, zo ja welke?
c) Hebben technostarters impact gehad binnen het netwerk (bv. sector/partners/leveranciers) waar ze werkzaam zijn? Is er kennis (werkwijze/concepten/technologie) of personeel overgenomen door andere organisaties?

Het antwoord op deze vragen is: ***De SC-regelingen hebben een positieve bredere economische impact. Maar het is lastig om deze impact verder te kwantificeren. Eerder in dit rapport zagen we als de positieve impact op innovatie en werkgelegenheid. Op basis van casuïstiek zien we verschillende positieve sociaaleconomische en maatschappelijke effecten. Ook zagen we eerder in dit rapport dat er verschillende exits zijn geweest waardoor kennis en personeel bij andere organisaties zijn terechtgekomen.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In interviews is dit onderwerp aan bod gekomen, maar de respondenten blijven met hun antwoorden op een vrij abstract niveau. Het zorgt voor meer middelen op de risicokapitaalmarkt, wat zorgt voor meer investeringen in risicovolle bedrijven, wat zorgt voor meer innovatie, werkgelegenheid, wat op zijn beurt zorgt voor meer welvaart. Daarnaast is er uiteraard aandacht het de maatschappelijke rendement als gevolg van de inzet van nieuwe technologie, waarbij specifiek wordt verwezen naar de sectorspecifieke en thematisch tenders. Verder worden er door fondsen verwezen naar allerlei specifieke bedrijven waarin zij geparticipeerd hebben. Zij noemen allerlei positieve effecten van deze bedrijven, zoals lagere CO2-uitstoot, meer privacy voor burgers, voor burgerparticipatie, meer diversiteit in management, et cetera. Omdat we op basis van de interviews geen naar personen of bedrijven herleidbare uitspraken gaan doen, noemen we geen concrete voorbeelden.

De onderzoekers hadden verwacht dat respondenten wellicht hun zorg zouden uiten over situaties waarin overnames van participaties door buitenlandse partijen leiden tot het weglekken van positieve effecten naar het buitenland. Dit is echter niet in de interviews expliciet aan de orde gekomen.

4.1.11 Impact sectorspecifieke en thematische tenders

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe succesvol zijn sectorspecifieke en thematische tenders geweest (geldt niet voor BA)?* Het antwoord op deze

vraag is: ***De meningen of de SC-regeling sectorspecifieke en thematische tenders moet inzetten lopen sterk uiteen. Er zijn uitgesproken voorstanders, die wijzen op het positieve effect op maatschappelijke impact. Uitgesproken tegenstanders hebben een aantal argumenten zoals (1) de markt kan kansen beter inschatten dan de overheid (2) afbakening van sector is lastig en arbitrair, (3) mogelijk beperkte additionaliteit en (4) mogelijke overlap met activiteiten van ROM's.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In de interviews is zeer uitvoerig ingegaan op het vraagstuk van sectorspecifieke en thematische tenders. Opvallend is dat de respondenten te verdelen zijn in uitgesproken voorstander en tegenstanders van deze soort tenders. Hieronder zullen we de argumenten van beide groepen benoemen.

Tegenstanders van deze regeling geven aan dat juist de markt goed kan inschatten welke sectoren en thema's in de toekomst belangrijker worden. Het succes van deze regeling is juist dat de overheid op een generieke wijze financiering geeft en de markt de selectie van participaties doet. Sectorspecifieke en thematische tenders doorkruisen dit principe. Een ander argument dat wordt aangevoerd is dat de afbakening van de sectoren en thema's lastig kan zijn. Voor sommige (voorgenomen) participaties is het evident dat ze wel of niet binnen een sector of thema vallen, maar er zijn ook participaties die enigszins arbitrair zijn. Daar komt nog bij kijken dat de definitie van termen als High Tech en Deep Tech niet altijd éénduidig zijn en daardoor overlap kan ontstaan. Door de introductie van sectorspecifieke en thematische tenders ontstaat er onzekerheid in het proces. Ook wordt de vraag gesteld of dit soort tenders wel voldoende additionaliteit hebben. Zorgt het er ten opzichte van generieke tenders voor dat er meer middelen naar de sector c.q. het thema komen (dus ten koste van andere sectoren) of blijft de totale hoeveelheid middelen in de betreffende sector gelijk maar vindt er een verschuiving van middelen *binnen* de sector plaats? Ook bestaat er het risico dat een te grote focus op sectoren en thema's ten koste gaat van het brede investeringsecosysteem. Tot slot komt naar voren dat er een risico bestaat de SC-regeling te veel gaat overlappen met fondsen van de ROM's.

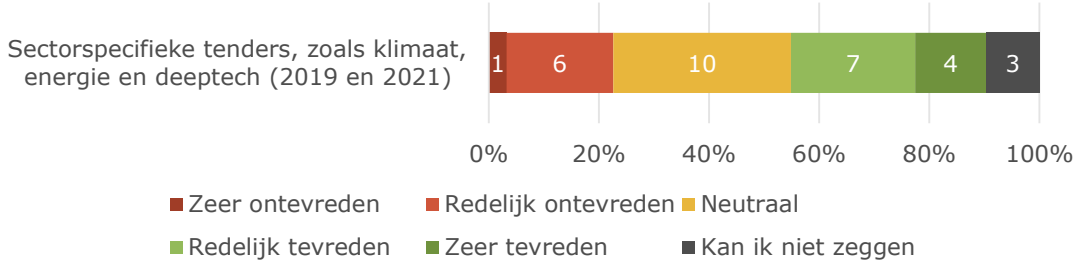
Voorstanders van sectorspecifieke en thematische tenders geven aan dat dit er voor kan zorgen dat de overheid kan sturen op de onderwerpen die bij belangrijk vindt. Zo kan de maatschappelijke impact vergroot worden. Wat verder genoemd wordt is dat via deze methode er meer inhoudelijke kennis kan worden ingebracht. Bij de eHealth tender heeft bijvoorbeeld het Ministerie van VWS kennis en kunde ingebracht en dit bleek waardevol te zijn. Sommige voorstanders zijn zelf van mening dat er sterker gestuurd zou moeten worden op sectorspecifieke en thematische tenders door dit zwaarder mee te nemen in de weging van de fondsplannen.

Op dit moment wordt gebruik gemaakt van een middenweg waar aanvragen die richten op een bepaalde sector (Deep Tech) bonuspunten verdienen bij de aanvraag. Op deze manier hebben aanvragen op die sector meer kans om te winnen maar worden goede aanvragen gericht op andere sectoren niet uitgesloten.

Enquête

Op basis van de enquête blijkt dat respondenten over het algemeen neutraal of tevreden aankijken tegen de sectorspecifieke tenders. Toch is ook circa 20% ontevreden over deze vorm van tendering. Daarnaast wordt ook opgemerkt dat het sturen op bepaalde sectoren soms kan helpen, maar dat de regeling wel een brede scope moet blijven houden om de

kans op succesvolle innovaties in verschillende sectoren te vergroten. Bij het interpreteren van dit antwoord moeten we er nadrukkelijk rekening mee houden dat de populatie bestaat uit fondsmanagers die een aanvraag hebben goedgekeurd gekregen. Het is niet uit te sluiten dat de personen die een aanvraag hebben ingediend bij de SC-regelingen die is afgewezen, negatiever zullen oordelen over deze soort sectorspecifieke tenders.



Figuur 89: Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u te spreken over de volgende aspecten van de regeling?" (n=31)

4.1.12 Impact afschaffing vergoeding beheerkosten en vergroten resultaatafhankelijke beloning

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Wat zijn de gevolgen van de beslissing van de overheid om af te zien van het verstrekken van de beheerkosten aan de fondsmanagers en in plaats daarvan de resultaatafhankelijke beloning te vergroten? In hoeverre heeft dit geleid tot de gewenste prikkel?* Het antwoord op deze vraag is: ***Het lijkt erop dat de impact van het afschaffen van een vergoeding voor beheerkosten een beperkt effect heeft. De fondsmanagers hebben sowieso een sterke prikkel om te presteren omdat ze een reputatie willen opbouwen.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In de interviews is dit onderwerp enkele keren ter sprake gekomen. Er wordt aangegeven dat die een licht positief effect heeft op de incentive die een fondsmanager heeft om goed te presteren. Het is een klein effect omdat zij een flinke incentives hebben om goed te functioneren. Ze willen juist een reputatie opbouwen in de markt en worden ook door private investeerders geprikkeld om een resultaatafhankelijke beloning te hanteren.

Enquête

In Figuur 95 op pagina 102 werd een aantal stellingen weergegeven. Eén stelling draait om de resultaatafhankelijke beloning. Ruim 80% van de respondenten is hier (zeer) positief over en minder dan 10% (zeer) negatief. In de enquête van het vorige onderzoek was bijna 70% van de fondsmanagers hier (zeer) tevreden over. [2] De tevredenheid hierover onder fondsmanagers is dus vooruit gegaan.

In het verlengde hiervan heeft één stelling heeft betrekking op de beheerkosten voor eigen rekening. Circa 36% van de fondsmanagers is hier (zeer) ontevreden over, de rest is neutraal (27%), positief (27%), zeer positief (5%) of geen mening (5%). In de enquête van het vorige onderzoek was 22% van de fondsmanagers hier (zeer) ontevreden over. [2] De tevredenheid hierover onder fondsmanagers is dus achteruit gegaan.

4.1.13 Redenen onderbenutting budget BA

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Wat zijn de voornaamste redenen dat het budget voor de BA jaarlijks niet volledig wordt benut?* Het antwoord op deze vraag is: ***Er zijn drie redenen waarom het budget van BA niet volledig wordt ingezet: Ten eerste is de regeling niet goed bekend onder business angels. Ten tweede kent de regeling eisen, zoals administratieve eisen, maar geven business angels juist de voorkeur aan informele trajecten en flexibiliteit. Ten derde was de regeling voorheen nog minder flexibel waardoor het nog minder aantrekkelijk was.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

Respondenten uit alle drie de categorieën (fondsen, experts en beleidsmakers & uitvoerders) hebben argumentatie aangedragen waarom de BA-regeling onderbenut is. Er worden drie hoofdargumenten gegeven:

- De regeling is niet goed bekend onder business angels. Omdat het lastig is business angels te identificeren is het niet eenvoudig om hen ervan te verwittigen dat deze regeling bestaat. In vergelijking met professionele fondsen zijn business angels:
    - minder georganiseerd
    - meer onder de radar actief
    - meer ad-hoc (en dus minder structureel)
- De regeling stelt (zoals elke regeling) eisen aan de business angels, maar dit lijkt een groep te zijn die hier weinig behoefte aan heeft en wat informeler opereert. De administratieve verplichtingen zien een goed voorbeeld van eisen waar men geen behoefte aan heeft. In het verlengde hiervan verplicht de regeling Business Angels onderling tot een langdurige commitment, maar deze groep wil juist flexibiliteit hebben.
- De regeling was voorheen ongunstiger en weinig flexibel ingericht aangezien er exact twee business angels moesten zijn. Dat is nu aangepast naar twee of meer. Nadat dit is aangepast is het animo voor de regeling gegroeid.

4.1.14 Functioneren adviescommissie en tendersysteem

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe functioneert de adviescommissie als adviesorgaan en het tendersysteem?* Het antwoord op deze vraag is: ***Door de bank genomen lijken de adviescommissie en het tendersysteem goed te functioneren. Het tendersysteem is een duidelijk vastgelegd systeem. Kritiekpunt is het beperkte aantal tenders per jaar waardoor het voor beoogde fondsmanagers lastiger is om met andere stakeholders af te stemmen. De leden van de adviescommissie zitten vaak lang op deze positie. Hierdoor is er veel ervaring, maar wellicht ook weinig ruimte voor vernieuwing. Over de rol van de commissie bij visitaties wordt positief geoordeeld. Verder wordt er positief over externe experts geoordeeld. Over het algemeen is men (zeer) tevreden over formele bepalingen van regeling. De grootste beperkingen zijn (1) dat er niet mag worden geparticipeerd in bedrijven die al een investering hebben gehad uit een investeringsfonds en (2) de maximale omvang van de participaties..***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

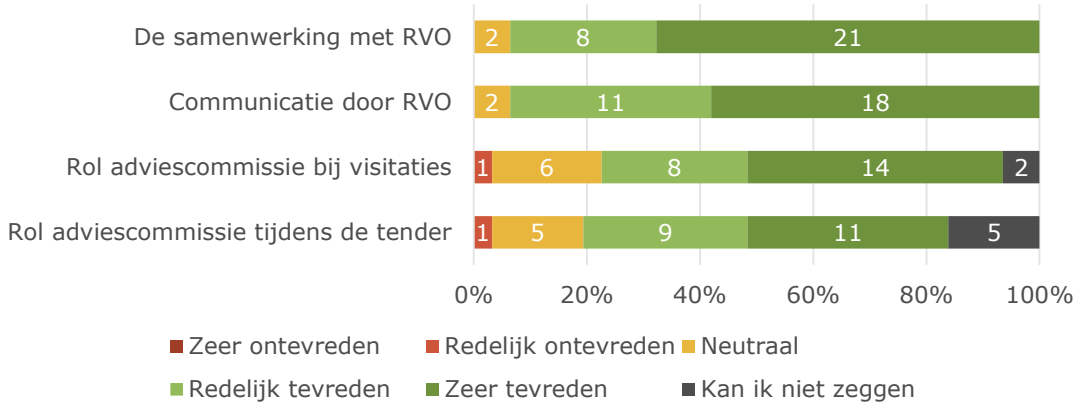
Alle soorten respondenten, de adviescommissie incluis, hebben vrij uitvoerig op dit vraagstuk gereflecteerd. Sommige partijen zijn heel positief over commissie en het proces, andere partijen zijn juist vrij kritisch. Op basis van de interviews kunnen we dus geen positief of negatief oordeel geven. Wederom zijn we vooral geïnteresseerd in de argumenten om een positieve of negatieve beoordeling te geven.

Tabel 15: Argumenten waarom de adviescommissie en tendersysteem goed of slecht functioneren

Argumenten waarom de adviescommissie en tendersysteem goed functioneren	**Argumenten waarom de adviescommissie en tendersysteem slecht functioneren**
De leden in de commissie komen uit de markt en hebben inhoudelijke kennis. Dit leidt tot goede onderbouwde keuzes.	
De leden in de commissie zitten er al heel lang in. Hierdoor hebben zij veel ervaring.	De leden van de commissie zitten er te lang in waardoor er te weinig ruimte is voor vernieuwde voorstellen. Nieuwe inzichten krijgen weinig ruimte. Ze zouden voor maximaal drie jaar worden aangesteld, maar ze zitten er al veel langer.
Er wordt gekeken naar het (schriftelijke) fondsplan, maar ook de teamdynamiek wordt (in een gesprek) beoordeeld. Zo worden alle relevante aspecten meegenomen.	
Er wordt aan de commissie en de aanvragers – onafhankelijk van elkaar - gevraagd of er sprake is van belangenverstrengeling en commissieleden voor wie dit geldt trekken zich terug van die tender. Zo wordt belangenverstrengeling voorkomen.	
Na de toekenning blijft de commissie betrokken door visitaties te houden met de fondsen. Zo wordt de professionaliteit van het fonds verbeterd over de tijd. Ook is er tijdig een vinger aan de pols als een fonds niet goed gaat.	
	Er is te weinig transparantie waarom een fondsplan wordt afgewezen. Duidelijk is wel *dat* een fondsvoorstel bepaalde cijfers krijgt, onduidelijk is *waarom* bepaalde cijfers worden gegeven.

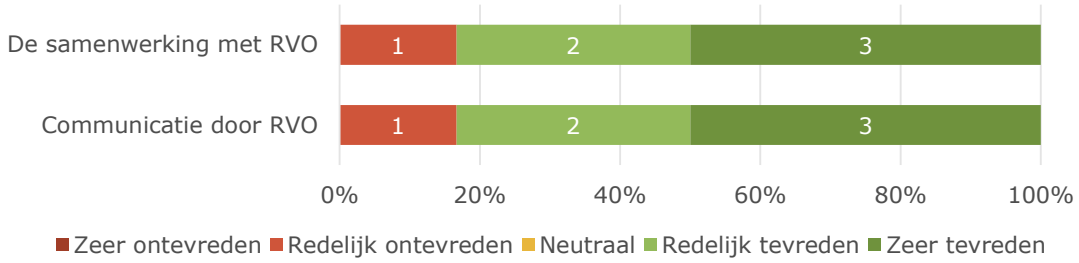
Enquête

Respondenten geven in de SC-enquête aan redelijk tot zeer tevreden te zijn over de samenwerking met en communicatie door RVO. Fondsmanagers van SC-fondsen zijn daarnaast ook erg tevreden over de rol van de adviescommissie bij visitaties en de tender. Overigens moet bij deze vraag wel moeten worden opgemerkt dat de respondenten alleen fondsmanagers zijn die hun voorstel gehonoreerd zagen worden. De managers van (beoogde) fondsen die hun voorstel afgekeurd zagen worden, zijn niet geënquêteerd (maar wel middels de interviews geconsulteerd).



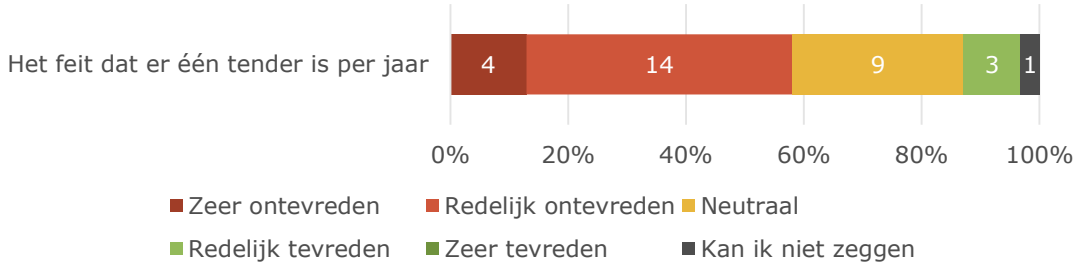
Figuur 90: Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u te spreken over de volgende uitvoeringsaspecten van de regeling?" (n=31)

Ook fondsmanagers van BA-fondsen zijn erg te spreken over de samenwerking met en communicatie vanuit RVO (zie Figuur 91).



Figuur 91: Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u te spreken over de volgende uitvoeringsaspecten van de regeling?" (n=6)

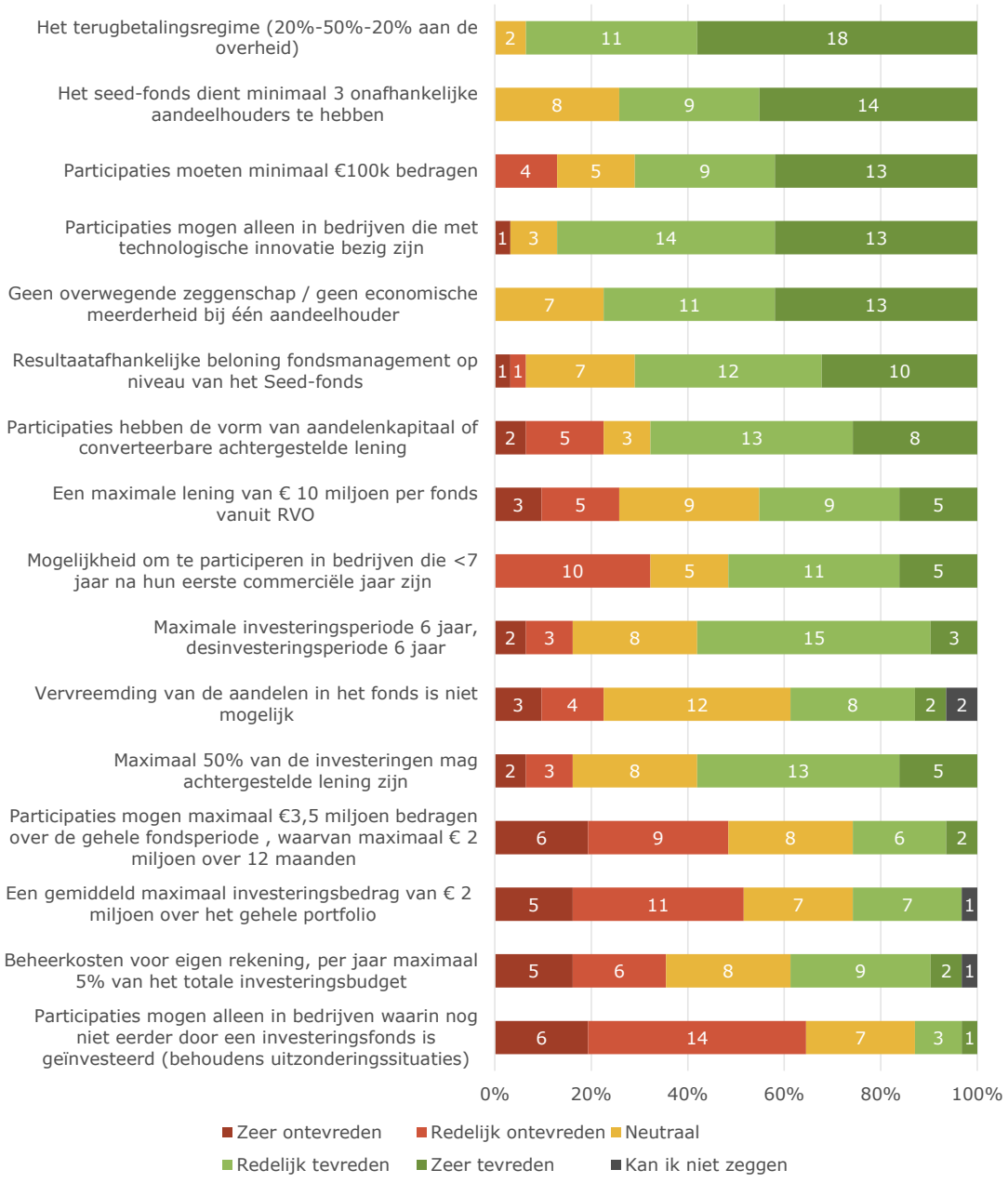
Verder geven respondenten in de SC-enquête aan dat zij graag zien dat er meer dan één tender is per jaar, bijvoorbeeld twee per jaar. Als reden wordt bijvoorbeeld gegeven dat het soms lastig is om een first close te matchen met de tijdslijnen van een tender.



Figuur 92: Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u te spreken over de volgende aspecten van de regeling?" (n=31)

In de enquête hebben we gebruikers van de regeling gevraagd naar hun tevredenheid over deze voorwaarden, zie Figuur 93. Respondenten zijn grotendeels tevreden over de voorwaarden van de SC-regeling. Aspecten waar zij het meest tevreden over zijn, zijn het terugbetalingsregime, de eisen wat betreft het aandeelhouderschap en de minimale omvang van participaties. Respondenten zijn het minst tevreden over de voorwaarde dat zij niet

mogen investeren in participaties waar al eerder door een investeringsfonds in geïnvesteerd is, het feit dat beheerkosten voor eigen rekening zijn, het gemiddelde maximale investeringsbedrag van € 2 miljoen en het maximale investeringsbedrag van € 3,5 miljoen per participatie. Wat betreft het laatste punt vinden respondenten dat voor sommige participaties in kapitaalintensieve sectoren een grotere investering mogelijk moet zijn.

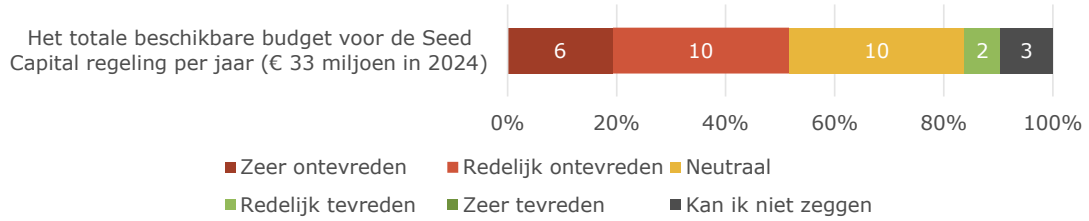


Figuur 93: Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u te spreken over de volgende formele bepalingen in de regeling?" (n=31)

Het bovenstaande onderwerp is ook nog in een andere vraag teruggekomen. Managers van SC-fondsen is gevraagd: *Wat zijn de belangrijkste belemmeringen (geweest) bij het investeren van uw fondsvermogen?* Eén antwoordoptie was *specifieke voorwaarden van de SC-regeling.* Bijna 40% van de respondenten koos hiervoor. Daarnaast werden bij het bijpassende open antwoordveld voorbeelden hiervan gegeven.

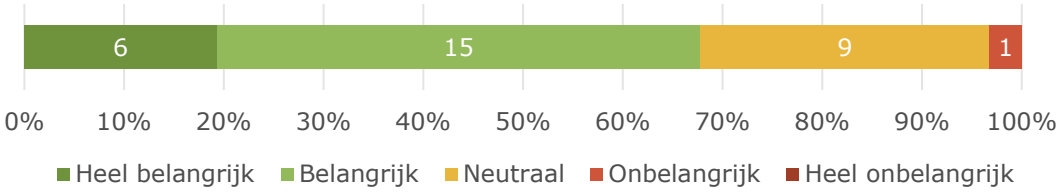
- Maximaal toegestane investering per participatie.
- Maximale leeftijd van onderneming waarin geparticipeerd wordt.
- Lange doorlooptijd.
- Minimaal aantal investeringen in fonds (en in het verlengde hiervan het lage gemiddeld investeringsbedrag)
- *Secondaries*[39] zijn niet toegestaan.
- Beperkingen wanneer men al betrokken is als angel investor
- Strikte voorwaarden over definitie en timing van andere fonds investeerders

Verder blijkt dat ruim de helft van de respondenten redelijk tot zeer ontevreden is over het jaarlijkse budget voor de SC-regeling, zij zien het budget graag hoger. Een derde staat hier neutraal tegenover en slechts 6% is hier redelijk tevreden over.



Figuur 94. Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u te spreken over de volgende aspecten van de regeling?" (n=31)

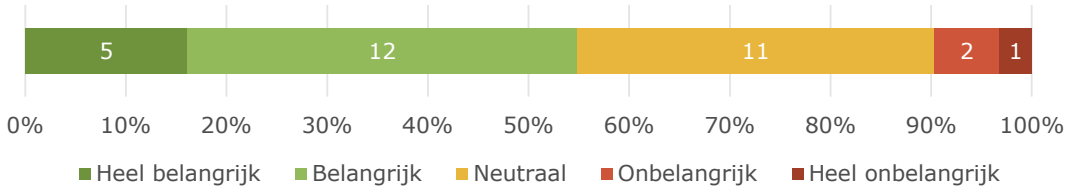
In de enquête is ook ingegaan op de inzet van externe experts, zie Figuur 95. Uit onderstaande figuur blijkt daarnaast dat bijna 70% van de respondenten het belangrijk vindt dat er bij de opzet van de Seed tender gebruik wordt gemaakt van externe onafhankelijke experts uit de markt voor de beoordeling van het fondsplan.



Figuur 95: Antwoord op de vraag "In hoeverre vindt u het belangrijk dat in de opzet van de Seed tender gebruik gemaakt wordt van externe onafhankelijke experts uit de markt voor de beoordeling van het fondsplan?" (n=31)

Ook de ontkoppeling van andere regelingen van de overheid is aan bod gekomen in de enquête, zie Figuur 96. Het meest opvallende is dat bijna de helft van de respondenten hier geen uitgesproken mening over heeft.

[39] Hiermee wordt het kopen en verkopen van bestaande posities van investeerders bedoeld



Figuur 96: Antwoord op de vraag "In hoeverre vindt u het belangrijk dat de regeling en de selectie van fondsmanagers van SC-fondsen losstaat van andere regelingen van de overheid (zoals bijv. Groeifaciliteit, Invest-NL/DFF) waar ook een selectie van fondsmanagers plaatsvindt?" (n=31)

4.2 Doeltreffendheid Dutch Venture Initiative

4.2.1 Impact DVI-regeling op aantrekken private middelen naar Nederland

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Een van de doelstellingen van DVI is dat twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Wordt deze doelstelling bereikt?* Het antwoord op deze vraag is: ***De doelstelling om twee keer de Nederlandse inleg terug te laten komen wordt ruim bereikt. Voor elke euro die de Nederlandse overheid in DVI-I investeert, ontvangen Nederlandse bedrijven €4,1 aan investeringen, voor DVI-II is dat zelfs €7,7.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Literatuuronderzoek

Zoals benoemd in paragraaf 3.3.2 is bij DVI het streven dat minimaal twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Bij DVI-I was de inleg van de Nederlandse overheid 66,67% van de DVI-bijdrage (€135 miljoen van de €202,5 miljoen) en bij DVI-II was dit 50% (€100 miljoen van de €200 miljoen). De 27 fondsen hebben € 1.028,7 miljoen in 178 Nederlandse bedrijven geïnvesteerd. Voor elke euro die de Nederlandse overheid in DVI-I investeert, ontvangen Nederlandse bedrijven € 4,1 aan investeringen, voor DVI-II is dat zelfs €7,1. [50] De doelstelling van de hefboom wordt dus ruimschoots gehaald.

Interviews

In de interviews wordt geregeld aangegeven dat men zich bewust is van de kritiek op de DVI-regelingen in de media, bijvoorbeeld [53], over de investeringen van DVI fondsen in het buitenland. Ook hier wordt de multiplier van 4 (DVI-I) en 8 (DVI-II) genoemd. Ook de individuele fondsen geven in interviews aan dat zij (ruim) aan deze eisen voldoen. Tegelijkertijd halen zij ook het punt aan dat attributie van investeringen naar één land niet altijd eenduidig is, zie ook hoofdstuk 3.

4.2.2 Impact DVI-fondsen op ontwikkeling van participaties

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Wat is de ontwikkeling die DVI-bedrijven hebben doorgemaakt? Hoe vergaat het bedrijven – over de tijd – waar DVI-fondsen in geïnvesteerd hebben?* Het antwoord op deze vraag is:

De bedrijven waarin een DVI-fonds geparticipeerd heeft, kennen pas na een aantal jaar een snellere groei in omzet dan vergelijkbare Nederlandse bedrijven. De werkgelegenheid voor bedrijven met een participatie vanuit een DVI-fonds groeit al vanaf het eerste jaar van de investering sneller dan vergelijkbare bedrijven.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

Voordat we de econometrische analyse uitvoeren, hebben we allereerst een descriptieve analyse van de deze bedrijven gemaakt. Tabel 16 toont hoe deze bedrijven er ten tijde van de investering uitzien. Uit deze tabel blijkt dat het mediane bedrijf veel speur- en ontwikkelingswerk uitvoert. Het merendeel van de DVI-bedrijven maakt gebruik van de WBSO-regeling ten behoeve van innovatief werk. Daarnaast draait het mediane bedrijf een positieve omzet. Niet alle bedrijven zijn in staat om ten tijde van de investering al omzet te genereren, dus er is sprake van grote heterogeniteit qua omzet (en winstgevendheid) onder de DVI-bedrijven. DVI-bedrijven zijn met een mediane leeftijd van 5 jaar nog jong ten tijde van de investering. Ten slotte is het merendeel van de werknemers man en wordt de minderheid van de werkzaamheden verricht door vrouwen.

Tabel 16: Descriptieve statistieken van Nederlandse bedrijven met een participatie van een DVI-fonds

Parameter	Waarde	Eenheid
Omzet (mediaan)	7,016	miljoen € per jaar
Werkzame personen (mediaan)	21,7	personen
SO-uren (mediaan)	14581,4	uren per jaar
Leeftijd	5	jaren
Aandeel vrouwen	32,1%	% van totale FTE zijn vrouwelijk

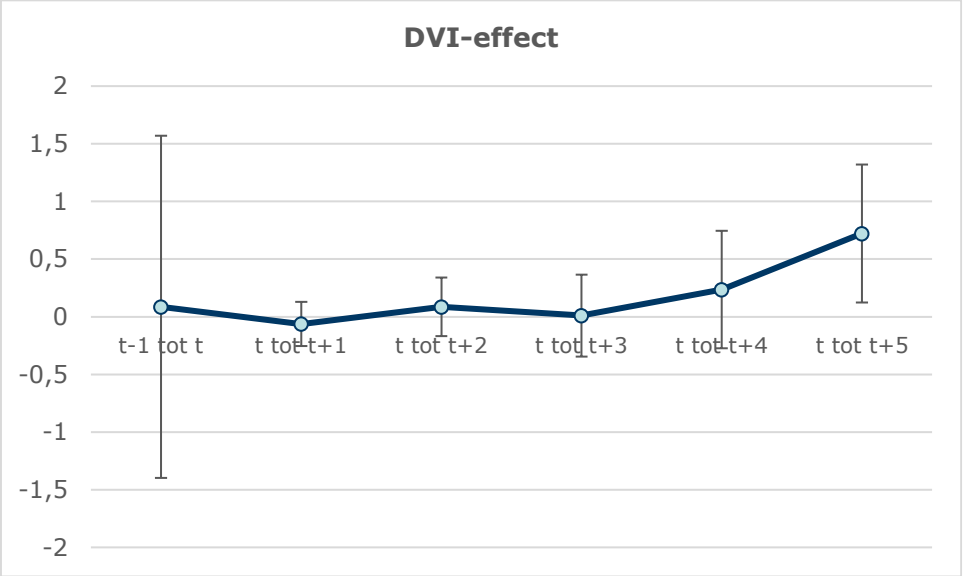
We toetsen de doeltreffendheid van DVI aan de hand van een difference-in-difference analyse, waarbij we vooraf referentiegroepen samenstellen door middel van Propensity Score Matching. De procedure is nader toegelicht in Bijlage 7. Uit de analyse, zie Tabel 17, blijkt dat bedrijven die een investering vanuit DVI hebben ontvangen in de eerste jaren geen significant andere omzet genereren dan gematchte, vergelijkbare bedrijven die geen investering hebben ontvangen. Na een periode van 4 jaar begint het verschil tussen de twee groepen bedrijven toe te nemen en na 5 jaar is er een statistisch significant verschil qua omzet tussen DVI-bedrijven en de referentiegroep ($p<10\%$). Figuur 97 laat de geschatte effecten grafisch zien. De blauwe lijn laat de geschatte effecten van de DVI-investering zien op de omzet, terwijl de zwarte balken de 90% *confidence band* tonen. DVI-bedrijven presteren in eerste instantie dus niet gelijk beter qua omzet dan niet-DVI bedrijven en het effect treedt met een vertraging op. Mogelijk komt dit doordat een investering door een DVI fonds eerst leidt tot extra werkgelegenheid en R&D werkzaamheden (tabel 18 en 19), wat zich pas na verloop van tijd vertaalt in extra omzet.

Tabel 17: Geschatte effecten van DVI-investeringen op omzet van participaties

Omzet: log(omzet)	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)					
	(t-1 – t0)	(t0 - t+1)	(t0 - t+2)	(t0 - t+3)	(t0 - t+4)	(t0 - t+5)
DVI effect	0.086 (0.902)	-0.063 (0.116)	0.086 (0.154)	0.011 (0.216)	0.236 (0.310)	0.722** (0.364)
N (aantal bedrijven)	488	488	384	336	224	120
R2	0.152	0.125	0.147	0.183	0.128	0.311

CBS Microdata (2024), bewerking (SEO, 2024)

*Noot: Alle modellen zijn inclusief bedrijf- en jaar fixed effects. Standaardfouten tussen haakjes. Significantieniveaus: * 10%, ** 5% en *** 1%.*



Figuur 97: Visuele weergave van geschatte effecten van DVI-investeringen op omzet van participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven uit het Algemene Bedrijvenregister. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.

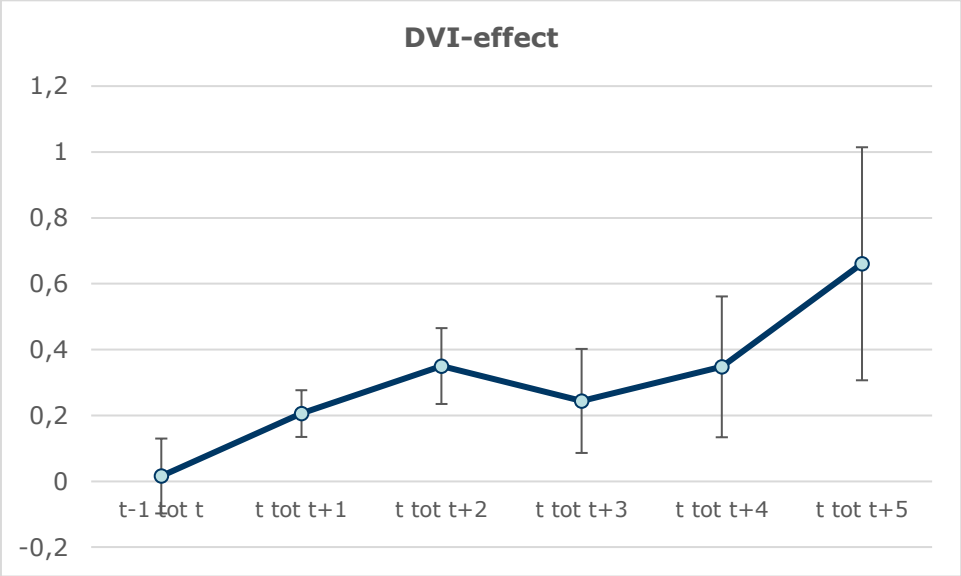
Tabel 18 toont de geschatte effecten van DVI-investeringen op werkgelegenheid, gemeten in het aantal FTE dat bij een bedrijf werkzaam is. In tegenstelling tot omzet, is hier wel gelijk in het eerste jaar na de investering een statistisch significant verschil tussen de twee groepen bedrijven. DVI-bedrijven bieden significant meer werkgelegenheid en het verschil met de referentiegroep neemt toe over de tijd. Figuur 98 toont deze resultaten grafisch. De blauwe lijn in deze figuur toont de geschatte effecten terwijl de verticale zwarte balken de 90% confidence band laten zien.

Tabel 18: Geschatte effecten van DVI-investeringen op werkgelegenheid binnen participaties

Werkgelegenheid: log(FTE)	**Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)**					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
DVI effect	0.016 (0.069)	0.206*** (0.043)	0.350*** (0.070)	0.244** (0.096)	0.348*** (0.130)	0.661*** (0.215)
N (aantal bedrijven)	488	488	384	336	224	120
R2	0.432	0.348	0.350	0.464	0.450	0.502

CBS Microdata (2024), bewerking (SEO, 2024)

*Noot: Alle modellen zijn inclusief bedrijf- en jaar fixed effects. Standaardfouten tussen haakjes. Significantieniveaus: * 10%, ** 5% en *** 1%.*



Figuur 98: Visuele weergave van geschatte effecten van DVI-investeringen op werkgelegenheid binnen participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven uit het Algemene Bedrijvenregister. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.

In de onderzoekvragen over DVI wordt, in tegenstelling tot bij SC en BA, niet specifiek gevraagd naar de ontwikkeling van de participaties als het gaat om diversiteit (geslacht, leeftijd, opleidingsniveau). We hebben dit echter wel onderzocht. De resultaten hiervan worden in de onderstaande box weergegeven.

Box 4. Diversiteit van werknemers van Nederlandse participaties van DVI-fondsen

Er is een analyse van werknemers van Nederlandse participaties van DVI-fondsen uitgevoerd. Dit is gedaan middels CBS-microdata. **Binnen deze groep werknemers is een zeer sterke bias naar hoogopgeleide personen en een redelijk grote bias naar mannen en jongeren. Het hoogtechnologische en innovatieve karakter van de participaties van DVI-fondsen zou de oververtegenwoordiging van hoogopgeleide personen kunnen verklaren.** Hieronder gaan we in op de details.

- Uit de analyse van deze data komt naar voren dat het merendeel van de werknemers (bijna 68%) mannelijk is en een minderheid (32% dus) vrouwelijk. Op basis van de arbeidsparticipatie van mannen en vrouw in Nederland zouden mannen 53% van de werknemers moeten vormen. [54] Mannen zijn dus 28% oververtegenwoordigd in het werknemersbestande van Nederlandse participaties van DVI-fondsen.

- Ook als we kijken naar leeftijdsopbouw van het werknemersbestand dan zien we een duidelijk patroon. Het cohort jonge medewerkers (jonger dan 30) is relatief klein op de totale Nederlandse beroepsbevolking, maar maken 36% van het personeelsbestand uit. De groep 30 tot 54-jarigen maken 58% uit van het personeelsbestand en de oudere medewerkers (54 jaar en ouder) slechts 6%. Ter referentie: de werkzame beroepsbevolking van Nederland is 9,7 miljoen personen en de oudere medewerkers maken hier met 2,4 miljoen personen bijna een kwart van uit. [55]Andersom geredeneerd: (36%+58%=)95% van de medewerkers in deze bedrijven komen uit 75% van de bevolking. Personen onder de 54 jaar zijn

dus 27% oververtegenwoordigd in het werknemersbestande van Nederlandse participaties van DVI-fondsen.

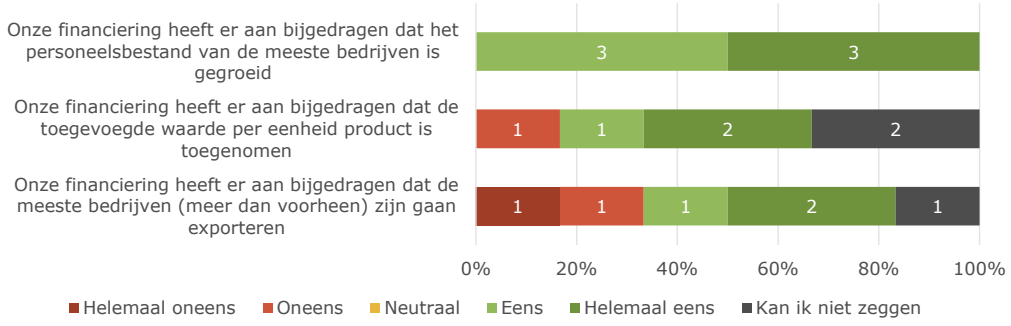
- Ook als we kijken naar opleiding dan zien we een bias naar hoogopgeleide personen. In Nederland is ruim 35% van de personen hoogopgeleid [56], maar onder de werknemers van Nederlandse participaties van DVI-fondsen ligt dit op bijna 75%. Laagopgeleide personen zijn ruim een kwart van de Nederlandse bevolking, maar slechts 3% in deze groep werknemers. Hoogopgeleide personen zijn dus 114% oververtegenwoordigd in het werknemersbestande van Nederlandse participaties van DVI-fondsen.

Interviews

In de interviews wordt aangegeven dat fondsen de bedrijven waarin ze participeren ondersteunen bij de verdere ontwikkeling. Denk hierbij aan financiële huishouding, governance, procesverbeteringen. In sommige gevallen komt ook DEI en ESG sterk naar voren. Er wordt verder aangegeven dat bedrijven met *geduldig venture capital* beter hun doelen op de lange termijn halen. Ze innoveren en patenteren meer dan bedrijven die dit niet hebben. Daarnaast is uit de interviews gebleken dat DVI fondsen ook investeringsrondes kunnen leiden en andere investeerders kunnen aantrekken.

Enquête

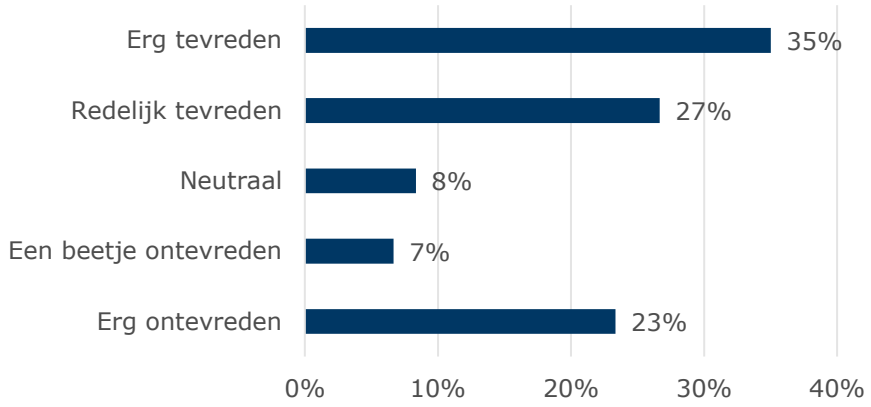
In de enquête is aan managers van DVI-fondsen gevraagd in welke mate ze bepaalde stellingen over de ontwikkeling van hun participaties onderschrijven. Hieruit komt naar voren dat men unaniem een positief beeld heeft van de ontwikkeling van de werkgelegenheid binnen deze participaties. Bij de vragen die indirect te koppelen zijn aan omzetgroei (hogere toegevoegde waarde en meer export) is er gemiddeld slechts een licht positieve beoordeling.



Figuur 99: Antwoord op de vraag "Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=6)

Op basis van de DVI-enquête blijkt dat de DVI-fondsen gemiddeld voor 35% van de bedrijven waarin zij hebben geïnvesteerd erg tevreden zijn. Voor 27% van de bedrijven zijn zij redelijk tevreden en voor 8% kijken zij hier neutraal tegenaan. Voor respectievelijk 7% en 23% van de bedrijven waarin DVI-fondsen hebben geïnvesteerd zijn zij een beetje tot erg ontevreden.

Over de hele linie lijken managers van DVI-fondsen dus een positief beeld te hebben van de ontwikkeling van hun participaties.[40]



Figuur 100: Antwoord op de vraag "Hoe tevreden bent u over de ontwikkeling van de bedrijven waarin u heeft geïnvesteerd?" (n=6)[41]

4.2.3 Impact DVI-fondsen op groei- en innovatievermogen van participaties en maatschappelijke transities

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Wat is het effect van de investeringen in de bedrijven op hun groei- en innovatievermogen en impact op maatschappelijke transities?* Het antwoord op deze vraag is: ***De bedrijven waarin een DVI-fonds geparticipeerd voeren meer innovatieve activiteiten uit dan een referentiegroep van andere vergelijkbare Nederlandse bedrijven. Dit verschil is ontstaan na de participatie en hiervoor was de mate van innovatie gelijk aan andere vergelijkbare Nederlandse bedrijven***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Econometrische analyse

De difference-in-difference analyse, zie Tabel 19, laat zien dat participaties van DVI-fondsen meer innovatiewerk verrichten na een DVI-toekenning. Tot en met het moment van de toekenning volgen participaties van DVI-fondsen en de referentiegroep een vergelijkbaar pad qua SO-uren. Hierna lopen de innovatie-activiteiten uiteen tussen de twee groepen. Bedrijven die vanuit DVI een investering hebben ontvangen voeren significant meer innovatiewerk uit. Dit effect is binnen het eerste jaar na de investering al statistisch significant en neemt

[40] Het is wellicht aardig om de tevredenheid te vergelijken met de SC- en BA-regeling, zie paragraaf 4.1.3. Bij de SC-regeling was 22% (een beetje of erg) ontevreden, bij BA ligt deze score op 38% en bij DVI ligt dit op 30%. Andersom: bij de SC-regeling was 62% (erg of redelijk) tevreden, bij BA is dit 37% en bij DVI ligt het op 52%.

[41] Een goede lezer zal zich wellicht afvragen hoe het kan dat er een score wordt gehaald van 8% op *neutraal* terwijl er maar 6 respondenten zijn. Intuïtief zou de minimale resolutie dan (100%/6=)16,7% moeten zijn. De reden dat dat hier niet zo is, is omdat aan respondenten is gevraagd om voor al hun participaties aan te geven over welk percentage men *erg tevreden* is, welk percentage *tevreden*, et cetera. De score die worden weergegeven zijn de gemiddelde waarde die is ingevuld.

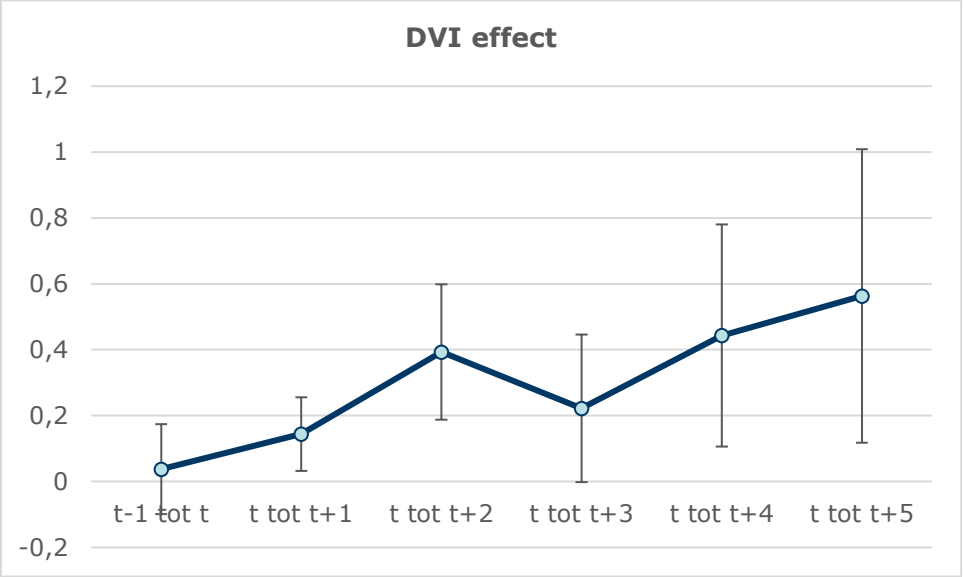
gedurende de jaren toe. Figuur 101 toont grafisch de ontwikkeling van het geschatte effect en laat de toename over de tijd zien.

Tabel 19: Geschatte effecten van DVI-investeringen op innovatie binnen participaties

Innovatie: log(SO-uren)	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)					
	(t-1 – t0)	(t0 - t+1)	(t0 - t+2)	(t0 - t+3)	(t0 - t+4)	(t0 - t+5)
DVI effect	0.037 (0.083)	0.144** (0.068)	0.393*** (0.125)	0.222 (0.136)	0.443* (0.250)	0.563** (0.271)
N (aantal bedrijven)	488	488	384	336	224	120
R2	0.258	0.066	0.165	0.120	0.092	0.123

CBS Microdata (2024), bewerking (SEO, 2024)

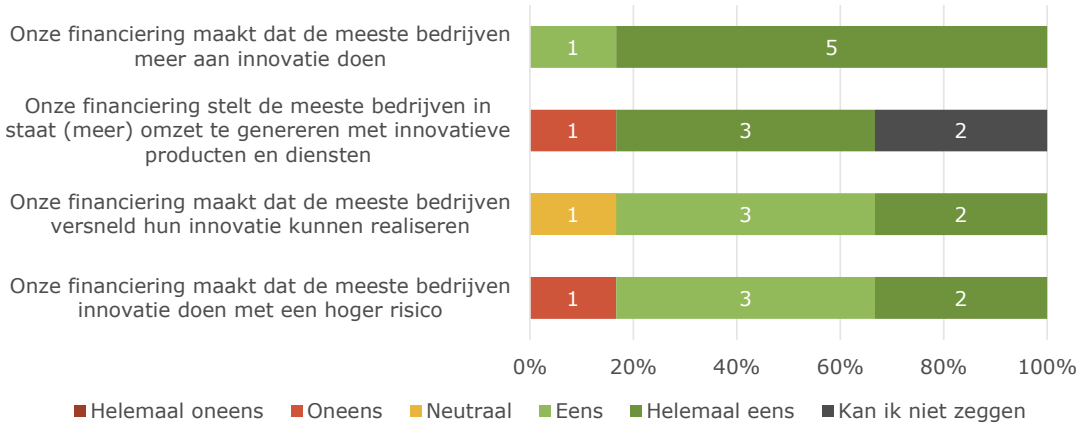
*Noot: Alle modellen zijn inclusief bedrijf- en jaar fixed effects. Standaardfouten tussen haakjes. Significantieniveaus: * 10%, ** 5% en *** 1%.*



Figuur 101: Visuele weergave van geschatte effecten van DVI-investeringen op innovatie binnen participaties in vergelijking met soortgelijke bedrijven uit het Algemene Bedrijvenregister. De cijfers op de Y-as weergeven een elasticiteit. Een waarde van 0,1 geeft bijvoorbeeld een verschil van c.a. 10% aan tussen de twee groepen bedrijven.

Enquête

In de enquête zijn aan managers van DVI-fondsen verschillende vragen gesteld over innovatie bij hun participaties. Over het algemeen is men zeer positief over de impact van hun financiering op innovatie bij bedrijven. Zeker als het gaat om *meer* aan innovatie doen. Maar ook over meer risicovol innoveren en versneld innoveren is men gemiddeld positief. Over de mate waarin innovatie leidt tot meer omzet is men gemiddeld licht positief.



Figuur 102: Antwoord op de vraag "Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het merendeel van deze bedrijven?" (n=6)

4.2.4 Impact DVI-fondsen op de sector en ecosysteem

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hebben de DVI-fondsen impact gehad op de sector/ het ecosysteem waarin ze investeren?* Het antwoord op deze vraag is:

De DVI-fondsen hadden een positieve impact op de ontwikkeling van de sectoren en ecosystemen waarin ze investeerden. DVI zorgde voor meer middelen, meer participaties en droeg bij aan een verdere professionalisering van fondsen.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

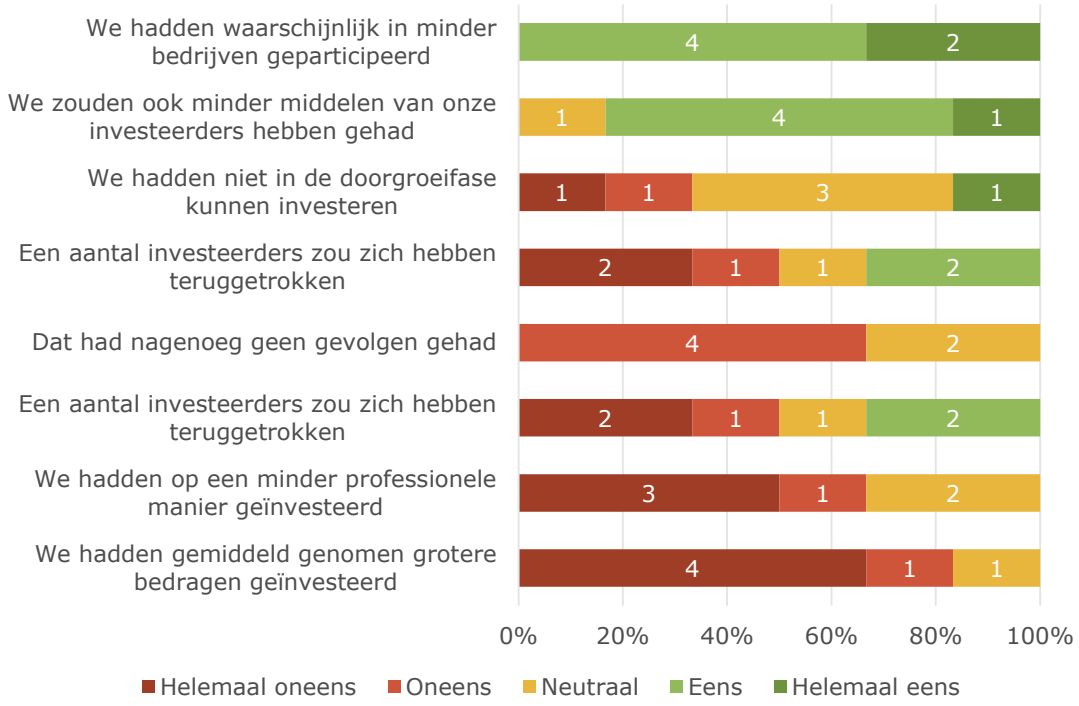
Interviews

In de interviews is deze vraag uitvoerig aan bod gekomen. De fondsen redeneren vooral vanuit hun eigen impact op de sector en het ecosysteem, waarbij ze wel aangeven dat de ondersteuning van DVI waardevol voor hen was. Zo wordt aangegeven dat de focus die EIF richt op maatschappelijke impact de sector heeft beïnvloed. Fondsen die gebruik maken van DVI richten zich sterker op dit aspect en dit lijkt hierdoor breder te worden ingezet in de sector. Andere fondsen geven aan dat hun investeringen in bepaalde sectoren er voor zorgt dat innovatieve bedrijven kunnen opschalen.

Beleidsmakers en uitvoerders geven aan dat er een beeld is dat DVI-fondsen een sturende impact op de sector waarin ze investeren hebben. Hierdoor zou DVI tevens goed gebruikt kunnen worden om beleidsdoelen (zoals bepaalde transitieopgaves) te ondersteunen.

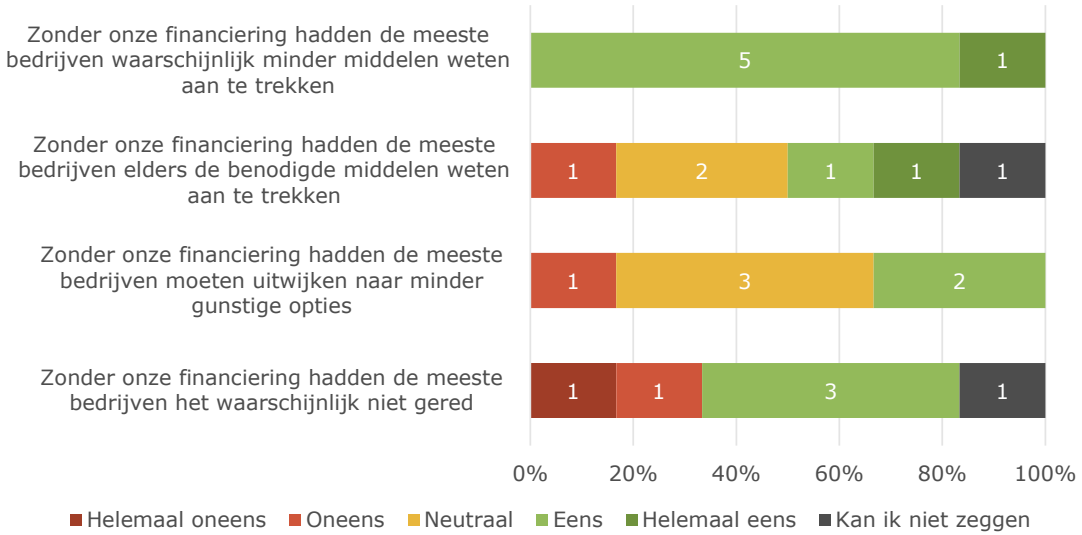
Enquête

Respondenten hebben in de DVI-enquête aangegeven wat het voor hen had betekend als zij geen financiering vanuit DVI hadden ontvangen. Respondenten geven aan dat zij dan waarschijnlijk in minder bedrijven hadden geparticipeerd en ook minder middelen van investeerders hadden ontvangen. Zonder DVI zouden respondenten niet op een minder professionele manier geïnvesteerd hebben en zouden zij ook niet grotere bedragen geïnvesteerd hebben. De grootste indicator van de additionaliteit van de DVI-regeling is het antwoord op de stelling *dit had nagenoeg geen gevolgen gehad.* Geen van de fondsmanagers is het hiermee eens.



Figuur 103: Antwoord op de vraag "Stel u had geen gebruik kunnen maken van DVI, wat had dit dan voor uw investeringsmaatschappij betekend?" (n=6)

In de DVI-enquête is ook gevraagd naar de impact van DVI op de participaties. Figuur 81 toont de uitkomsten op deze vraag. Wat opvalt is dat de Fondsmanagers van SC-fondsen van mening zijn dat hun participaties zonder de investeringen van het fonds (1) minder middelen zouden hebben aangetrokken en het in sommige gevallen (2) waarschijnlijk niet gered zouden hebben. Er lijken verder weinig alternatieven te zijn om de benodigde middelen elders vandaag te halen.



Figuur 104: Antwoord op de vraag "Kunt u per stelling aangeven in hoeverre u het daar mee eens bent als u kijkt naar het merendeel van de bedrijven waarin uw fonds geïnvesteerd heeft?" (n=6)

4.2.5 Impact DVI op Nederlandse aanbod van risicokapitaal

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Wat is het effect van DVI op het Nederlandse aanbod van risicokapitaal? In hoeverre is de equity gap door de DVI verminderd?* Het antwoord op deze vraag is:

Het Nederlandse aanbod van risicokapitaal is het afgelopen decennium verbeterd. De DVI-fondsen hebben een positieve impact hierop gehad. Het zorgde voor meer middelen en droeg ook bij aan een verdere professionalisering van fondsen. De equity gap is hierdoor waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

Geïnterviewden zijn door de bank genomen positief over het effect van DVI op het Nederlandse aanbod van risicokapitaal. Hiervoor worden drie argumentatielijnen gevolgd.

- **Omvang**. Een evident effect van de DVI is dat er meer kapitaal op de markt is gekomen. Fondsen geven aan dat zij door DVI meer middelen tot hun beschikking hebben gekregen.
- **Kwaliteitsstempel**. Doordat EIF een grondig due diligence uitvoert en vaak de first closing doet krijgen fondsen die door deze keuring komen een hoogwaardige kwaliteitsstempel. Door dit te communiceren kunnen zijn eenvoudiger privaat kapitaal aantrekken. Hierdoor worden fondsen sneller opgezet en is de slaagkans om tot een succesvol fonds te komen hoger.
- **Opleiding**. Een enkele keer wordt ook het argument genoemd dat door de activiteiten van DVI er meer fondsmanagers van Nederlandse fondsen hoogwaardige ervaring hebben kunnen opdoen. Hierdoor bevinden zij zich nu in de top van de VC-markt (en hebben geen behoefte meer aan publieke middelen).

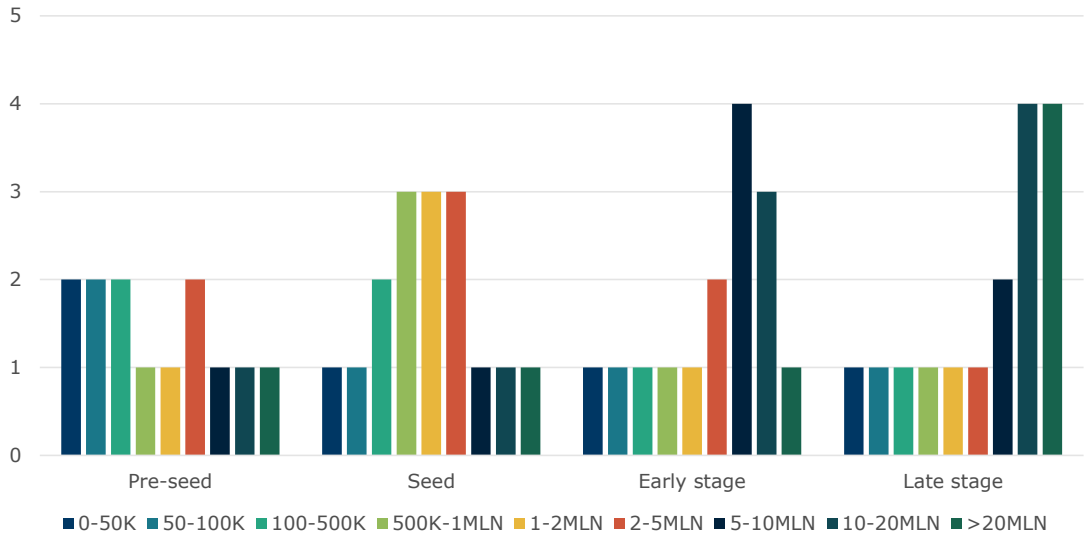
In de interviews komt de heterogeniteit van landen en de bijbehorende publieke fondsen sterk aan de orde. Het is lastig om landen en hun instrumenten met elkaar te vergelijken omdat er hele grote onderlinge verschillen zijn. Wel wordt er een vergelijk getrokken tussen de VC-markten. Europa loopt flink achter op de VS. Binnen Europa lopen de Scandinavische landen voorop, maar doen Nederland en het Verenigd Koninkrijk het ook goed. Ondanks de lage mate van vergelijkbaarheid, wordt wel aangegeven dat het goed is dat Nederland DVI in het leven heeft geroepen. Andere landen hebben ook dit soort publieke fondsen en als wij het niet zouden doen dan stonden we relatief op achterstand.

Enquête

Volgens 5 van de 6 DVI-fondsmanagers die de DVI-enquête hebben ingevuld bestaat er op dit moment nog een onvervulde kapitaalbehoefte in een bepaalde deelsector.

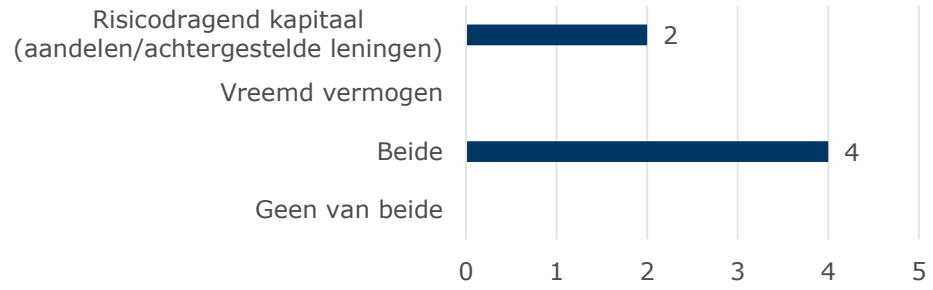
Kijken we meer specifiek naar de investeringsfase en de omvang van de onvervulde kapitaalbehoefte, dan blijkt dat de grootste kapitaalbehoefte bestaat in de Seed-, Early en Late stage fases. Qua omvang ligt de grootste behoefte in de categorie tussen de € 2-20 miljoen, afhankelijk van de sector. Verder is aan de respondenten gevraagd in welke sectoren de equity zich voordoet. Hieruit komen de volgende elementen naar voren:

- **ICT.** Early en Late stage, zowel kleinere als grotere tickets
- **Biotech**. Alle fases



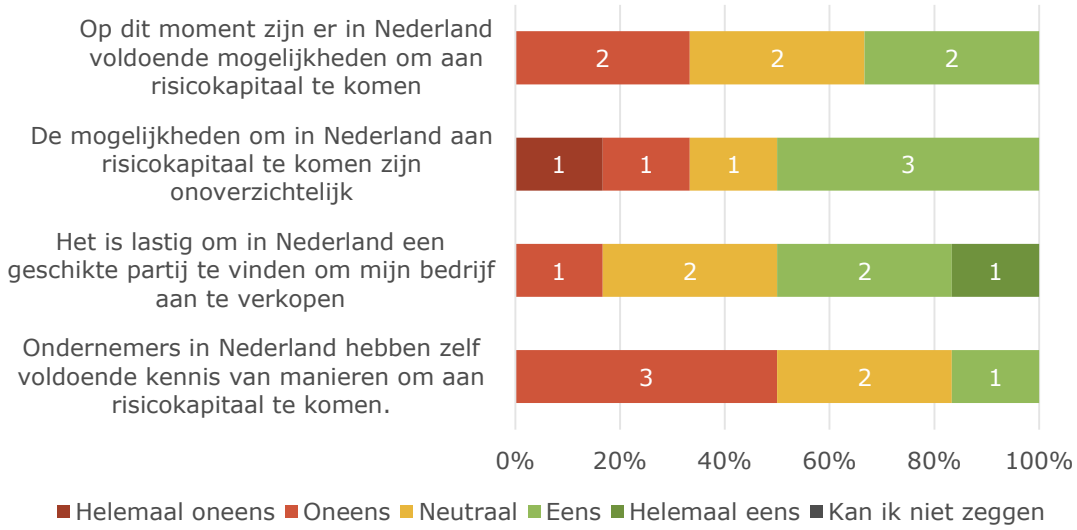
Figuur 105: Antwoord op de vraag "Bestaat er volgens u op dit moment nog een onvervulde kapitaal-behoefte ('equity gap') in een bepaalde investeringsfase en zo ja, hoe groot is die behoefte?" (n=6)

Verder blijkt uit de DVI-enquête dat DVI-fondsen menen dat er zowel behoefte bestaat aan (enkel) risicodragend kapitaal alsook aan vreemd vermogen.



Figuur 106: Antwoord op de vraag "Bestaat er volgens u op dit moment nog een behoefte als het gaat om de aard van financiering? Zo ja, om welke aard van financiering gaat het?" (n=6)

In de DVI-enquête geven daarnaast 5 van de 6 respondenten aan dat er nog een onvervulde kapitaalbehoefte bestaat in een bepaalde (deel)sector. Sectoren waar volgens respondenten nog een onvervulde kapitaalbehoefte bestaat zijn onder meer ICT en Biotech. De omvang van de kapitaalbehoefte verschilt, maar het zwaartepunt ligt op bedragen boven de € 1 miljoen tot € 20 miljoen of meer. Daarnaast is er zowel behoefte aan risicodragend kapitaal als aan vreemd vermogen. Verder wordt verschillend aangekeken tegen de risicokapitaal-markt in Nederland (zie onderstaande figuur).



Figuur 107: Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u het eens met de volgende stellingen over kapitaal in Nederland?" (n=6)

5 Doelmatigheid

5.1 Doelmatigheid Seed Capital en Business Angel regeling

5.1.1 Gerealiseerde opbrengsten

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Welke ontvangsten/opbrengsten zijn er gerealiseerd voor de SC-regeling (zowel door de tijd als het totaal ultimo 2022). Wat is op basis hiervan (globaal) de verwachte mate van revolverendheid van de regeling?* Het antwoord op deze vraag is: ***Omdat we de data niet of nauwelijks kunnen uitsplitsen tussen SC en BA, presenteren we de doelmatigheid van beide regelingen samen. Wanneer we kijken naar fondsen gestart in 2005-2012, waren er voor de Staat €90,6 miljoen aan inkomsten tegenover €114,5 miljoen aan geïnvesteerd kapitaal. De revolverendheid van dit deel van de SC-fondsen voor de Staat is dus 79,1%. Over de periode 2018-2022 waren de totale uitgaven van de SC-regelingen (SC en BA) bijna €150 miljoen, maar is de revolverendheid nog niet te bepalen.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

Uit een analyse van RVO blijkt dat SC-fondsen gestart in 2005-2012 totale inkomsten hebben gegenereerd van €330,2 miljoen, waarvan €90,6 miljoen voor de Staat en €239,6 miljoen voor de private investeerders. Hier tegenover staan investeringen van de Staat en private partijen van respectievelijk €114,5 miljoen en €120,3 miljoen. De revolverendheid voor de Staat is voor dit deel van de SC-fondsen dus 79,1% en voor private partijen is de revolverendheid 199,1%. Er zijn nog circa 70 participaties waarvoor geen exit is gerealiseerd, wat betekent dat de revolverendheid hoger zal uitkomen.[42] Dit staat weergegeven in onderstaande tabel. Beheerkosten voor private partijen en uitvoeringskosten voor RVO zijn buiten deze berekening gehouden. Tabel 21 toont de revolverendheid van de SC per jaar.

Tabel 20: Geïnvesteerd kapitaal en inkomsten voor SC-fondsen gestart in 2005-2012 (in € mln).[43] Bron: RVO

	Staat	Privaat	Totaal
Geïnvesteerd kapitaal	€114,5	€120,3	€234,9
Inkomsten	€90,6	€239,6	€330,2
Inkomsten als % investering	**79,1%**	**199,1%**	**140,6%**

Tabel 21: Revolverendheid voor de Rijksoverheid van de Seed capital regeling 2005-2012. Bron: RVO.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mate van revolverendheid	87%	17%	69%	61%	106%	147%	65%	80%

[42] Het onderzoeksteam beschikt niet over de gegevens van de restwaarde van deze participaties.

[43] Alleen gerealiseerde resultaten, beheerkosten private investeerders buiten beschouwing gelaten.

Literatuuronderzoek

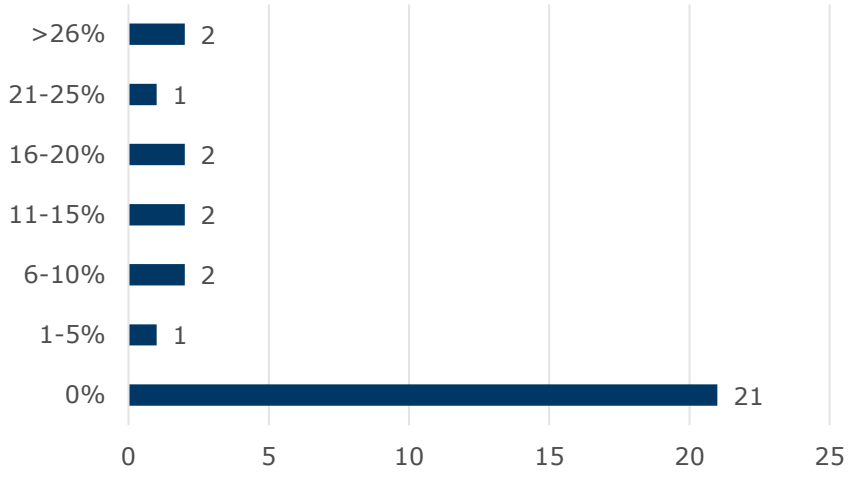
Onderstaande tabel toont de uitgaven en opbrengsten van de SC-regeling (inclusief Seed Business Angels) voor de periode 2018-2022. In de uitgaven zitten niet de uitvoeringskosten. De bedragen betreffen investeringsbedragen in de SC-fondsen en de ontvangsten van de investeringen. Uit de cijfers blijkt dat de uitgaven van de regeling zijn gestegen in deze periode van vijf jaar. Dat is echter ook enigszins logisch omdat hier de BA-regeling bij is gekomen. De ontvangsten uit de regeling verschillen sterk per jaar. Belangrijk bij deze onderstaande tabel is echter dat het nadrukkelijk niet goed gebruikt kan worden om de revolverendheid van de regeling te bepalen. De ontvangsten die gegenereerd worden zijn het gevolg van een investeringen die jaren eerder hebben plaatsgevonden. Om een zuivere analyse te maken, moeten we per jaargang waarin geïnvesteerd is kijken in welke mate dit heeft geleid tot opbrengsten. Het spreekt voor zich dat dit voor recente jaren niet mogelijk is omdat fondsen nog zeer beperkt exits hebben gerealiseerd.

Tabel 22: Uitgaven en opbrengsten Seed Capital regeling inclusief Business Angels (x €1.000), 2018-2022. Bron:[rijksfinancien.nl]

	2018	2019	2020	2021	2022	totaal
Uitgaven (leningen)	€21.535	€27.617	€26.916	€34.916	€38.039	**€149.023**
Ontvangsten	€13.028	€14.156	€7.542	€30.362	€23.189	**€88.277**

Enquête

In de SC-enquête is gevraagd aan managers van SC-fondsen (zowel fondsen binnen als buiten de investeringsperiode) in welke mate de middelen in hun fonds zijn verkocht. Veruit de meerderheid van de fondsmanagers gaf aan dat zij nog niets verkocht hebben Dit betreffen allemaal fondsen die in 2019 of later zijn opgericht. De fondsen die wel al een deel verkocht hebben zijn fondsen die al langer bestaan. Figuur 108 toont deze uitkomsten.



Figuur 108: Antwoord op de vraag "Wat is momenteel het realisatiepercentage van uw Seed-fonds (welk deel van de middelen in uw fonds is reeds gedesinvesteerd/verkocht)?" (n=31)

In de BA-enquête is ook gevraagd aan Fondsmanagers van BA-fondsen (zowel fondsen binnen als buiten de investeringsperiode) in welke mate de middelen in hun fonds zijn verkocht. Uit de enquête blijkt dat fondsen die een deel van hun portefeuille hebben verkocht langer bestaan dan fondsen die nog niets hebben verkocht.

Tabel 23: Antwoord op de vraag "Wat is momenteel het realisatiepercentage van uw BA-fonds (welk deel van de middelen in uw fonds is reeds gedesinvesteerd/verkocht)?" (n=5)

Oprichtingsjaar BA-fonds	Aandeel gedesinvesteerd/verkocht
2019	26%
2022	13%
2020	0%
2022	0%
2022	0%
2022	0%

Interviews

Er worden wel schattingen gegeven van de mate van revolverendheid, maar er wordt ook aangegeven dat het lastig te bepalen is omdat er (1) een grote *time lag* zit tussen het moment van investeren en het verkrijgen van revenuen, (2) de revenuen tot op zekere hoogte worden bepaald door uitschieters (outliers), (3) waardering van de portfolio is complex.

- **Time lag.** De uitgaven in 2022 zijn nauwelijks gerelateerd aan de ontvangsten van 2022. De ontvangsten van 2022 komen uit investeringen die de afgelopen circa vijftien jaar zijn gedaan. Met andere woorden: Als we in 2025 zouden stoppen met de SC-regeling, dan heeft deze wellicht tot 2040 prachtige cijfers: geen uitgaven maar wel ontvangsten. Als er rekening wordt gehouden met het feit dat het verschil in tijd tussen investeren en rendement, dan is een rendement van 60% à 80% redelijker: *de kost gaat voor de baat uit.* In de methodiek die voor de Rijksbegroting wordt gehanteerd kan dit aspect moeilijk worden weergegeven. Er kan een beeld ontstaan dat het afschaffen van deze regeling direct zal leiden tot heel grote besparingen, maar hier is geen sprake van.
- **Outliers.** Een klein deel van de participaties kan leiden tot zeer hoge opbrengsten. Op dit moment hebben de SC-fondsen veel participaties. Maar of er twee of vier exits zijn met een hoge waardering kan voor de SC-regelingen flinke impact maken. Er is dus een flinke mate van onzekerheid over de revolverendheid.
- **Waardering**. Eén ander aspect is de wijze waarop je de waarde van de participaties meeneemt. De meest conservatieve wijze, is om pas bij verkoop van de participatie de daadwerkelijke inkomsten mee te nemen. Dat is ook de methodiek die (getrapt via een fonds) hierboven wordt weergegeven. Een alternatieve methode is om de *waardering van de participaties* te hanteren. Op deze manier is het mogelijk om een veel actueler beeld te krijgen van de prestaties van de SC-regeling. Een groot nadeel is echter dat er een grote mate van subjectiviteit in de waardering van de participaties zit en de volatiliteit van deze waardering.

5.1.2 Ontwikkeling uitvoeringskosten RVO

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe hebben de door RVO gemaakte uitvoeringskosten van de SC-regeling zich ontwikkeld (per jaar, € mln.)?* Het antwoord op deze vraag is: ***De uitvoeringskosten van RVO voor de SC regeling zijn in de periode 2018 gegroeid van bijna €1,6 miljoen naar ruim €2,0 miljoen in 2022. De uitvoeringskosten van RVO voor de BA-regeling zijn van €0,13 miljoen gestegen naar €0,20 miljoen. De totale uitvoeringskosten van de SC regeling van in de periode 2018-2022 €8,6 miljoen en de totale uitvoeringskosten van de SC regeling waren €0,5 miljoen.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfolioanalyse

Op basis van data van RVO blijkt dat de uitvoeringskosten voor de SC-regeling in de periode 2018-2022 ruim € 8,6 miljoen bedragen. Voor de BA-regeling komt het neer op ruim een half miljoen euro in dezelfde periode. Voor beide regelingen samen komen de uitvoeringskosten voor deze periode dus neer op ruim **€ 9,1 miljoen,** dat is gemiddeld € 1,8 miljoen per jaar. Ter vergelijking: in de periode 2005-2017 bedroegen de uitvoeringskosten zo'n € 10,3 miljoen en dat is gemiddeld **€ 0,8 miljoen per jaar**. De toename in de uitvoeringskosten wordt echter logischerwijs verklaard door het toenemend aantal aanvragen, de introductie van de BA-regeling en het feit dat RVO ook werk heeft aan de actieve fondsen in de portefeuille die steeds groter wordt. Bovendien is er in de periode 2005-2022 sprake geweest van een stevige inflatie.[44]

Tabel 24: Uitvoeringskosten RVO voor de SC- en BA-regeling in de periode 2018-2022 (in € x1000). Bron: RVO.

Jaar	Seed Capital	Seed Business Angel	Totaal
2018	€ 1.559	€ 132	**€ 1.692**
2019	€ 1.464	€ 68	**€ 1.533**
2020	€ 1.654	€ 53	**€ 1.707**
2021	€ 1.893	€ 95	**€ 1.988**
2022	€ 2.053	€ 203	**€ 2.256**
Totaal	**€ 8.624**	**€ 551**	**€ 9.176**

Interviews

Uitvoeringskosten zijn vrij laag, één van de laagste van alle regelingen van RVO. Er zijn in totaal acht fte bij RVO die zich met de SC-regeling bezighouden.

5.1.3 Benchmark

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe verhouden de uitvoeringskosten van de regeling zich tot een directe subsidieregeling of een benchmark van andere private uitgevoerde fondsen?* Het antwoord op deze vraag is: ***In verhouding tot een directe subsidieregeling liggen de uitvoeringskosten voor de SC-regelingen aan bovenkant. Een vergelijking met private investeringsfondsen is lastig te maken, maar wellicht ook niet nuttig gezien de grote verschillen tussen de uitvoering: investeringsfondsen participeren in bedrijven terwijl RVO een lening verstrekt aan een fonds. Een vergelijking met complexe zakelijke financiering is passender gezien de taken die uitgevoerd moeten worden. De uitvoeringskosten voor de SC- en BA-regelingen liggen in dezelfde ordegrootte als de uitvoeringskosten voor complexe zakelijke financieringen.***

[44] Als we naar CBS data over inflatie kijken dan komen we voor de periode 2005-2022 op een gemiddelde toename van de CPI van (CAGR) van 2,1% per jaar. [71] Dat lijkt niet zo heel veel, maar het betekent dat een product dat in 2005 €100 kost, in 2022 circa €140 kost.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Literatuuronderzoek

Om een vergelijk te kunnen maken tussen regelingen, is het eerst goed om een KPI te ontwikkelen die onderling vergeleken kan worden. Daarom delen we de uitvoeringskosten door de uitgaven, zie Tabel 25. Zo weten we dat de uitvoeringskosten 6,16% bedragen van de totale uitgaven in de periode 2018-2022, ofwel kost het €6,16 aan uitvoeringskosten om €100 bij SC fondsen te krijgen.

Tabel 25: Relatieve efficiëntie van de SC-regeling (bedragen zijn in € x1000)

	2018	2019	2020	2021	2022	Totaal
Uitgaven (leningen aan Seed fondsen)	€21.535	€27.617	€26.916	€34.916	€38.039	**€149.023**
Uitvoeringskosten	€1.692	€1.533	€1.707	€1.988	€2.256	**€9.176**
Efficiëntie	7,86%	5,55%	6,34%	5,69%	5,93%	**6,16%**

De tweede stap die we kunnen doen is deze KPI vergelijken met andere cases. Hiervoor hebben we drie richtingen uitgewerkt: (1) andere regelingen van RVO, (2) investeringsfondsen en (3) verstrekkers van zakelijke financieringen. Voor alle drie de perspectieven is te beargumenteren dat de SC-regelingen hier gelijkenis mee hebben.

Andere regelingen van RVO

met dezelfde indicator voor een andere regeling met een directe subsidie. We zouden kunnen kijken naar andere directe subsidieregelingen van RVO. Uit literatuur komen we tot de volgende kentallen voor deze regelingen:

- De uitvoering van de subsidieregeling energiebesparing en duurzame energie sportaccommodaties heeft een efficiëntie van 6,5%. [57]
- De uitvoering van de Milieu-investeringsaftrek en de Willekeurige afschrijving milieuinvestering heeft een efficiëntie van 3%. [58]
- De uitvoering van de Energie-innovatieregelingen heeft een efficiëntie tussen de 2,5% en 5,9%. [59]

De efficiëntie van de SC zit aan de bovenkant van dit spectrum, echter moet hierbij de kanttekening worden geplaatst dat het bij de SC gaat om uitvoeringskosten ten opzichte van het uitgeven van geldleningen waar nog een deel van terug komt terwijl bij de andere regelingen het geld niet terug komt. Het is logisch dat er extra kosten moeten worden gemaakt voor het administreren van de (terugbetalingen op de) lening.

Investeringsfondsen

Een andere manier van vergelijken is door te kijken naar investeringsfondsen. Maar vooraf moet wel duidelijk worden gemaakt dat hier een heel andere manier van werken bestaat. Zo verstrekt RVO leningen aan fondsen, maar participeren investeringsfondsen in bedrijven. Bovendien moet RVO tenderprocedures opzetten en formele procedures volgen. Investeringsfondsen hebben volledig de vrijheid om zelf processen te volgen. In private equity is het gebruikelijk om de *2 and 20 rule* te hanteren. [60] Dat betekent dat de fondsmanagers per jaar 2% van de fondsomvang aan vergoeding krijgen en dat zij 20% ontvangen van de

overwinst van het fonds.[45] Hier is dus sprake van een sterke prikkel om succesvol te zijn omdat de winsten zeer hoog (of afwezig) kunnen zijn. Een vergelijking met de uitvoeringskosten van RVO is daarom lastig te maken. De management fee van fund of fund fondsen (zoals DVI) zit vaak rond de 0,5% en 1%.

Verstrekkers van zakelijke financiering

Tot slot zouden kunnen kijken naar verstrekkers van zakelijke financiering. Er is wat te zeggen voor het perspectief dat de activiteiten van RVO meer lijken op een bank die een zakelijke lening verstrekt. Dit soort financiers verwerken hun kosten in de (eenmalige en maandelijkse) provisie. Als we op internet zoeken naar de omvang van deze kosten dan is onze eerste vaststelling dat deze markt weinig transparant is en de tweede vaststelling dat deze kosten sterk uiteenlopen. Veel hangt af van de complexiteit van de lening. Maar er moet gedacht worden aan eenmalige kosten van 1 à 4 % van het te lenen bedrag. Bovendien zijn er soms nog bemiddelingskosten in de orde grootte van 1% van het te lenen bedrag. Ook wordt een deel van de operationele kosten van de financier versleuteld in de rente. Al met lijkt dit redelijk in de buurt te kunnen komen van de kosten die RVO maakt, aangezien hier sprake is van een redelijk complexe lening.

5.1.4 Verhouding effecten en ingezette beleidsmiddelen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe verhouden de effecten/baten van het beleid zich tot de ingezette beleidsmiddelen? (Betrek bij de ingezette beleidsmiddelen de mate van revolverendheid via terugbetalingen van verstrekte leningen)* Het antwoord op deze vraag is: **De SC-regeling legde in de periode 2005-2012 een beslag op bijna €29 miljoen aan middelen (het verschil tussen het uitgeleende kapitaal en de inkomsten min de uitvoeringskosten), gemiddeld €3,6 miljoen per jaar. Voor meer recente periode zijn nog geen cijfers beschikbaar. De effecten zijn lastig te kwantificeren, maar de onderzoekers achten het zeer waarschijnlijk dat deze veel hoger liggen dan de jaarlijkse kosten. De regeling is dus zeer waarschijnlijk doelmatig geweest.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfolioanalyse

De grote uitdaging bij deze analyse is de time lag tussen investeren en inkomsten. Hierdoor is onmogelijk om beeld te krijgen van de *netto* ingezette beleidsmiddelen van de afgelopen jaren. Voor de periode 2005-2012 weten we dit wel, zie paragraaf 5.1.1. Hier zagen we dat het geïnvesteerd kapitaal €114,5 miljoen bedroeg en de inkomsten € 90,60 miljoen. Dat maakt dat de kosten van de investeringen over deze periode €23,9 miljoen bedragen. We moeten echter ook rekening houden met de uitvoeringskosten over deze periode. In de eerdere evaluatie kwam naar voren dat deze in de periode 2005-2012 in totaal €4,8 miljoen bedroegen. [2] **Dat maakt de totale ingezette beleidsmiddelen over de periode 2005-2012 €28,7 miljoen zijn** (gemiddelde €3,6 miljoen per jaar).

De vraag die we ons moeten stellen is wat de effecten van het beleid zijn geweest over de periode 2005-2012. Daarvoor moeten we kijken naar nog een eerdere evaluatie van deze regeling. [1] De onderzoekers komen tot de conclusie dat *De Seed-Capital-regeling een cruciale rol [heeft] gespeeld bij de keuze van investeerders om een Seed-Capital-fonds op te*

[45] Meestal is dat het rendement boven de 8%

richten voor de vroege fase-ondersteuning van technostarters. Zij gaven aan dat de SC-regeling heeft geleid tot:

- *bijna [een] verdubbeling van het aantal VC-investeringen in technologiebedrijven van 52 in 2005 naar 100 in 2011.*
- *[Een] toename van het vroege fase-durfkapitaal van een gemiddelde van €38 miljoen in 2004-2006 naar een gemiddelde van €114 miljoen in 2009-2011.*

Wij zouden bij voorkeur de maatschappelijke opbrengsten kwantificeren en delen door de totale ingezette beleidsmiddelen. Deze kwantificatie is echter niet mogelijk. Wij neigen er echter zeer sterk naar om de SC-regeling in de periode 2005-2012 als zeer doelmatig te beschouwen. Voor een relatief beperkte inzet van beleidsmiddelen (gemiddeld €3,6 miljoen per jaar), is het financieringslandschap in de vroege fase aanzienlijk verbeterd.

Als gedachte-experiment zouden we ons ook kunnen afvragen of deze regeling heeft geleid tot één extra Nederlandse onderneming die jaar-op-jaar €14 miljoen winst draait. Dit staat immers gelijk aan €3,6 miljoen per jaar aan afdracht voor de winstbelasting (Vpb). Als hier sprake van is, dan is heeft deze regeling netto geen kosten gehad voor de Rijksoverheid. Als er meer winstbelasting wordt afgedragen, dan heeft deze regeling een netto positief effect op de overheidsfinanciën. (Waarbij we de afdracht van allerlei andere belastingen nog even buiten de scope laten). Als wij zo kijken naar recente voorbeelden (zie Box 3 op pagina 52) dan lijkt hier zeker sprake van te zijn. Zeker omdat in de periode 2005-2012 in totaal ruim 170 participaties zijn verricht onder deze regeling. [1] **Hiermee komen we tot de conclusie dat deze regeling zeer waarschijnlijk doelmatig is geweest.**

Interviews

In de interviews wordt er beperkt ingegaan op deze vorm van doelmatigheid omdat dit uiteraard veel beter met cijfers te duiden is. Het beeld is echter dat de SC-regeling zeer doelmatig is omdat een groot deel van de middelen revolveert.

5.1.5 Administratieve lasten voor gebruikers

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Wat zijn de administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument? Zijn deze hanteerbaar voor zowel SC- als de BA-fondsen?* Het antwoord op deze vraag is: **Gebruikers van de BA- en SC-regelingen zijn positief over de administratieve lasten van de regelingen. Er moet weliswaar veel documentatie worden aangeleverd, maar deze documentatie moet veelal sowieso voor andere investeerders worden gemaakt.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In de interviews komen verschillende beelden naar voren over de administratieve lasten en loopt de visie van respondenten hierop uiteen. Een meerderheid van de respondenten vindt deze lasten vrij laag, maar er zijn ook kritische geluiden. Het is vooral interessant om te zien welke argumenten er worden om te onderbouwen dat de lasten relatief hoog of laag zijn. In de onderstaande tabel wordt dit weergegeven.

Tabel 26. Argumenten waarmee hoge of lage administratieve lasten worden onderbouwd[46]

Argumenten waarom de administratieve lasten hoog zijn	Argumenten waarom de administratieve lasten laag zijn
Na de gunning moet informatie worden aangeleverd, maar dit moet in het format van RVO (zoals in het Nederlands). Hiervoor moet steeds bestaande informatie worden opgewerkt.	Duidelijke aanvraagprocedure. Tijdslijnen en aan te leveren documenten zijn duidelijk.
Er moeten accountantsverklaringen worden aangeleverd en deze worden steeds duurder over de laatste jaren.	Goede begeleiding vanuit RVO
Het portal van RVO is niet flexibel en niet gebruiksvriendelijk	Fondsplan schrijven is veel werk, maar dit moet sowieso voor private investeerders. Idem voor aanleveren tussentijdse informatie.
De relatieve administratieve lasten per inschrijven nemen toe over de tijd. Er zijn meer inschrijvingen per rond waardoor de slaagkans kleiner is. Bovendien is de grootte van de tenders minder sterk gegroeid van de inflatie.	Goede samenwerking met RVO

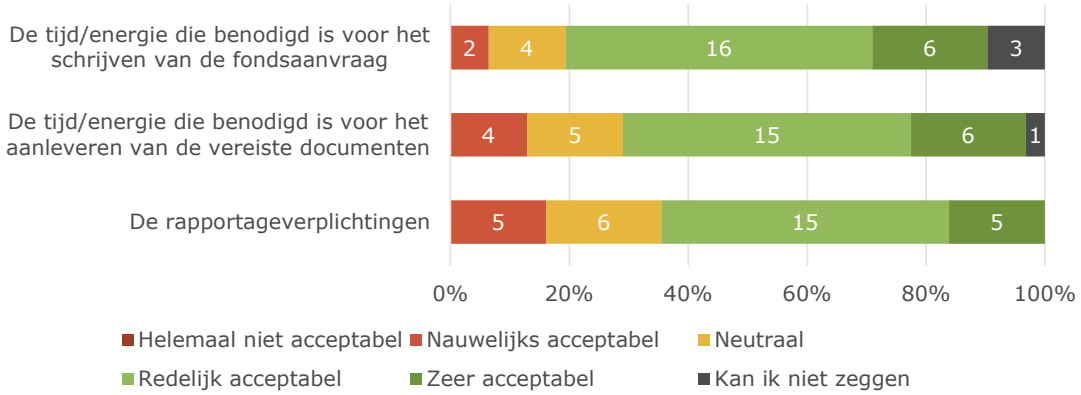
Verder wordt aangegeven dat bij SC er één à twee keer per jaar een besloten overleg met fondsmanager plaatsvindt. Hierbij kunnen zij de procesgang van RVO bespreken en aangeven wat RVO kan verbeteren. Dit wordt als positief beoordeeld, zeker omdat deze bijeenkomst ook gebruikt wordt door RVO om ontwikkelingen in de beleidswereld te bespreken en er mogelijkheid is tot netwerken.

Voor de BA zijn geen bijzonderheden over de administratieve lasten naar voren gekomen. De respondenten hebben de administratieve lasten als redelijk ervaren.

Enquête

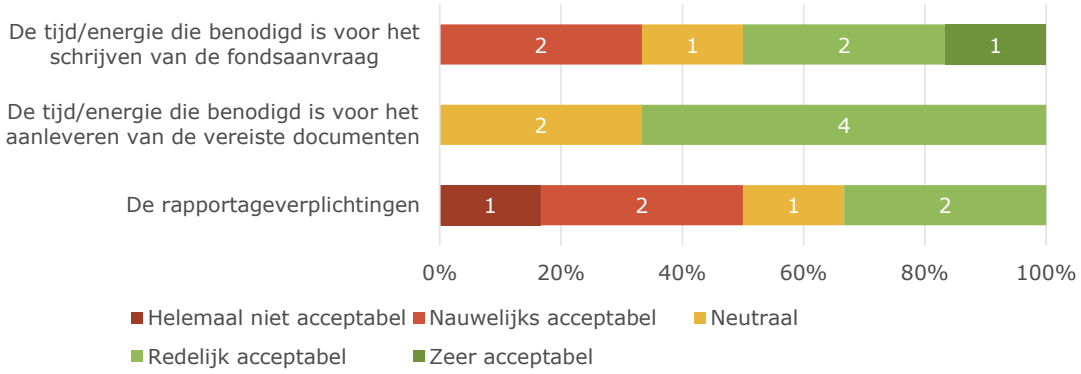
Op basis van de SC-enquête blijkt dat respondenten over het algemeen erg tevreden zijn over de administratieve lasten van de SC-regeling (zie Figuur 109). Dit komt overeen met de bevindingen uit de interviews.

[46] Deze argumenten zijn de beleving van respondenten ten tijde van de samenwerking met RVO. Het is mogelijk dat deze problemen niet meer voorkomen.



Figuur 109: Antwoord op de vraag "In hoeverre vindt u de administratieve lasten van de regeling acceptabel?" (n=31)

Op basis van de BA-enquête blijkt dat BA-fondsen over het algemeen ook tevreden zijn over de administratieve lasten, al zijn ze iets minder tevreden over de rapportageverplichtingen.



Figuur 110: Antwoord op de vraag "In hoeverre vindt u de administratieve lasten van de regeling acceptabel?" (n=6)

5.2 Doelmatigheid Dutch Venture Initiative

5.2.1 Gerealiseerde opbrengsten

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Welke ontvangsten/opbrengsten zijn er gerealiseerd voor DVI (door de tijd en totaal ultimo 2022)? Wat is de verwachte mate van revolverendheid op basis hiervan (maak gebruik van indicatoren en die in de markt worden gebruikt om rendement te meten)?* Het antwoord op deze vraag is: ***Bij DVI-I is 41% van het geïnvesteerde kapitaal op dit moment concreet terugverdiend, bij DVI-II is dat 33%.[47] Men verwacht dat bij DVI-I uiteindelijk minimaal 157% van het geïnvesteerde kapitaal wordt terugverdiend door de staat en bij***

[47] Het is niet duidelijk of dit kapitaal al is terug gevloeid naar de staatskas of nog onder beheer is bij het EIF.

DVI-II ligt dat op minimaal 150% van het geïnvesteerde kapitaal.[48] Deze terugverdienpercentages zijn conservatieve schattingen.

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

Er zijn een aantal verschillende indicatoren die kunnen worden gebruikt om het rendement van een fonds te meten, waaronder:

- **Internal rate of return (IRR):** het rendement op jaarbasis dat een fonds heeft gerealiseerd. Bij de netto IRR worden beheersvergoedingen en carried interest meegenomen, bij bruto IRR niet. De bruto IRR van DVI-I is 12,9% per eind 2022 en de netto IRR is 10,2%. Bij DVI-II ligt de IRR hoger met een bruto IRR van 21,7% eind 2022 en een netto IRR van 16,5%.
- **Distributions to Paid-in Capital (DPI):** dit is kapitaal dat is uitbetaald gedeeld door het geïnvesteerde kapitaal. Hierbij wordt dus niet de waarde van de ongerealiseerde portfolio meegenomen. Bij DVI-I is dit 0,41 en bij DVI-II 0,33 per eind 2022.
- **Total Value to Paid-in Capital (TVPI):** dit betreft de totale opbrengsten (van exits) en restwaarde van het fonds (de waarde van de ongerealiseerde portfolio), gedeeld door het geïnvesteerde kapitaal. Hierbij moet de kanttekening worden geplaatst dat fondsmanagers over het algemeen de bedrijven in hun portfolio conservatief waarderen. Vaak is de kostprijs het enige houvast, tot er een nieuwe waardering komt als gevolg van een nieuwe financieringsronde of exit. De TVPI is in de praktijk dus een conservatieve schatting van de restwaarde van het fonds. Voor respectievelijk DVI-I en DVI-II is de TVPI eind 2022 1,57 en 1,50.

Op basis van bovenstaande indicatoren kunnen we stellen dat bij DVI-I inmiddels 41% van het geïnvesteerde kapitaal is terugverdiend met exits (DPI: 0,41) eind 2022 en dat men verwacht dat uiteindelijk minimaal 157% van het geïnvesteerde kapitaal (het totale kapitaal van DVI) wordt terugverdiend (TVPI: 1,57). Bij DVI-II is 33% van het geïnvesteerde kapitaal terugverdiend met exits (DPI: 0,33) eind 2022 en dat men verwacht dat uiteindelijk minimaal 150% van het geïnvesteerde kapitaal wordt terugverdiend (TVPI: 1,50). De totale opbrengsten van de staat zullen dus gelijk zijn aan het uiteindelijke rendementspercentage maal de inleg die de staat heeft gedaan in beide fondsen.

Interviews

De respondenten zijn positief over de financiële performance van DVI-I en DVI-II. In de interviews wordt bijvoorbeeld aangegeven dat het rendement van DVI-I ongeveer 7% à 8% is. Het rendement van DVI-II is naar verluid ongeveer 15% à 16%. Bijna alle fondsen waarin is geïnvesteerd hebben hun financiële doelen gehaald. Een enkeling is dat niet gelukt, maar dat is inherent aan deze fase van investeren. Bij het bepalen van de rendementen is het belangrijk om aan te geven dat dit sterk gebaseerd is op daadwerkelijke exits en niet alleen op waarderingen van participaties. Met andere woorden: er is daadwerkelijk sprake van een positieve cash flow en niet alleen van winst op papier. Overigens wordt ook aangegeven dat de markt in ontwikkeling is. Vooral in 2019, 2020 en 2021 waren er goede exits. In 2022 en 2023 was de markt afgekoeld en was hier minder sprake van.

[48] De staat heeft €130 miljoen geïnvesteerd in DVI-I en €100 miljoen in DVI-II

In het verlengde hiervan wordt tevens duidelijk dat het voor de Rijksoverheid lastig is om goed zicht te krijgen op de baten. Er is immers sprake van de volgende cascade: participatie-fonds-DVI-OostNL-Rijksoverheid. Met andere woorden de verkoop van een participatie, slaat eerst neer bij een fonds, dan bij DVI, dan bij OostNL (de aandeelhouder van DVI) en dan pas bij de Rijksoverheid. Vanuit het Ministerie van EZK is er meer behoefte aan inzicht, maar dit blijkt lastig te realiseren. Deze structuur maakt het bovendien lastig om DVI op een representatieve manier op te nemen in de Rijksbegroting.

Enquête

In de DVI-enquête is gevraagd aan managers van DVI-fondsen in welke mate de in hun fonds zijn verkocht. Uit de enquête blijkt dat fondsen die een deel van hun portefeuille hebben verkocht over het algemeen langer bestaan dan fondsen die nog niets hebben verkocht.

Tabel 27: Antwoord op de vraag "Wat is momenteel het realisatiepercentage van uw BA-fonds (welk deel van de middelen in uw fonds is reeds gedesinvesteerd/verkocht)?" (n=5)

Aandeel gedesinvesteerd/verkocht	Oprichtingsjaar
100	2014
100	2015
60	2016
60	2018
0	2018
0	2021

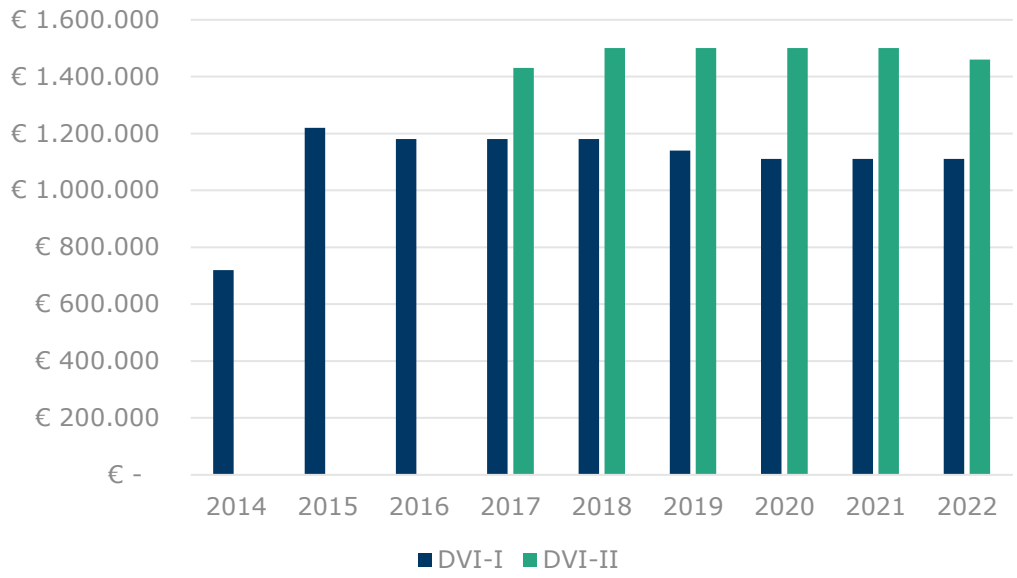
5.2.2 Uitvoeringskosten

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Wat zijn de uitvoeringskosten?* Het antwoord op deze vraag is: ***De uitvoeringskosten voor DVI-I liggen in de periode 2018-2022 op circa €1,1 miljoen per jaar. Voor DVI-II ligt dit op ongeveer €1,5 miljoen per jaar.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Portfoliodata

Zoals gebruikelijk in de markt rekent EIF voor het beheer van DVI-I en DVI-II een beheersvergoeding (management fee). Bij beide dakfondsen bedraagt de management fee tijdens de investeringsperiode 0,75% van de commitments en na de investeringsperiode 0,75% van het geïnvesteerde kapitaal. De beheersvergoeding van DVI-I bedroeg de afgelopen jaren circa €1,1 miljoen en bij DVI-II lag dit rond de €1,5 miljoen (zie onderstaand figuur).



Figuur 111: Beheersvergoeding (management fee) EIF voor DVI-I en DVI-II. Bron: EIF

Interviews

In de interviews wordt hier beperkt op ingegaan. Een enkele geïnterviewde geeft aan dat EIF haar werkzaamheden efficiënt uitvoert.

5.2.3 Benchmark

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Hoe verhouden de uitvoeringskosten zich tot een benchmark van andere fund-of-funds? Wat is de impact qua doeltreffendheid en doelmatigheid van DVI in vergelijking met internationale publieke fondsen?* Het antwoord op deze vraag is: ***De uitvoeringkosten van DVI liggen op 0,75% van het kapitaal per jaar. Dit is aanzienlijk lager percentage dan marktpartijen vragen. Bovendien vragen marktpartijen daarbovenop ook nog een incentive fee.***

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Literatuuronderzoek

- In een grote studie uit 2003 over data uit de jaren negentig komt naar voren dat er sprake is van de management fee van Fund-of-Funds van gemiddeld 1,68% (mediaan van 1,5%) van het fondsvermogen per jaar. [61] Verder is er sprake van een incentive fee van ruim 9% over de gerealiseerde winsten.
- Een meer recente grote studie uit 2022 over fund of funds in de vorm van hedge funds komt uit op een gemiddelde van management fee 1,4% per jaar (mediaan 1,5%) en een gemiddelde incentive fee van 15%. [62]
- Als we op het internet naar meer recente en meer informele bronnen kijken [63] [64] [65] [66] dan komen we tot grofweg dezelfde cijfers.

Onderaan de streep kunnen we dus stellen dat de kosten die EIF rekent (0,75%) aanzienlijk lager zijn dan de kosten die gebruikelijk zijn op de markt (1,5%). Bovendien kent EIF geen incentive fee en ook dat heeft een flinke impact.

5.2.4 Verhouding effecten en ingezette beleidsmiddelen

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvragen: *Hoe verhouden de effecten/baten van het beleid zich tot de ingezette beleidsmiddelen? Betrek bij de ingezette beleidsmiddelen de mate van revolverendheid.* Het antwoord op deze vraag is: **De doelmatigheid van DVI is niet goed exact te bepalen omdat DVI voor de Nederlandse overheid beperkte kosten en (hoogstwaarschijnlijk) substantiële baten kent. Er is dus een beoogd effect gerealiseerd en dit heeft netto geen kosten maar opbrengsten opgeleverd. Hiermee is de doelmatigheid spectaculair hoog. Er zijn weinig tot geen andere beleidsinstrumenten die een doel bereiken en substantiële opbrengsten kennen.**

Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

Er wordt aangegeven dat DVI zeer doelmatig is. De beleidsdoelen zijn gerealiseerd en dit heeft niet gezorgd voor hoge uitgaven maar voor netto inkomsten van de overheid. Dit in scherp contrast met bijna alle ander instrumenten die de overheid inzet en onder de streep geld kosten.

5.2.5 Administratieve lasten voor gebruikers

In deze paragraaf beantwoorden we de volgende onderzoeksvraag: *Wat zijn de administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument?* Het antwoord op deze vraag is: **Gebruikers van DVI zijn licht positief over de administratieve lasten van de regelingen. EIF stelt hoge eisen en wenst uitgebreide en gedetailleerde verslagen. Maar ook de andere investeerders profiteren hiervan.**

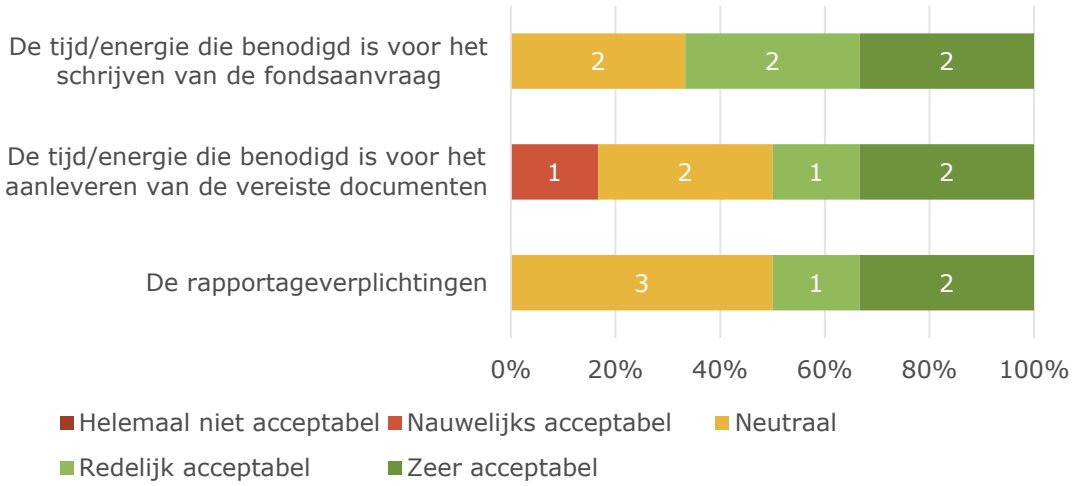
Hieronder worden de relevante resultaten vanuit de verschillende onderzoeksmethodes getoond.

Interviews

In de gesprekken wordt aangegeven dat fondsadministratie en rapportage geharmoniseerd zijn. EIF krijgt dezelfde rapportages als de andere aandeelhouders. Wel stuurt EIF erop dat er sprake is van uitgebreide en gedetailleerde verslagen. De deelname van DVI zorgt dus beperkt voor additionele administratieve lasten voor fondsen. Bovendien profiteren de andere aandeelhouders ook van de hogere mate van detaillering van de verslaglegging.

Enquête

Op basis van de enquête blijkt dat respondenten de administratieve lasten van DVI over het algemeen acceptabel vinden. Dit komt overeen met de bevindingen uit de interviews.



Figuur 112: Antwoord op de vraag "In hoeverre vindt u de administratieve lasten van de regeling acceptabel?" (n=6)

6 Conclusies en aanbevelingen

6.1 Hypotheses

Aan het begin van dit rapport zijn vier hypotheses geformuleerd. In deze paragraaf komen we hier op terug.

Hypothese 1: Door SC, BA en DVI is de toegang tot risicokapitaal voor techno- en creatieve starters verbeterd.

Hypothese 1 wordt aangenomen. Het Nederlandse aanbod van risicokapitaal is het afgelopen decennium verbeterd. SC, BA en DVI hebben hier positief aan bijgedragen. Het heeft geleid tot meer fondsen, meer participaties in bedrijven en meer geïnvesteerd risicokapitaal.

Hypothese 2: Met behulp van SC, BA en DVI krijgen investeerders makkelijker financiering voor hun investeringsfonds.

Hypothese 2 wordt aangenomen. Er is sprake van een mechanisme dat via drie kanten een positief effect heeft

- De condities van de geldlening verlagen het risico voor private investeerders. Dit geldt alleen voor SC en BA (en niet voor DVI).
- Door de geldlening wordt een fonds groter waardoor er meer schaalvoordelen zijn
- De due diligence van RVO (bij SC en BA) en EIF (DVI) is een kwaliteitsstempel waar private partijen op vertrouwen.

Hypothese 3: Door SC, BA en DVI durven investeerders meer risico te nemen met hun investeringen.

Of hypothese 3 wordt aangenomen of verworpen hangt af van de definitie van investeerders.

- Als onder investeerders wordt verstaan **private investeerders die in fondsen investeren**, dan zien we **te weinig bewijs om deze hypothese aan te nemen**. Deze partijen gedragen zich in de basis als rationele actoren die op zoek zijn naar het meeste rendement en zullen door deze regelingen geen ander gedrag vertonen.
- Als onder investeerders wordt verstaan **DVI-fondsen**, dan zien we **te weinig bewijs om deze hypothese aan te nemen**. Deze middelen die zij ontvangen vanuit DVI worden onder gelijke condities verstrekt als die van private investeerders.
- Als onder investeerders wordt verstaan **BA- en SC-fondsen**, **dan neigen we ernaar om deze hypothese aan te nemen**. Deze fondsen krijgen immers middelen vanuit deze fondsen tot hun beschikking waarmee ze gestimuleerd worden om meer risicovol te investeren. Specifiek voor SC denken we echter dat het effect vooral is dat er meer SC-fondsen komen waardoor er meer risicovol kapitaal op de markt komt.

Hypothese 4: SC, BA en DVI zijn nog steeds nodig om voldoende financiering voor toekomstbestendige innovatieve bedrijven te mobiliseren.

Hypothese 4 wordt aangenomen. De equity gap is door SC, BA en DVI waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn. Een andere manier om naar dit vraagstuk te kijken vanuit het perspectief van economische cycli. Als de markt

heel positief is, dan kan de situatie ontstaan dat bepaalde instrumenten niet meer nodig zijn. Echter, enkele jaren later kan de markt omslaan en zijn deze instrumenten noodzakelijk.

6.2 Conclusies Seed Capital en Business Angel regeling

In deze paragraaf beantwoorden we de onderzoeksvragen (Bijlage 1) die betrekking hebben op de Seed Capital en Business Angel regeling.

6.2.1 Doelgroepbereik

Fondsen Seed Capital

Het **aantal** SC-fondsen dat actief is groeit: van 69 in 2018 tot 96 in 2022. Het aantal nieuwe fondsen per jaar varieert van 4 tot 8. Het totale investeringsbudget van de SC-fondsen in 2022 was €63,7 miljoen. In 2018 was dit nog €48,9 miljoen. In de periode 2018-2022 is 50,3% van het **investeringsbudget** afkomstig van private investeerders en 49,7% vanuit overheidsfinanciering. Circa 40% van de SC-fondsen verkrijgt ook vermogen via de **ROM's**, al is deze bijdrage over het algemeen vrij laag; gemiddeld 5% van het fondsvermogen van een seed-fonds. Van DVI, Invest-NL en EIF hebben we geen kwantitatieve data, maar zien wel voorbeelden hiervan. Er komt nadrukkelijk naar voren dat fondsen en deze entiteiten elkaar ook op andere manier elkaar weten te vinden, zoals samen investeren in participaties.

Afbakeningen van financieringsfases hebben een sterke impact op het bepalen van het **marktaandeel** van SC en BA. De SC-fondsen vormen ongeveer de helft van de Seed-financieringsmarkt in Nederland. BA-fondsen vormen 5% van de totale business angel markt in Nederland.

De 83 **aanvragen** voor financiering vanuit de SC-regeling hebben geleid tot 32 toekenningen (39%), 35 aanvragen (42%) die buiten de ranking zijn gevallen, 13 aanvragen (16%) die niet aan eisen voldeden en zijn afgewezen en 2 (2%) terugtrekkingen.

Participaties Seed Capital

Het **aantal** participaties van SC-fondsen loopt op van 286 in 2018 naar 408 in 2022. Er is in deze periode in 285 nieuwe participaties gefinancierd (waarvan 244 nieuwe unieke bedrijven in de portfolio). De **omvang** van de investeringen loopt (met een kleine terugval in 2020) op van €44,1 miljoen per jaar in 2018 naar €75 miljoen per jaar in 2022. De potentiële doelgroep voor SC en BA is niet te bepalen op basis van dit onderzoek.

De **leeftijd** van bedrijven op het moment dat zij een participatie uit SC-fondsen ontvangen is veelal jonger dan drie jaar. Het concept TRL sluit niet goed aan bij de belevingswereld van fondsmanagers. Zij redeneren vanuit de maturiteit van bedrijven en niet van technologie. Het indelen in **sectoren** is lastig omdat (1) verschillende methodes een verschillende categorisering hanteren en (2) er veelal geen sprake is van de uitsluitende categorieën. Desalniettemin is duidelijk dat de ICT-sector en de Life Sciences & Health sector een grote rol spelen in de SC-fondsen. We zien de laatste jaren een verschuiving naar fondsen met een focus op High tech. Circa tweederde van de SC/BA-participaties maakt gebruik van de **WBSO**.

De **werknemers** bij participaties van SC en BA zijn vooral man (kleine 80%), jong (grofweg 40% onder de 30 jaar; circa 5% ouder dan 54 jaar) en hoogopgeleid (kleine 80% HBO of hoger, nauwelijks alleen basisonderwijs). Fondsmanagers beoordelen een mogelijke participatie vooral op kwaliteit en minder naar diversiteit. De omvang van de potentiële **doelgroep** voor BA is niet te bepalen op basis van dit onderzoek

Fondsen Business Angel

Het **aantal** BA-fondsen dat actief is groeit: van 7 in 2018 tot 26 in 2022. Het aantal nieuwe fondsen per jaar varieert van 2 tot 10. Het totale investeringsbudget van de BA-fondsen in 2022 was €15,4 miljoen. In 2018 was dit nog €7,5 miljoen. In de periode 2018-2022 is 50% van het investeringsbudget afkomstig van private investeerders en 50% vanuit overheidsfinanciering. BA-fondsen vormen 5% van de totale business angel markt in Nederland.

De 39 **aanvragen** voor de BA-regeling hebben geleid tot 29 toekenningen (74%) en er zijn 10 aanvragen (26%) die niet aan eisen voldeden. Er zijn geen voostellen buiten de ranking gevallen of teruggetrokken.

Participaties Business Angel

Het aantal nieuwe **participaties** van BA-fondsen loopt op van 3 in 2018 naar 19 in 2022. De **omvang** van de investeringen loopt (met een flink terugval in 2020 en 2021) op van €0,4 miljoen in 2018 naar €4,4 miljoen in 2022.

Door beperkingen in de dataverwerking kunnen we geen inschatting geven van de **leeftijd** van de bedrijven die een investering krijgen vanuit BA-fondsen. Er wordt door BA-fondsen in bedrijven in verschillende **fases** geïnvesteerd, waarbij de pre-seed en de seed stage het sterkst naar voren lijken te komen. ICT, duurzaamheid en zorg zijn de grootse **sectoren** waarin geïnvesteerd wordt. De omvang van de potentiële **doelgroep** voor BA is niet te bepalen op basis van dit onderzoek

6.2.2 Doeltreffendheid

Seed

De SC-regeling is zeer aantrekkelijk voor first time fundmanagers. Zonder deze regeling is het gebrek aan reputatie voor hen een (te) grote toetredingsbarrière om de markt van fondsmanagement te betreden. Doordat ze door een succesvol SC-fonds een **track record** kunnen opbouwen beginnen ze geregeld een vervolgfonds. Sommigen doen een nieuwe succesvolle aanvraag bij de SC-regeling, anderen schuiven op naar andere instrumenten (DVI of DFF) en weer anderen richten zich op fondsen met uitsluitend private middelen.

Managers van SC-fondsen zijn redelijk **tevreden** over hun participaties. We hebben hun participaties vergeleken met vergelijkbare bedrijven in Nederland en met vergelijkbare bedrijven waarin een ROM financiering inbrengt. We zien dat na het moment van participeren door een SC-fonds er sprake is van (1) sterkere **omzetgroei**, (2) sterkere groei in **werkgelegenheid**, (3) meer investeringen in **innovatieve activiteiten** en (4) grotere kans op het krijgen van meerdere vormen van **vervolgfinanciering**.

De fondsmanagers zijn nadrukkelijk positief over de impact van hun **begeleiding** van hun participaties. Voorbeelden van begeleiding zijn: binnenhalen van vervolgfinanciering, aanvragen van andere regelingen, bieden van juridische ondersteuning, vervullen board functies. Ook worden bedrijven in de portfolio aan elkaar gekoppeld zodat kennis, software en menselijk kapitaal kunnen worden uitgewisseld.

De SC-regelingen hebben een positieve **bredere economische** impact. Maar het is lastig om deze impact verder te kwantificeren. Eerder in dit rapport zagen we al de positieve impact op innovatie en werkgelegenheid. Op basis van casuïstiek zien we verschillende positieve sociaaleconomische en maatschappelijke effecten. Ook zagen we eerder in dit rapport dat er verschillende exits zijn geweest waardoor kennis en personeel bij andere organisaties zijn terechtgekomen.

De meningen of de SC-regeling **sectorspecifieke** en thematische tenders moet inzetten lopen sterk uiteen. Er zijn uitgesproken voorstanders, die wijzen op het positieve effect op maatschappelijke impact. Uitgesproken tegenstanders hebben een aantal argumenten zoals (1) de markt kan kansen beter inschatten dan de overheid (2) afbakening van sector is lastig en arbitrair, (3) mogelijk beperkte additionaliteit en (4) mogelijke overlap met activiteiten van ROM's.

Het lijkt erop dat de impact van het afschaffen van een vergoeding voor **beheerkosten** een beperkt effect heeft. De fondsmanagers hebben sowieso een sterke prikkel om te presteren omdat ze een reputatie willen opbouwen.

Business Angel

Managers van BA-fondsen zijn relatief minder tevreden over de ontwikkeling hun participaties dan SC-fondsen**.** Dit komt mogelijk door de vroege fase waarin zij investeren en de bijbehorende risico's. We hebben indicaties dat een participatie van een BA-fonds een positief effect heeft op (1) de groei van de omzet, (2) de groei in werkgelegenheid, (3) de investeringen in innovatie en (4) de kans op vervolgfinanciering.

Er zijn drie redenen waarom het budget van BA niet volledig wordt **ingezet**: Ten eerste is de regeling niet goed bekend onder business angels. Ten tweede kent de regeling eisen, zoals administratieve eisen, maar geven business angels juist de voorkeur aan informele trajecten en flexibiliteit. Ten derde was de regeling voorheen nog minder flexibel waardoor het nog minder aantrekkelijk was.

Seed en Business Angel

De publieke financiering van SC en BA leidt ertoe dat ongeveer een gelijke hoeveelheid **private financiering** wordt aangetrokken. We zagen voor beide regelingen ook al dat de grootste bron van financiering "ondernemers, familie of vermogende particulier" zijn. Uit de enquête komt duidelijk naar voren dat zonder de SC-regelingen er veel minder investeringen gedaan zouden kunnen worden. De interviews maken duidelijk hoe de SC en BA-regeling private investeringen uitlokken: (1) de condities van geldlening verlaagt het risico voor private investeerders, (2) door de geldlening wordt een fonds groter waardoor er meer schaalvoordelen zijn en (3) de due diligence van RVO is een kwaliteitsstempel waar private partijen op vertrouwen.

Het **financieringsecosysteem** voor startups in Nederland is het afgelopen decennium verbeterd. De SC- en BA-regelingen hebben een positieve impact op de ontwikkeling van het financieringsecosysteem voor startups in Nederland heeft gehad. De regelingen zorgde voor meer middelen en droegen ook enigszins bij aan een verdere professionalisering van fondsen. De equity gap is hierdoor waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn.

Door de bank genomen lijken de **adviescommissie** en het **tendersysteem** goed te functioneren. Het tendersysteem is een duidelijk vastgelegd systeem. Kritiekpunt is het beperkte aantal tenders per jaar waardoor het voor beoogde fondsmanagers lastiger is om met andere stakeholders af te stemmen. De leden van de adviescommissie zitten vaak lang op deze positie. Hierdoor is er veel ervaring, maar wellicht ook weinig ruimte voor vernieuwing. Over de rol van de commissie bij visitaties wordt positief geoordeeld. Verder wordt er positief over externe experts geoordeeld. Over het algemeen is men (zeer) tevreden over formele bepalingen van regeling. De grootste beperkingen zijn (1) dat er niet mag worden geparticipeerd in bedrijven die al een investering hebben gehad uit een investeringsfonds en (2) de maximale omvang van de participaties.

6.2.3 Doelmatigheid

Seed-regelingen (SC en BA)

Omdat we de data niet of nauwelijks kunnen uitsplitsen tussen SC en BA, presenteren we de doelmatigheid van beide regelingen samen. Wanneer we kijken naar fondsen gestart in 2005-2012, waren er voor de Staat €90,6 miljoen aan inkomsten tegenover €114,5 miljoen aan geïnvesteerd kapitaal. De **revolverendheid** van dit deel van de SC-fondsen voor de Staat is dus 79,1%. Over de periode 2018-2022 waren de totale uitgaven van de SC-regelingen (SC en BA) bijna €150 miljoen maar is de revolverendheid nog niet te bepalen. Omdat de periode tussen uitgaven en ontvangsten lang is en omdat de uitgaven de afgelopen jaren zijn toegenomen is de huidige revolverendheid een flinke onderschatting. Een flink deel van de middelen is nog geïnvesteerd en zal de komende decennia zorgen voor ontvangsten (onafhankelijk van toekomstige uitgaven).

De uitvoeringskosten van RVO voor de SC regeling zijn in de periode 2018 gegroeid van bijna €1,6 miljoen naar ruim €2,0 miljoen in 2022. De uitvoeringskosten van RVO voor de BA-regeling zijn van €0,13 miljoen gestegen naar €0,20 miljoen. De totale uitvoeringskosten van de SC regeling van in de periode 2018-2022 €8,6 miljoen en de totale uitvoeringskosten van de SC regeling waren €0,5 miljoen. In verhouding tot een directe subsidieregeling liggen de uitvoeringskosten voor de SC- en BA-regelingen aan de bovenkant. Een **vergelijking** met private investeringsfondsen is lastig te maken, maar wellicht ook niet nuttig gezien de grote verschillen tussen de uitvoering: investeringsfondsen participeren in bedrijven terwijl RVO een lening verstrekt aan een fonds. Een vergelijking met complexe zakelijke financiering is passender gezien de taken die uitgevoerd moeten worden. De uitvoeringskosten voor de SC- en BA-regelingen liggen in dezelfde ordegrootte als de uitvoeringskosten voor complexe zakelijke financieringen.

De SC-regeling legde in de periode 2005-2012 een beslag op bijna €29 miljoen aan middelen (het verschil tussen het uitgeleende kapitaal en de inkomsten min de uitvoeringskosten), gemiddeld €3,6 miljoen per jaar. Voor meer recente periode zijn nog geen cijfers beschikbaar. De effecten zijn lastig te kwantificeren, maar de onderzoekers achten het zeer waarschijnlijk dat deze veel hoger liggen dan de jaarlijkse kosten. De regeling is dus zeer waarschijnlijk doelmatig geweest. Gebruikers van de SC- en BA-regelingen zijn positief over de **administratieve** lasten van de regelingen. Er moet weliswaar veel documentatie worden aangeleverd, maar deze documentatie moet veelal sowieso voor andere investeerders worden gemaakt.

6.3 Conclusies Dutch Venture Initiative

In deze paragraaf beantwoorden we de onderzoeksvragen (Bijlage 1) die betrekking hebben op het DVI.

6.3.1 Doelgroepbereik

Fondsen

In totaal is er meer dan €3 miljard via DVI-fondsen beschikbaar gekomen voor participaties. De totale **grootte** van de DVI-I fondsen is ruim €1.581 miljoen waarvan eind 2022 ruim €1.300 miljoen (82,2%) geïnvesteerd is in participaties. Bij de DVI-II fondsen is de totale **fondsgrootte** ruim €2.621 miljoen en is eind 2022 in totaal ruim €1.714 miljoen (65,4%) geïnvesteerd in participaties. Het kapitaal van de DVI-fondsen dat nog niet is geïnvesteerd, wordt grotendeels aangehouden als reserve voor vervolgfinancieringen in participaties.

Veruit de meeste participaties (56% in DVI-I, 35% in DVI-II) vinden plaats bij bedrijven die hun **hoofdkantoor** in Nederland hebben. Andere landen waar relatief veel investeringen plaatsvinden zijn onze buurlanden (VK, Duitsland en België) en de VS. Binnen Nederland ligt de focus op Randstad en in minder mate Noord-Brabant. Dit wordt deels verklaard door de voorkeur van DVI fondsen voor ICT en vestiging van ICT bedrijven in de Randstad.

Participaties

Tot en met eind 2022 hebben in totaal 217 bedrijven groeikapitaal ontvangen via DVI-I (waarvan 121 Nederlandse bedrijven) en 177 via DVI-II (waarvan 62 Nederlandse bedrijven). De **omvang** van de investeringen van DVI-I fondsen loopt in de eerste jaren op tot €234,4 miljoen in 2016, waarna het geleidelijk terugloopt tot €47,7 miljoen in 2022. De omvang van de investeringen van DVI-II fondsen loopt ook op in de eerste jaren tot €478,4 miljoen in 2019, waarna het investeringsbedrag wisselt per jaar (€293,5 miljoen in 2022). De **leeftijd** van bedrijven op het moment dat zij een participatie uit DVI-fondsen ontvangen is drie tot tien jaar. Er zijn tot en met eind 2022 bij DVI-I fondsen 74 **desinvesteringen** gedaan (exits) met in totaal €806,5 miljoen aan opbrengsten. Bij DVI-II zijn er 27 desinvesteringen gedaan met opbrengsten van €1.231,7 miljoen.

Er wordt door fondsen in bedrijven in verschillende **fases** geïnvesteerd, waarbij early stage het sterkst naar voren lijkt te komen. Hoewel classificaties naar **sectoren** niet eenduidig zijn, is het duidelijk dat life sciences en ICT veruit de grootste sectoren zijn. Bij DVI wordt voor zover wij kunnen achterhalen alleen gebruik gemaakt van ervaren investment teams.

In de periode 2018-2022 was circa 5% tot 10% van het kapitaal dat in de latere fase financiering in Nederlandse markt werd gestoken **afkomstig** uit DVI-fondsen. Op mondiaal niveau maken van DVI-fondsen een zeer beperkt deel uit van de totale markt.

6.3.2 Doeltreffendheid

De doelstelling om twee keer de Nederlandse inleg terug te laten komen wordt ruim bereikt. Voor elke euro die de Nederlandse overheid in DVI-I investeert, ontvangen Nederlandse bedrijven €4,1 aan investeringen, voor DVI-II is dat zelfs €7,7.

De bedrijven waarin een DVI-fonds geparticipeerd heeft, kennen pas na een aantal jaar een snellere groei in **omzet** dan vergelijkbare Nederlandse bedrijven. De **werkgelegenheid** voor bedrijven met een participatie vanuit een DVI-fonds groeit al vanaf het eerste jaar van de investering sneller dan vergelijkbare bedrijven. De bedrijven waarin een DVI-fonds geparticipeerd voeren meer **innovatieve** activiteiten uit dan andere Nederlandse bedrijven. Dit verschil is ontstaan na de participatie en hiervoor was de mate van innovatie gelijk aan andere Nederlandse bedrijven.

De DVI-fondsen hadden een positieve impact op de ontwikkeling van de **sectoren** en **ecosystemen** waarin ze investeerden. DVI zorgde voor meer middelen, meer participaties en droeg bij aan een verdere professionalisering van fondsen. Het Nederlandse aanbod van **risicokapitaal** is het afgelopen decennium verbeterd. De DVI-fondsen hebben een positieve impact hierop gehad. Het zorgde voor meer middelen en droeg ook bij aan een verdere professionalisering van fondsen. De equity gap is hierdoor waarschijnlijk kleiner geworden, maar bestaat in bepaalde segmenten nog steeds. Vooral grotere investeringen in kapitaalintensieve sectoren latere fases lijken uitdagend te zijn.

6.3.3 Doelmatigheid

Bij DVI-I is 41% van het geïnvesteerde kapitaal concreet **terugverdiend**, bij DVI-II is dat 33%. Men verwacht dat bij DVI-I uiteindelijk minimaal 157% van het geïnvesteerde kapitaal

wordt terugverdiend en bij DVI-II ligt dat op 150% minimaal van het geïnvesteerde kapitaal. Deze terugverdienpercentages zijn conservatieve schattingen. De **uitvoeringskosten** voor DVI-I liggen in de periode 2018-2022 op circa €1,1 miljoen per jaar. Voor DVI-II ligt dit op ongeveer €1,5 miljoen per jaar. De uitvoeringkosten van DVI liggen op 0,75% per jaar. Dit is aanzienlijk **lager** percentage dan marktpartijen vragen. Bovendien vragen marktpartijen daarbovenop ook nog een incentive fee.

De **doelmatigheid** van DVI is niet goed exact te bepalen omdat DVI voor de Nederlandse overheid beperkte kosten en (hoogstwaarschijnlijk) substantiële baten kent. Er is dus een beoogd effect gerealiseerd en dit heeft netto geen kosten maar opbrengsten opgeleverd. Hiermee is de doelmatigheid spectaculair hoog. Er zijn weinig tot geen andere beleidsinstrumenten die een doel bereiken en substantiële opbrengsten kennen.

Gebruikers van DVI zijn licht positief over de **administratieve** lasten van de regelingen. EIF stelt hoge eisen en wenst uitgebreide en gedetailleerde verslagen. Maar ook de andere investeerders profiteren hiervan.

6.4 Aanbevelingen

In deze paragraaf presenteren we aanbevelingen voor de Seed Capital en Business Angel regeling en DVI.

6.4.1 Aanbevelingen over beleid

Zorg dat omvang van de SC- en BA-regelingen op een voorspelbare, anticyclische manier aansluit bij de macro-economische condities. In de interviews is vaak aan bod gekomen onder welke condities dit soort regelingen moeten worden afgeschaald en afgebouwd (of zelfs opgeschaald of opgezet). De voornaamste boodschap die wij meegeven is dat de additionaliteit van dit soort regelingen sterk afhankelijk is van de macro-economische condities. In goede tijden is er een verleiding om ze af schaffen. De doeltreffendheid en doelmatigheid is immers laag. Het klopt dat deze regelingen in deze fases relatief weinig waarde hebben, maar het is belangrijk om ze direct en optimaal te kunnen inzetten als de macro-economische omstandigheden verslechteren. Vanuit dit perspectief is het belangrijk om deze regelingen te behouden en flexibel om te gaan met de omvang van de regeling. Om doelmatig te kunnen handelen, zou de omvang van de regeling in goede tijden wat afgeknepen kunnen worden en in slechte tijden vergroot moeten worden. In het verlengde hiervan zien we dat investeerders naar de lange termijn kijken. Hoe meer onzekerheid, hoe lager de investeringsbereidheid. Daarom is ook in dit dossier stabiel en voorspelbaar beleid van de overheid heel belangrijk. In het verlengde hiervan zou ook kunnen worden nagedacht of er een situatie kan ontstaan waarin (sommige) regelingen structureel overbodig zijn. Hier kan bijvoorbeeld sprake van zijn als het financieringsecosysteem in dit segment voldoende ontwikkeld is.

Overweeg om *strategische autonomie* als een van de doelen van de SC- en BA-regelingen op te nemen. Bij het evalueren van beleid wordt er typisch gekeken of (en in welke mate) een beleidsinstrument bijdraagt aan de doelen. Op dit moment is het realiseren van strategische autonomie nadrukkelijk geen doel van deze regelingen. Dat is niet zo vreemd aangezien bij de ontwikkeling van deze regelingen het onderwerp strategische autonomie nauwelijks op de beleidsagenda stond. Door verschuivingen in de mondiale machtsverhoudingen is dit onderwerp het afgelopen decennium echter steeds relevanter geworden. Het is goed te beargumenteren dat dit soort instrumenten kunnen bijdragen aan het realiseren van een hogere mate van strategische autonomie voor Nederland (dan wel de Europese Unie). Door dit als additioneel doel op te nemen, kan het instrument meer gericht

worden ingezet. Bovendien zijn er bij toekomstige evaluaties meer valide argumenten om het instrument in stand te houden.

Blijf bewust kiezen *hoe specifiek* de SC- en BA-regelingen moeten zijn. We zien een duidelijke ontwikkeling bij de ontwikkeling van beleid op het gebied van risicokapitaal in deze fases. Van generiek fiscaal beleid (Tante Agaath-regeling), naar specifiek stimulerend beleid in de vorm van de drie regelingen die hier geëvalueerd worden. Initieel was dit vrij agnostisch van aard, maar de laatste jaren is er een beweging dat deze regelingen zich steeds meer gaan richten op maatschappelijk rendement en transitieopgaven. Hier zijn duidelijk argumenten *voor* maar ook duidelijke argumenten *tegen* en we merken dat visies in de markt sterk uiteen lopen. Het is zaak om als overheid op basis van rationele afwegingen de keuze te maken met het hoogste maatschappelijk rendement.

Communiceer beter over de hoge mate van doelmatigheid van SC, BA en DVI. De instrumenten die het onderwerp zijn van deze evaluatie functioneren op een fundamenteel andere manier dan het gemiddelde beleidsinstrument. In beide gevallen is initieel sprake van uitgaven voor de Rijksoverheid, maar bij deze instrumenten vloeien er na enige ook middelen terug naar de Rijksoverheid. Voor DVI zijn de verwachte inkomsten zelfs hoger dan de uitgaven. De doelen zijn dus bereikt en dit voor de Rijksoverheid direct middelen opgeleverd. De onderzoekers kennen weinig beleidsinstrumenten waar dit het geval is. Er zijn aanwijzingen dat, door de complexe financiële structuur van deze instrumenten, de hoge mate van doelmatigheid in de Rijksbegroting niet goed voren komt.

6.4.2 Aanbevelingen over uitvoering

Overweeg om de kaders van de SC-regeling uit te breiden. Deze aanbeveling valt in twee aspecten uit elkaar: de totale omvang van de SC-regeling per jaar en de eis die fondsen hebben aan de maximale omvang van participaties.

- Op dit moment zien we dat de SC-regeling flink overtekend is: er komen meer goede voorstellen binnen dan er budget is. Er is een uitstekend argument om het budget te verhogen: Als er meer voorstellen worden gehonoreerd dan kunnen meer goede fondsen opgestart worden en gaat de doeltreffendheid van de regeling omhoog. Aan de andere kant betekent het ook dat de fondsen die hierdoor ook gefinancierd worden een lagere verwachte prestaties hebben dan de huidige set aan fondsen. Toch is het goed om te onderzoeken of het budget niet omhoog kan.
- De maximale participatie die een SC-fonds mag doen is €3.500.000 en de gemiddelde omvang van alle participaties in een fonds is maximaal €2.000.000. Dat betekent dat fondsen weinig ruimte hebben om grotere investeringen te doen. Er zijn goede argumenten om deze grens naar boven bij te stellen. Ten eerste zijn deze grenzen de afgelopen jaren niet meegegroeid met de inflatie waardoor ze in reële termen zijn verlaagd. Ten tweede lijken de huidige technologische ontwikkelingen (hardware, life sciences) kapitaalintensiever te zijn dan het vooral software-georiënteerde model ten tijde van de oprichting van de SC-regeling.

Richt de SC-regeling meer op maturiteit van organisaties en minder op maturiteit van technologie. Bij de SC-regelingen wordt veel gesproken over TRL-niveaus, maar dit beperkt aan bij de praktijk van fondsmanagers. Fondsen kijken primair naar de maturiteit van bedrijven en veel minder naar de maturiteit van de technologie die zij gebruiken.

Verken of informatie-uitwisseling tussen de stakeholders van SC, BA en DVI van toegevoegde waarde kan zijn. In het onderzoek zijn we op verschillende voorbeelden gestuit van situaties waarin stakeholders bij elkaar werden gebracht en waarin veel toegevoegde waarde werd gecreëerd. Denk aan bijeenkomsten van fondsmanagers waarin kennis

wordt uitgewisseld of aan leads die zich melden bij uitvoerders van deze regelingen. Wellicht zouden de uitvoerders van de regelingen (RVO, EIF) kunnen verkennen op welke wijze zij meer invulling aan kunnen geven aan het stimuleren van kennisuitwisseling zonder dat het concurrentiespeelveld wordt verstoord.

Zorg dat de BA-regeling meer onder de aandacht komt. Er zijn aanwijzingen dat de onderbenutting van de BA-regeling het gevolg is van de lage mate van bekendheid. Doordat het een relatief nieuwe regeling is en omdat business angels een lastig te bereiken groep zijn, is het lastig om voldoende bekendheid te krijgen binnen deze groep. Toch zou, wellicht in het verlengde met de bovenstaande aanbeveling, meer aandacht voor deze regeling kunnen worden gecreëerd. Op deze manier wordt de regeling meer gebruikt en daardoor waarschijnlijk doeltreffender.

6.4.3 Aanbevelingen voor volgende evaluatie

Bundel de evaluatie van de risicokapitaalinstrumenten. Deze evaluatie van de SC, BA en DVI-regeling maakt deel uit van een bredere evaluatie van het risicokapitaalinstrumentarium. In totaal zijn bestaat deze evaluatie namelijk uit vijf luiken, waar dit er slechts één van is. De onderzoeksbureaus die betrokken zijn bij deze evaluatie zijn in meer of mindere mate ook betrokken zijn bij twee andere evaluaties van het risicokapitaalinstrumentarium. We hebben ervaren dat het opknippen van deze evaluaties zorgt voor veel inefficiëntie. Bijvoorbeeld als het gaat om de econometrie, het projectmanagement en het doen van interviews.

Verwijzingen

[1] Technopolis (2012). *Eindevaluatie TechnoPartner* [zoek.officielebekendmakingen.nl]

[2] RSM, ECE & Dialogic (2019). *Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative* [www.dialogic.nl]

[3] Technopolis (2012). *Eindevaluatie TechnoPartner* [zoek.officielebekendmakingen.nl]

[4] Overheid.nl (2024). *Regeling nationale EZK- en LNV-subsidies, Hoofdstuk 3* [wetten.overheid.nl]

[5] RVO (2024). *Seed Capital* [www.rvo.nl]

[6] EZK (2024). *Bijlage 2 - Terms of Reference - SEED-Capital en Dutch Venture Initiative*

[7] RVO (2023). *Seed Business Angel regeling* [www.rvo.nl]

[8] RVO (2021). *Seed Business Angel regeling nu ook voor meer dan 2 angels* [www.rijksoverheid.nl]

[9] KplusV (2020). *Risicokapitaal in de Vroege Fase - Onbenut potentieel verzilveren* [www.rijksoverheid.nl]

[10] EIF (2024). *Dutch Venture Initiative I (DVI-I)* [www.eif.org]

[11] EIF (2024). *Dutch Venture Initiative (DVI-II)* [www.eif.org]

[12] Bedrijvenbeleid in beeld (2024). *Dutch Venture Initiative (DVI)* [www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl]

[13] DUTCH VENTURE INITIATIVE S.A. SICAR (2018). *Audited financial statements for the year ended March 31, 2018* [www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl]

[14] H.G.J. Kamp (2016). *Kamerstukken, 2016-17, 32637, nr. 270* [zoek.officielebekendmakingen.nl]

[15] Kamp, H., Dijsselbloem, J.R. V. A., en Ploumen, L. (2017). *De oprichting van een Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling: Invest-NL* [open.overheid.nl]

[16] Invest-NL (2023). *Invest-NL en het Europees Investeringsfonds lanceren Dutch Future Fund II* [www.invest-nl.nl]

[17] Eveleens, C., en Vogelaar, J.J. (2021). *Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning* [esb.nu]

[18] EIF (2023). *The European Small Business* [www.eif.org]

[19] Techleap (2024). *State of Dutch Tech 2024*

[20] EIF, (2022). *Entrepreneurial Finance and the Russian War against Ukraine: a Survey of European Venture Capital and Private Equity Investors* [www.eif.org]

[21] CBS (2021). *Financieringsmonitor 2021* [www.cbs.nl]

[22] KPMG. *Why luxembourg remains attractive for investment* [kpmg.com]

[23]OECD, (2024). *OECD data Venture capital investments (market statistics)* [data-explorer.oecd.org]

[24]EIF (2023). *Scale-up financing gap* [www.eif.org]

[25]InvestEU (2024). *InvestEU programma* [investeu.europa.eu]

[26]European Central Bank (2024). *ECB interest rates* [data.ecb.europa.eu]

[27]HGTF, (n.d.). *High Tech Gründerfonds* [www.htgf.de]

[28]Ipsos MORI (2021). *Enterprise Capital Funds - Interim evaluation* [www.british-business-bank.co.uk]

[29]Britisch Business Bank (n.d.). *The Enterprise Capital Funds programma* [www.british-business-bank.co.uk]

[30]BPIfrance (n.d.). *investissement-expertise* [www.bpifrance.fr]

[31]Centre for Strategy & Evaluation Services (2012). *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies* [ec.europa.eu]

[32]EIF. *European Angels Fund* [www.eif.org]

[33]British Business Bank. *Angel CoFund* [www.british-business-bank.co.uk]

[34]EIF (n.d.). *What we do* [www.eif.org]

[35]EIF (2023). *ETCI* [www.eif.org]

[36]Rijksoverheid (2023). *Prinsjesdag 2023: investeren in een duurzaam en welvarend Nederland* [www.rijksoverheid.nl]

[37]EBAN (2023). *EBAN Annual Statistics Compendium for 2022* [www.eban.org]

[38]Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (n.d.). *Archief* [nvp.nl]

[39]Invest Europe (2018). *Research methodology and definitions* [www.investeurope.eu]

[40]Statista (2023). *Value of business angel investments via angel networks (visible market) in selected European countries as of 2022* [www.statista.com]

[41]Buck Consultants International (2022). *Evaluatie ROM's 2016-2020* [www.tweedekamer.nl]

[42]Dialogic (2022). *Tussentijds evaluatie Invest-NL* [dialogic.nl]

[43]Financieel Dagblad (2023). *Brabants biotechbedrijf Synaffix voor €100 mln verkocht* [fd.nl]

[44]Financieel Dagblad (2022). *Nederlandse audiostart-up voor $100 mln in handen van Sonos* [fd.nl]

[45]Financieel Dagblad (2021). *Utrechtse start-up in handen van Japans technologiebedrijf Rigaku* [fd.nl]

[46]Quotenet (2020). *Vroege investeerders Catawiki cashen na mega-investering* [www.quotenet.nl]

[47]CBS, (2022). *Richtlijnen voor Remote Access-output* [www.cbs.nl]

[48]RVO, (2024). *Totaaloverzicht Seed Business Angel fondsen* [www.rvo.nl]

[49]Ministerie van Economische Zaken en klimaat (n.d.). *Bedrijvenbeleid in beeld > Dutch Venture Initiative* [www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl]

[50]Ministerie van EZK. *Terms of Reference – SEED-Capital en Dutch Venture Initiative*

[51]Dialogic (2024). *pr-edict* [pr-edict.nl]

[52]Expertwerkgroep Effectmeting (2012). *Durf te meten: Eindrapport Expertwerkgroep Effectmeting* [www.cpb.nl]

[53]FD (2019). *Investeren met belastinggeld dit zijn de gelukkigen* [fd.nl]

[54]CBS (2024). *Arbeidsparticipatie naar leeftijd en geslacht* [www.cbs.nl]

[55]CBS (2024). *Arbeidsdeelname; leeftijd en herkomst* [opendata.cbs.nl]

[56]CBS (2022). *Steeds meer hoogopgeleiden in Nederland: wat voor beroep hebben ze?* [www.cbs.nl]

[57]RVO (2019). *Evaluatie subsidieregeling Energiebesparing en duurzame energie sportaccomodaties* [zoek.officielebekendmakingen.nl]

[58]CE Delft, KplusV, WittenveenBos (2023). *Beleidsevaluatie MIA\Vamil* [cedelft.eu]

[59]Dialogic, SEO (2023). *Evaluatie Energie-Innovatieregelingen 2012-2021* [open.overheid.nl]

[60]Todd Henderson, M., en Birdthistle, W. (2009). *One Hat Too Many - Investment Desegregation in Private Equity* [chicagounbound.uchicago.edu]

[61]Brown, S., Goetzmann, W., en Liang, B. (2003). *Fees on Fees in Funds of Funds* [www.nber.org]

[62]Cumming, D., en Monteiro, P. (2022). *Hedge Fund Sales Fees and the Flow of Funds around the World* [www.researchgate.net]

[63]Wallstreetprep (2024). *Fund of Funds (FOF). Step-by-Step Guide to Understanding Fund of Funds (FOF)* [www.wallstreetprep.com]

[64]Chen, J. (2022). *Fund of Funds (FOF) Explained: How It Works, Pro & Cons, Example* [www.investopedia.com]

[65]Kupec, B. (2023). *Fund of funds (FoF)* [www.moonfare.com]

[66]CFI (2024). *Fund of Funds (FOF)* [corporatefinanceinstitute.com]

[67]Rubin, D.B. (2005). *Causal inference using potential outcomes: Design, modeling, decisions.* [www.jstor.org]

[68]Callaway, B., en Sant'Anna, P.H. (2020). *Difference-in-Differences with multiple time periods* [doi.org]

[69]Rosenbaum, P.R., en Rubin, D.B. (1985). *Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods That Incorporate the Propensity Score* [www.jstor.org]

[70]Caliendo, M., en Kopeinig, S. (2008). *Some practical guidance for the implementation of propensity score matching* [doi.org]

[71]CBS (2024). *Jaarmutatie consumentenprijsindex; vanaf 1963* [opendata.cbs.nl]

[72]OECD, (2024). *Funded Pensions Indicators : Personal pension funds' assets as a % of GDP* [stats.oecd.org]

[73]RVO (2022). *Technology Readiness Levels (TRL)* [www.rvo.nl]

[74]Financieel Dagblad (2022). *Amsterdams InSided in handen van Amerikaanse branchegenoot* [fd.nl]

Bijlage 1. Onderzoeksvragen

Achtergrond algemeen

1. Is de equity gap nog actueel en verschilt dit tussen sectoren?

Seed Capital en Business Angels

Doelgroepbereik

2. Hoeveel SC-fondsen zijn er actief geworden per jaar?
3. Hoeveel BA-fondsen zijn er actief geworden per jaar?
4. Welk bedrag aan kapitaal is er beschikbaar gekomen door de SC door overheidsfinanciering en privaat kapitaal (per jaar, € mln.)?
5. Welk bedrag aan kapitaal is er beschikbaar gekomen door de BA door overheidsfinanciering en privaat kapitaal (per jaar, € mln.)?
6. Is er een goede spreiding van SC- en BA-fondsen in de (TRL) ontwikkelingsfasen waar de regelingen voor bedoeld zijn (ca. TRL 4 t/m 9)? En investeren BA-fondsen ook daadwerkelijk in een eerdere fase t.o.v. de SC-fondsen?
7. Welke SC en BA-fondsen maken ook gebruik van DVI, en/of ROM financiering of financiering via Invest-NL en EIF?
8. Hoeveel SC-fondsen zijn buiten de ranking gevallen of zijn in het proces afgehaakt?
9. Hoeveel BA-fondsen zijn buiten de ranking gevallen of zijn in het proces afgehaakt?
10. Welk marktaandeel hebben de SC- en BA-fondsen in de risicokapitaalfondsen die in een vroege fase in bedrijven investeren?
11. Welk deel maken andere overheidsfondsen, zoals de regionale ontwikkelingsmaatschappijen en Invest-NL, van deze markt uit?
12. Hoeveel participaties zijn er door SC-fondsen gefinancierd? In hoeveel unieke bedrijven is er geïnvesteerd (per jaar, € mln.)? Hoe ziet de verdeling van de omvang van de investeringen die de SC-fondsen hebben gedaan in bedrijven eruit (per jaar, € mln.)?
13. Hoeveel participaties zijn er door BA-fondsen gefinancierd? In hoeveel unieke bedrijven is er geïnvesteerd (per jaar, € mln.)? Hoe ziet de verdeling van de omvang van de investeringen die de BA-fondsen hebben gedaan in bedrijven eruit (per jaar, € mln.)?
14. Hoe ziet de verdeling van de leeftijd van de bedrijven die een investering krijgen van de SC-fondsen eruit, in welke (TRL) ontwikkelingsfase bevinden deze bedrijven zich (per jaar)? In welke (TRL) ontwikkelingsfase stappen SC-fondsen uit een participatie?
15. Hoe ziet de verdeling van de leeftijd van de bedrijven die een investering krijgen van de BA-fondsen eruit, in welke (TRL) ontwikkelingsfase bevinden deze bedrijven zich (per jaar)? In welke (TRL) ontwikkelingsfase stappen BA-fondsen uit een participatie?
16. In welke sectoren zijn de fondsen en de bedrijven actief die financiering krijgen van een SC-fonds? Is hier een verschuiving waar te nemen gedurende de looptijd van de regeling?
17. In welke sectoren zijn de fondsen en de bedrijven actief die financiering krijgen van een BA-fonds? Is hier een verschuiving waar te nemen gedurende de looptijd van de regeling?
18. Hoe is de diversiteit binnen de participaties waar SC en BA-fondsen in investeren? Breng ten minste de genderdiversiteit bij participaties in kaart, en mogelijk ook andere variabelen t.a.v. diversiteit.

19. Hoe groot is de potentiële doelgroep voor de SC en BA als we kijken naar het aantal startups/ technostarters?
20. Welke bedrijven maken ook gebruik van de WBSO, het innovatiekrediet en vroege fase financiering?

Doeltreffendheid

21. In welke mate heeft de publieke financiering van de SEED-regelingen ertoe geleid dat de SC- en BA-fondsen ook private financiering konden aantrekken (de multiplier)? En om welke bronnen van private financiering gaat het dan (graag uitsplitsen in bijv. angel financiering, familiy offices etc.)?
22. In hoeverre hebben private fondsen een track-record kunnen opbouwen en zijn zij succesvol geweest in het aantrekken van vervolgfinanciering voor een nieuw fonds?
23. Hoe vergaat het bedrijven - over de tijd – waar SC- en BA-fondsen in geïnvesteerd hebben? Breng groei (ontwikkelfase, fte, omzet, innovativiteit, investeringen en mogelijk ook andere variabelen) voor deze bedrijven in kaart. Groeien bedrijven met SC-fonds-participatie anders dan bedrijven die een andere risicokapitaalinvestering hebben gehad? Hoe ziet dat verschil eruit?
24. Welke omzet hebben de bedrijven met een participatie van een SC- of BA-fonds op dit moment en hoe verliep deze in de loop van de tijd?
25. Hoeveel fte's zijn er in dienst bij een bedrijf nu ten opzichte van voor de participatie van een SC- of BA-fonds? Hoeveel daarvan is te wijten aan SC of BA (output vs. outcome)?
26. Draagt de SC bij aan een verhoging van innovatieve activiteiten bij een bedrijf? Zo ja, op welke manier en hoe groot is die bijdrage? Zijn er ook innovatieve producten en diensten in het bedrijf (bijvoorbeeld te herleiden door gebruik WBSO en Innovatiekrediet)?
27. Hebben de bedrijven sneller financiering en meer financiering kunnen krijgen met de SC-regeling dan andere bedrijven? Hoeveel bedrijven zijn er, na de participatie van een SC- en BA-fonds, in geslaagd om vervolgfinanciering aan te trekken (per jaar, en ook in € mln.)?
28. Hoe en in welke mate hebben de SC- en BA-fondsen met hun begeleiding bijgedragen aan de ontwikkeling van het bedrijf?
29. Hoe heeft het financieringsecosysteem zich ontwikkeld voor startups? Welke rol heeft de SC als geheel hierin gespeeld? In hoeverre is de equity gap overbrugd met behulp van de SC-regeling?
30. Wat is de bredere economische impact van de SC en BA?
    a. Zijn er additionele kennis-spillovers te meten? Zo ja, hoe groot zijn deze effecten (patenten)?
    b. Hebben bedrijven waar SC- en BA-fondsen in hebben geïnvesteerd sociale economische impact gehad? Zijn er investeringen te identificeren grote maatschappelijke impact hebben gehad, zo ja welke?
    c. Hebben technostarters impact gehad binnen het netwerk (bv. sector/partners/leveranciers) waar ze werkzaam zijn? Is er kennis (werkwijze/concepten/technologie) of personeel overgenomen door andere organisaties?
31. Hoe succesvol zijn sectorspecifieke en thematische tenders geweest (geldt niet voor BA)?
32. Wat zijn de gevolgen van de beslissing van de overheid om af te zien van het verstrekken van de beheerkosten aan de fondsmanagers en in plaats daarvan de resultaatafhankelijke beloning te vergroten? In hoeverre heeft dit geleid tot de gewenste prikkel?

33. Wat zijn de voornaamste redenen dat het budget voor de BA jaarlijks niet volledig wordt benut?
34. Hoe functioneert de adviescommissie als adviesorgaan en het tendersysteem?

Doelmatigheid

35. Welke ontvangsten/opbrengsten zijn er gerealiseerd voor de SC-regeling (zowel door de tijd als het totaal ultimo 2022). Wat is op basis hiervan (globaal) de verwachte mate van revolverendheid van de regeling?
36. Hoe hebben de door RVO gemaakte uitvoeringskosten van de SC-regeling zich ontwikkeld (per jaar, € mln.)?
37. Hoe verhouden de uitvoeringskosten van de regeling zich tot een directe subsidieregeling of een benchmark van andere private uitgevoerde fondsen?
38. Hoe verhouden de effecten/baten van het beleid zich tot de ingezette beleidsmiddelen? (Betrek bij de ingezette beleidsmiddelen de mate van revolverendheid via terugbetalingen van verstrekte leningen)
39. Wat zijn de administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument? Zijn deze hanteerbaar voor zowel SC- als de BA-fondsen?

Dutch Venture Initiative

Doelgroepbereik

40. Hoeveel risicokapitaal komt/is via de DVI-fondsen beschikbaar gekomen voor innovatieve en snelgroeiende bedrijven?
41. Wat is de uitzetting ('fund deployment') van de DVI-fondsen ultimo 2022 (in € miljoen)?
42. Wat is de gerealiseerde hefboom?
43. Wat is de geografische oriëntatie van de DVI-fondsen? Hoe zien de "heat maps" eruit binnen Nederland en Europa?
44. Hoeveel participaties zijn door de betrokken private risicokapitaalfondsen gefinancierd, per jaar, sinds de start van DVI?
45. In welke fase investeren DVI-fondsen in bedrijf; wat is de leeftijd van de bedrijven toen zij erin investeerden?
46. Welke desinvesteringen zijn er inmiddels gedaan door DVI?
47. Op welke sectoren richten de DVI-fondsen zich (maak een verdeling naar zowel aantallen investeringen als naar investeringsbedrag)?
48. Wat is het aandeel van DVI-fondsen in de later stage venture capital markt? Hoe is dit beeld in internationaal perspectief?
49. Hoe is de balans tussen investeringen in 'emerging' en meer ervaren investment teams, en hoe is de spreiding van investeringen over verschillende sectoren?

Doeltreffendheid

50. Een van de doelstellingen van DVI is dat twee keer de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terugkomt in Nederland. Wordt deze doelstelling bereikt?
51. Hoe vergaat het bedrijven - over de tijd – waar DVI-fondsen in geïnvesteerd hebben? Wat is de ontwikkeling die DVI-bedrijven hebben doorgemaakt?
52. Wat is het effect van de investeringen in de bedrijven op hun groei- en innovatievermogen en impact op maatschappelijke transities?
53. Hebben de DVI-fondsen impact gehad op de sector/ het ecosysteem waarin ze investeren?
54. Wat is het effect van DVI op het Nederlandse aanbod van risicokapitaal? In hoeverre is de equity gap door de DVI verminderd?

Doelmatigheid

55. Welke ontvangsten/opbrengsten zijn er gerealiseerd voor DVI (door de tijd en totaal ultimo 2022)? Wat is de verwachte mate van revolverendheid op basis hiervan (maak gebruik van indicatoren en die in de markt worden gebruikt om rendement te meten)?
56. Wat zijn de uitvoeringskosten?
57. Hoe verhouden de uitvoeringskosten zich tot een benchmark van andere fund-of-funds? Wat is de impact qua doeltreffendheid en doelmatigheid van DVI in vergelijking met internationale publieke fondsen?
58. Hoe verhouden de effecten/baten van het beleid zich tot de ingezette beleidsmiddelen? Betrek bij de ingezette beleidsmiddelen de mate van revolverendheid.
59. Wat zijn de administratieve lasten voor de gebruikers van het instrument?

Bijlage 2. Interviewprotocol Seed Capital

Achtergrond onderzoek

In opdracht van EZK voert Dialogic samen met SEO Economisch Onderzoek en Technopolis de evaluatie uit van de Seed Capital (SC) regeling en het Dutch Venture Initiative (DVI). De evaluatie beoogt onder andere de vraag te beantwoorden of de SC & DVI erin geslaagd zijn om de toegang tot risicokapitaal te vergroten voor ondernemers, of de regeling erin geslaagd is private investeerders te mobiliseren (hefboomeffect) en hoe doelmatig de instrumenten zijn. Met de evaluatie wordt inzicht verkregen in de werking en uitkomsten van het beleid en in mogelijkheden voor verbeteringen.

In dit interview zal de focus liggen op de Seed Capital (SC) regeling.

Procedure interview

Er wordt een verslag gemaakt dat later wordt voorgelegd aan de respondent ter goedkeuring. Dit verslag wordt verder niet gedeeld met leden van buiten het projectteam en het wordt alleen gebruikt voor dit onderzoek. We gebruiken de input vanuit de interviews voor onze analyse en uitkomsten hiervan komen in het (openbare) eindrapport. Er worden echter geen teksten opgenomen die te herleiden zijn naar geïnterviewde personen of organisaties. In het eindrapport nemen wij wel op met welke personen en organisaties wij gesproken hebben. Door deel te nemen aan het interview geeft u aan akkoord te zijn met deze voorwaarden.

Introductie

1. Kunt u zichzelf kort voorstellen en uw betrokkenheid bij de Seed Capital (SC) regeling toelichten?
2. De SC bestaat sinds 2005. Wat ziet u als de belangrijkste ontwikkelingen/veranderingen (vooral sinds 2018)?
3. Hoe kijkt u aan tegen de SC regeling? Wat zijn de sterke punten en knelpunten?

Doelgroepbereik

1. Hoe groot is de potentiële doelgroep voor de SC en BA als we kijken naar het aantal startups/ technostarters? In hoeverre wordt de doelgroep bereikt door de regeling?
2. In welke sectoren zijn de fondsen en de bedrijven actief die financiering krijgen van de SC en BA? Is hier een verschuiving in gekomen gedurende de looptijd van de regeling?
3. In welke (TRL) ontwikkelingsfase stappen SC- en BA-fondsen in en uit een participatie?
4. Welk marktaandeel hebben de SC- en BA-fondsen in de risicokapitaalfondsen die in een vroege fase in bedrijven investeren?
5. Welk deel maken andere overheidsfondsen, zoals de regionale ontwikkelingsmaatschappijen en Invest-NL, van deze markt uit?
6. Welke criteria worden er gebruikt om fondsen te selecteren en zijn deze criteria de afgelopen jaren aangepast? Hoeveel fondsen zijn buiten de ranking gevallen of zijn in het proces afgehaakt?

Doeltreffendheid

7. Hoe en in welke mate hebben de SC- en BA-fondsen met hun begeleiding bijgedragen aan de ontwikkeling van bedrijven?
8. Hebben de bedrijven sneller financiering en meer financiering kunnen krijgen met de SEED dan andere bedrijven? In hoeverre is de equity gap overbrugd met behulp van de SEED?
9. Is de equity gap zoals hierboven geformuleerd nog actueel en verschilt dit tussen sectoren?
10. In welke mate heeft de publieke financiering van de SEED-regelingen ertoe geleid dat de SC- en BA-fondsen ook private financiering konden aantrekken? En om welke bronnen van private financiering gaat het dan?
11. In hoeverre hebben private fondsen een track-record kunnen opbouwen en zijn zij succesvol geweest in het aantrekken van vervolgfinanciering voor een nieuw fonds?
12. Welke fondsen maken ook gebruik van DVI, en/of ROM financiering of financiering via Invest-NL en EIF?
13. Hoe succesvol zijn sectorspecifieke en thematische tenders geweest (geldt niet voor BA)?
14. Hebben bedrijven waar SC- en BA-fondsen in hebben geïnvesteerd sociale economische impact gehad? Zijn er investeringen te identificeren grote maatschappelijke impact hebben gehad, zo ja welke?
15. Welke impact hebben technostarters gehad binnen het netwerk (bv. sector/partners/leveranciers) waar ze werkzaam zijn? Is er kennis (werkwijze/concepten/technologie) of personeel overgenomen door andere organisaties?
16. Hoe heeft het financieringsecosysteem zich ontwikkeld voor startups? Welke rol heeft de SC als geheel hierin gespeeld? Is de equity gap hierdoor verminderd?
17. Wat is de impact voor bedrijven die uiteindelijk geen beroep kunnen doen op SEED?

Doelmatigheid

18. In hoeverre is de regeling revolverend?
19. Hoe hebben de door RVO gemaakte uitvoeringskosten van de SEED zich ontwikkeld?
20. Wat zijn de gevolgen van de beslissing van de overheid om af te zien van het verstrekken van de beheerkosten aan de fondsmanagers en in plaats daarvan de resultaatafhankelijke beloning te vergroten? In hoeverre heeft dit geleid tot de gewenste prikkel?
21. Hoe verhouden de uitvoeringskosten van de regeling zich tot een directe subsidieregeling of andere private uitgevoerde fondsen?
22. Hoe kijkt u aan tegen de administratieve lasten voor SC- en de BA-fondsen?
23. Wat zijn de voornaamste redenen dat het budget voor de BA jaarlijks niet volledig wordt benut?
24. Hoe functioneert de adviescommissie als adviesorgaan en het tendersysteem?

Afsluiting

25. Wat zijn mogelijke verbeterpunten van de regeling?
26. Is er een onderwerp rondom de SC niet aan de orde geweest waarover u toch nog iets kwijt wilt?

Interviewprotocol Dutch Venture Initiative

Achtergrond onderzoek

In opdracht van EZK voert Dialogic samen met SEO Economisch Onderzoek en Technopolis de evaluatie uit van de Seed Capital (SC) regeling en het Dutch Venture Initiative (DVI). De evaluatie beoogt onder andere de vraag te beantwoorden of de SC & DVI erin geslaagd zijn om de toegang tot risicokapitaal te vergroten voor ondernemers, of de regeling erin geslaagd is private investeerders te mobiliseren (hefboomeffect) en hoe doelmatig de instrumenten zijn. Met de evaluatie wordt inzicht verkregen in de werking en uitkomsten van het beleid en in mogelijkheden voor verbeteringen.

In dit interview zal de focus liggen op het Dutch Venture Initiative (DVI).

Procedure interview

Er wordt een verslag gemaakt dat later wordt voorgelegd aan de respondent ter goedkeuring. Dit verslag wordt verder niet gedeeld met leden van buiten het projectteam en het wordt alleen gebruikt voor dit onderzoek. We gebruiken de input vanuit de interviews voor onze analyse en uitkomsten hiervan komen in het (openbare) eindrapport. Er worden echter geen teksten opgenomen die te herleiden zijn naar geïnterviewde personen of organisaties. In het eindrapport nemen wij wel op met welke personen en organisaties wij gesproken hebben. Door deel te nemen aan het interview geeft u aan akkoord te zijn met deze voorwaarden.

Introductie

1. Kunt u zichzelf kort voorstellen en uw betrokkenheid bij het Dutch Venture Initiative (DVI) toelichten?
2. Wat ziet u als de belangrijkste ontwikkelingen/veranderingen in de regeling sinds 2018?
3. Hoe kijkt u aan tegen de DVI? Wat zijn de sterke punten en knelpunten?

Doelgroepbereik

4. Wat is het aandeel van DVI-fondsen in de later stage venture capital markt? Hoe is dit beeld in internationaal perspectief?
5. Wat is de geografische oriëntatie van de DVI-fondsen? In hoeverre richten zij zich op Nederland en andere landen?
6. In hoeverre hebben DVI-fondsen contact met andere investeerders zoals Seed Capital (SC) fondsen over mogelijke investeringen in bedrijven? Wordt er vanuit de DVI fondsen in bedrijven geïnvesteerd waarin door SC-fondsen is geïnvesteerd?
7. Hoe vergaat het bedrijven - over de tijd – waar DVI-fondsen in geïnvesteerd hebben?
8. Welke impact hebben DVI-fondsen gehad op de sector/ het ecosysteem waarin ze investeren?

Doeltreffendheid

9. Wat is het effect van DVI op het Nederlands aanbod van risicokapitaal voor innovatief en snelgroeiend mkb? In hoeverre is de equity gap door de DVI verminderd? Zou dit ook op een andere manier kunnen worden bereikt?

10. In hoeverre komt de inleg van de Nederlandse overheid in DVI weer terug in Nederland?
11. Bieden fondsen met financiering vanuit DVI gunstigere voorwaarden (zoals lagere rente of hoger genomen risico) dan fondsen die geen financiering vanuit DVI krijgen?
12. Maken fondsen met financiering vanuit DVI andere keuzes dan fondsen zonder financiering van DVI?
13. Heeft financiering vanuit DVI geleid tot grotere tickets?
14. Wat is het effect van de investeringen in de bedrijven op hun groei- en innovatievermogen en impact op maatschappelijke transities? Zijn er bedrijven die grote maatschappelijke impact hebben gehad?
15. Wat is de impact van DVI in vergelijking met internationale publieke fondsen?
16. Hoe hebben de investeringen vanuit DVI de fondsen geholpen om privaat kapitaal aan te trekken voor de fondsen?
17. Hoe is de balans tussen investeringen in 'emerging' en meer ervaren investment teams?
18. In hoeverre is het financieringsecosysteem veranderd door DVI?
19. Welke desinvesteringen zijn er inmiddels gedaan door DVI?

Doelmatigheid

20. In hoeverre is DVI revolverend?
21. Hoe hoog zijn de uitvoeringskosten en hoe verhouden die zich tot andere fund-of-funds?
22. Hoe hoog zijn de administratieve lasten voor fondsen?
23. Hoe is de beloningsstructuur van de fondsmanagers (vaste management fee) en variabele (carried interest) beloning van de fondsen waarin wordt geïnvesteerd?

Afsluiting

24. Wat zijn mogelijke verbeterpunten van de regeling?
25. Is er een onderwerp rondom DVI niet aan de orde geweest waarover u toch nog iets kwijt wilt?

Bijlage 3. Overzicht interviewrespon-denten

Gesproken

Naam	Organisatie
4impact	Pauline Wink
BOM	Miriam Dragstra
BrightlandsVenturePartners	Kim de Boer
Cottonwood Technology Fund	Alain Le Loux
Curie Capital	Mariette van der Velden
Curie Capital	Thom Frielink
EIF	Norbert Fillekes
EIF	Frank Lang
EIF	Helmut Krämer
EIF	Simone Signore
EIF	Clarissa Hahn
EIF	Gabriele Todesca
EnergyWorx	Marcel Smit
EZK FEZ	Jan Peters
EZK FEZ	Pamela Jansen
Finch Capital	Radboud Vlaar
Future Food Fund	Peter Arensman
Gilde Healthcare	Dirkjan beugelsdijk
Karmijn Kapital	Cilian Jansen Verplanke
Lumaux Capital	Freek Dielissen
Lumaux Capital	Tom Krickaert
NextGenVentures	Peter Haasjes
NVP	Tjarda Molenaar
Oost-NL	Pieter Rhemrev
Potje	Bastiaan Reurink
RSM	Peter Roosenboom
RVO	Rein van Erp
RVO	Fikria El Abbouri
RVO	Mark Lagendijk
RVO	Natascha Szilagyi
Seed commissie	Michel van Bremen
Seed commissie	Marc Gommers
Seed commissie/NVP	Juul Vaandrager van Aert

SET Ventures	Anton Arts
StartCapitalPartners	Robert-Jan van der Steur
Techleap	Myrthe Hoijman
United Dutch Technologies	Jemy Pauwels
UU/EZK	Jan Jacob Vogelaar

Bijlage 4. Enquête fondsmanagers Seed Capital

De BA-enquête en de DVI-enquête zijn identiek aan de SC-enquête, behalve dat een aantal vragen die specifiek relevant zijn voor de SC-regeling hierin niet zijn opgenomen. Dit zijn bijvoorbeeld vragen over de voorwaarden van de SC-regeling.

Groene markering = tekst voor routering enquête

Welkom

Geachte heer, mevrouw,

Hartelijk welkom bij de enquête over de Seed Capital regeling.

Volgens de informatie van RVO bent u contactpersoon en fondsmanager van een investeringsfonds dat in de periode 2005-2023 een lening heeft ontvangen vanuit de Seed Capital regeling.

Graag zouden wij u een aantal vragen willen stellen over uw ervaringen met de Seed Capital regeling. Uw bijdrage is essentieel om de doeltreffendheid en doelmatigheid van de regeling te kunnen bepalen en te verbeteren. Wij hopen dan ook van harte op uw medewerking.

Uw antwoorden zijn strikt anoniem en worden vertrouwelijk behandeld. In ons evaluatierapport maken we gebruik van geaggregeerde gegevens die niet herleidbaar zijn tot individuele fondsen.

Mocht u al eerder benaderd zijn voor het invullen van deze enquête, dan hoeft u deze niet nogmaals in te vullen. Mocht u meerdere fondsen beheren die deels gefinancierd zijn vanuit de Seed Capital regeling, dan verzoeken wij u de vragenlijst voor het *meest recente* fonds in te vullen.

Alvast hartelijk dank voor uw medewerking.

Met vriendelijke groet,

Reg Brennenraedts (Dialogic)

Achtergrondkenmerken van het fonds

1. **Beheert u een fonds dat deels vanuit de Seed Capital regeling gefinancierd is?**
   a) Ja [respondent = *Seed-fondsbeheerder]*
   b) Nee
   c) Weet ik niet

Indien Ja -->

2. **Wat is de naam van het fonds dat u beheert?** *Indien u meerdere fondsen beheert die vanuit de Seed Capital regeling zijn gefinancierd geeft u de naam op van het meest recente fonds.*

[Open vraag, verplicht]

Iedereen -->

3. **In welk jaar is uw investeringsfonds opgericht?**

[Open vraag, niet verplicht, alleen getallen mogelijk]

4. **Is uw fonds het eerste fonds dat uw investeringsmaatschappij beheert?**
   a) Ja, het betreft een 'first-time fonds'
   b) Nee

5. **Wat is de omvang van het fonds dat u beheert?**
   a) <€5mln
   b) €5mln tot €10mln
   c) €10mln tot €50mln
   d) €50mln tot €100mln
   e) >€100mln

6. **In welk domein is uw fonds actief?**
   a) Agri-horti-food
   b) ICT / software
   c) High Tech
   d) Life Sciences & Health
   e) Transport & Logistiek
   f) Cleantech / Energie
   g) Anders, namelijk [invulveld]

7. **Wat is de herkomst van het vermogen van het fonds dat u beheert?** *Vul in de kolom het aandeel (%) in dat hiervan afkomstig is. Meerdere antwoorden mogelijk.*

		%
a.	Venture capital fonds	…
b.	Regionale ontwikkelingsmaatschappij (ROM)	…
c.	Bedrijf	…
d.	Ondernemer, familie of vermogende particulier	…
e.	Bank	…
f.	Institutionele partij (bijv. verzekeringsmaatschappij of pensioenfonds)	…
g.	Anders, namelijk *[invulveld]*	…

8. **Op wat voor participaties legt uw fonds zich (vooral) toe?** *Meerdere antwoorden mogelijk.*
   a) Pre-seed-financiering
   b) Seed-financiering
   c) Early stage financiering
   d) Later stage / Growth financiering

Indien geen Seed-fondsbeheerder -->

9. **Is uw participatiefonds een open of een closed-end fund?**
   a) Open
   b) Closed-end

10. **Bent u bekend met de Seed Capital regeling?**

a) Ja, ik heb hier wel eens van gehoord
b) Ja, ik heb succesvol een aanvraag voor de regeling ingediend
c) Ja, ik heb een aanvraag voor de regeling overwogen
d) Ja, ik heb een aanvraag voor de regeling ingediend maar die is afgewezen
e) Nee

Indien a of c -->

11. Waarom heeft u *geen* gebruik gemaakt van de Seed Capital regeling?

[Open vraag, niet verplicht]

Gerealiseerde participaties

Participatie-verloop

Dit deel van de vragenlijst gaat over de participaties die uw fonds doet.

Iedereen -->

12. Hoe belangrijk zijn de volgende selectiecriteria voor u bij het doen van investeringen?

		Niet belangrijk	Een beetje belangrijk	Belangrijk	Erg belangrijk	Onbekend
a.	Kwaliteit van het management van de onderneming					
b.	Uniciteit en schaalbaarheid van product/dienst					
c.	Risico-rendementsverhouding van het businessplan					
d.	Verkoopbaarheid van de onderneming na 5-7 jaar					
e.	Marktpotentie en concurrentiepositie					
f.	IP-positie					
g.	Waardering van het bedrijf					
h.	Diversiteit van het management (bijv. gender, afkomst, etc.)					
i.	Anders, namelijk …					

Indien Seed-fondsbeheerder -->

13. Hoeveel procent van het door beleggers toegezegde vermogen is al geïnvesteerd?

[Open vraag, niet verplicht, alleen getallen tussen 0-100]

Indien Seed-fondsbeheerder -->

14. Wat zijn de belangrijkste belemmeringen (geweest) bij het investeren van uw fondsvermogen? *Meerdere antwoorden mogelijk.*
a) Geen belemmeringen
b) Specifieke voorwaarden van de Seed Capital regeling
c) Onvoldoende aanvragen van goede kwaliteit
d) Andere investeerders geven hogere waarderingen
e) Onvoldoende kapitaal in het fonds om ondernemingen tot exit te financieren
f) Onvoldoende kapitaal van andere fondsen en uit andere bronnen om ondernemingen tot exit te financieren
g) Anders, namelijk [invulveld]

Indien 14b -->

15. Welke voorwaarde(n) precies?

[invulveld]

16. Wat is momenteel het realisatiepercentage van uw Seed-fonds (welk deel van de middelen in uw fonds is reeds gedesinvesteerd/verkocht)?

[Open vraag, niet verplicht, alleen getallen tussen 0-100]

17. Hoe tevreden bent u over de ontwikkeling van de bedrijven waarin u heeft geïnvesteerd? *Gelieve dit te beantwoorden door aan te geven welk percentage van uw portefeuille binnen de volgende categorieën past (percentages dienen op te tellen tot 100%).*

- Erg ontevreden: …%
- Een beetje ontevreden: …%
- Neutraal: …%
- Redelijk tevreden: …%
- Erg tevreden: …%

Impact

Indien Seed-fondsbeheerder -->

18. Stel u had geen gebruik kunnen maken van de Seed Capital regeling. **Wat had dit dan voor uw investeringsmaatschappij betekend?**

		Helemaal oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Helemaal eens	Kan ik niet zeggen
a.	We zouden ook minder middelen van onze investeerders hebben gehad						
b.	Een aantal investeerders zou zich hebben teruggetrokken						
c.	We hadden niet in de seedfase kunnen investeren						
d.	We hadden waarschijnlijk in minder bedrijven geparticipeerd						
e.	We hadden gemiddeld genomen grotere bedragen geïnvesteerd						
f.	We hadden op een minder professionele manier geïnvesteerd						
g.	Dat had nagenoeg geen gevolgen gehad						

Iedereen -->

De volgende vragen gaan over de portfoliobedrijven waarin uw fonds participeert.

19. Hieronder zijn een aantal stellingen opgenomen over de directe gevolgen van de financiering die uw fonds verstrekte aan bedrijven. Uiteraard zullen de gevolgen van geval tot geval verschillen. **Kunt u per stelling aangeven in hoeverre u het daar mee eens bent als u kijkt naar het *merendeel* van de bedrijven waarin uw fonds geïnvesteerd heeft?**

		Helemaal oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Helemaal eens	Kan ik niet zeggen
a.	Zonder onze financiering hadden de meeste bedrijven het waarschijnlijk niet gered						

b.	Zonder onze financiering hadden de meeste bedrijven elders de benodigde middelen weten aan te trekken						
c.	Zonder onze financiering hadden de meeste bedrijven waarschijnlijk *minder* middelen weten aan te trekken						
d.	Zonder onze financiering hadden de meeste bedrijven moeten uitwijken naar minder gunstige opties						
e.	Onze financiering heeft andere financiers meer vertrouwen gegeven in die bedrijven						
f.	Onze financiering heeft de meeste bedrijven geholpen bij het aantrekken van *aanvullend risicodragend vermogen*						
g.	Onze financiering heeft de meeste bedrijven geholpen bij het aantrekken van *vreemd vermogen*						
h.	Onze financiering versterkt de positie van de meeste bedrijven bij een volgende financieringsronde						
i.	Onze financiering bevat voorwaarden die de positie van de meeste bedrijven (bij een volgende financieringsronde) verzwakt						

20. Hieronder zijn een aantal stellingen opgenomen over eventuele indirecte gevolgen de financiering die uw fonds verstrekte aan bedrijven. **Kunt u weer per stelling aangeven in hoeverre u het daarmee eens bent als u kijkt naar het *merendeel* van deze bedrijven?**

		Helemaal oneens	Oneens	Neutraal	Eens	Helemaal eens	Kan ik niet zeggen
a.	Onze financiering maakt dat de meeste bedrijven meer aan innovatie doen						
b.	Onze financiering maakt dat de meeste bedrijven innovatie doen met een hoger risico						
c.	Onze financiering maakt dat de meeste bedrijven versneld hun innovatie kunnen realiseren						
d.	Onze financiering stelt de meeste bedrijven in staat (meer) omzet te genereren met innovatieve producten en diensten						
e.	Onze financiering heeft er aan bijgedragen dat het personeelsbestand van de meeste bedrijven is gegroeid						
f.	Onze financiering heeft er aan bijgedragen dat de toegevoegde waarde per eenheid product is toegenomen						
g.	Onze financiering heeft er aan bijgedragen dat de meeste bedrijven (meer dan voorheen) zijn gaan exporteren						

Tevredenheid

Indien Seed-fondsbeheerder -->

Dit deel van de vragenlijst gaat over uw oordeel aangaande de Seed Capital regeling.

21. In hoeverre bent u te spreken over de volgende **formele bepalingen** in de regeling?

		Zeer ontevreden	Redelijk ontevreden	Neutraal	Redelijk tevreden	Zeer tevreden	Kan ik niet zeggen
a.	Het seed-fonds dient minimaal 3 onafhankelijke aandeelhouders te hebben						
b.	Geen overwegende zeggenschap / geen economische meerderheid bij één aandeelhouder						
c.	Resultaatafhankelijke beloning fondsmanagement op niveau van het Seed-fonds						
d.	Beheerkosten voor eigen rekening, per jaar maximaal 5% van het totale investeringsbudget						
e.	Een maximale lening van € 10 miljoen per fonds vanuit RVO						
f.	Een gemiddeld maximaal investeringsbedrag van € 2 miljoen over het gehele portfolio						
g.	Mogelijkheid om te participeren in bedrijven die <7 jaar na hun eerste commerciële jaar zijn						
h.	Participaties moeten minimaal €100k bedragen						
i.	Participaties mogen maximaal €3,5 miljoen bedragen over de gehele fondsperiode, waarvan maximaal € 2 miljoen over 12 maanden						
j.	Participaties hebben de vorm van aandelenkapitaal of converteerbare achtergestelde lening						
k.	Maximaal 50% van de investeringen mag achtergestelde lening zijn						
l.	Maximale investeringsperiode 6 jaar, desinvesteringsperiode 6 jaar						
m.	Vervreemding van de aandelen in het fonds is niet mogelijk						
n.	Het terugbetalingsregime (20%-50%-20% aan de overheid)						
o.	Participaties mogen alleen in bedrijven die met technologische innovatie bezig zijn						
p.	Participaties mogen alleen in bedrijven waarin nog niet eerder door een investeringsfonds is geïnvesteerd (behoudens uitzonderingssituaties)						

22. Zou u een toelichting willen geven bij de aspecten waar u het minst of meest over te spreken bent? Heeft u suggesties voor bepaalde voorwaarden?

[Open vraag, niet verplicht]

23. In hoeverre bent u te spreken over de volgende **aspecten** van de regeling?

		Zeer ontevreden	Redelijk ontevreden	Neutraal	Redelijk tevreden	Zeer tevreden	Kan ik niet zeggen
a.	Het totale beschikbare budget voor de Seed Capital regeling per jaar (€ 33 miljoen in 2024)						
b.	Sectorspecifieke tenders, zoals klimaat, energie en deeptech (2019 en 2021)						
c.	Het feit dat er één tender is per jaar						

24. Zou u een toelichting willen geven bij de aspecten waar u het minst of meest over te spreken bent? Heeft u suggesties voor bepaalde kenmerken?

[Open vraag, niet verplicht]

25. In hoeverre bent u te spreken over de volgende **uitvoeringsaspecten** van de regeling?

		Zeer ontevreden	Redelijk ontevreden	Neutraal	Redelijk tevreden	Zeer tevreden	Kan ik niet zeggen
a.	Rol adviescommissie tijdens de tender						
b.	Rol adviescommissie bij visitaties						
c.	De samenwerking met RVO						
d.	Communicatie door RVO						

26. Zou u een toelichting willen geven bij de aspecten waar u het minst of meest over te spreken bent?

[Open vraag, niet verplicht]

27. In hoeverre vindt u het belangrijk dat in de opzet van de Seed tender gebruik gemaakt wordt van externe onafhankelijke experts uit de markt voor de beoordeling van het fondsplan?

a) Heel belangrijk
b) Belangrijk
c) Neutraal
d) Onbelangrijk
e) Heel onbelangrijk

28. In hoeverre vindt u het belangrijk dat de regeling en de selectie van Seedfondsmanagers losstaat van andere regelingen van de overheid (zoals bijv. Groeifaciliteit, InvestNL/DFF) waar ook een selectie van fondsmanagers plaatsvindt?

a) Heel belangrijk
b) Belangrijk
c) Neutraal
d) Onbelangrijk
e) Heel onbelangrijk

29. In hoeverre vindt u de **administratieve lasten** van de regeling acceptabel?

		Helemaal niet acceptabel	Nauwelijks acceptabel	Neutraal	Redelijk acceptabel	Zeer acceptabel	Kan ik niet zeggen
a.	De tijd/energie die benodigd is voor het schrijven van de fondsaanvraag						
b.	De tijd/energie die benodigd is voor het aanleveren van de vereiste documenten						
c.	De rapportageverplichtingen						

Beschikbaarheid van risicokapitaal

Iedereen -->

Ten slotte willen we u nog enkele vragen stellen over de beschikbaarheid van risicokapitaal in Nederland.

30. Bestaat er volgens u op dit moment nog een onvervulde kapitaalbehoefte ('equity gap') in een bepaalde (deel)sector? *Eén antwoord mogelijk.*
a) Ja
b) Nee

Indien 30 = ja -->

31. Kunt u in onderstaande matrix op de juiste plek de (deel)sector(en) invullen waarvoor volgens u een onvervulde kapitaalbehoefte bestaat? Houd hiervoor rekening met de omvang van de kapitaalbehoefte en de investeringsfase. *Vul de desbetreffende (deel)sector in op de juiste plaats in onderstaande matrix, rekening houdend met de omvang van de kapitaalbehoefte en de investeringsfase. Indien geen van de fases aansluit op de (deel)sector vult u de sector in bij de kolom "Algemeen".*

[tekstveld-matrix, niet verplicht]

	Pre-seed	Seed	Early stage	Late stage	Algemeen
0-50K					
50-100K					
100-500K					
500K-1MLN					
1-2MLN					
2-5MLN					
5-10MLN					
10-20MLN					
>20MLN					

32. Bestaat er volgens u op dit moment nog een behoefte als het gaat om de aard van financiering? Zo ja, om welke aard van financiering gaat het? *U kunt slechts één antwoordoptie selecteren.*
a) Risicodragend kapitaal (aandelen/achtergestelde leningen)
b) Vreemd vermogen
c) Beide
d) Geen van beide

33. In hoeverre bent u het eens met de volgende stellingen over kapitaal in Nederland?

		Hele-maal oneens	On-eens	Neu-traal	Eens	Hele-maal eens	Onbe-kend
a.	Op dit moment zijn er in Nederland voldoende mogelijkheden om aan risicokapitaal te komen						
b.	De mogelijkheden om in Nederland aan risicokapitaal te komen zijn onoverzichtelijk						
c.	Het is lastig om in Nederland een geschikte partij te vinden om mijn bedrijf aan te verkopen						
d.	Ondernemers in Nederland hebben zelf voldoende kennis van manieren om aan risicokapitaal te komen.						

34. Heeft u nog opmerkingen over risicokapitaalbeleid die u de onderzoekers wil meegeven?

[Open veld, niet verplicht]

Einde

U heeft het einde van de vragenlijst bereikt.

Hartelijk dank voor uw bijdrage aan dit onderzoek. U kunt deze pagina sluiten.

Bijlage 5. Methodische verantwoording enquêtes

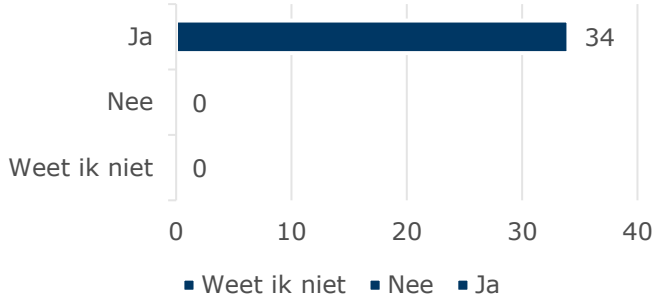
Seed Capital enquête

In totaal zijn 72 fondsmanagers van SC-fondsen benaderd voor de SC-enquête. Hiervan hebben uiteindelijk 31 SC-fondsen de enquête compleet ingevuld (zie onderstaande tabel). Dit betreft een respons rate van 43%. Voor sommige vragen is ook de input gebruikt van SC-fondsen die een deel van de enquête hebben ingevuld.

Tabel 28: Responsanalyse enquête SC-regeling

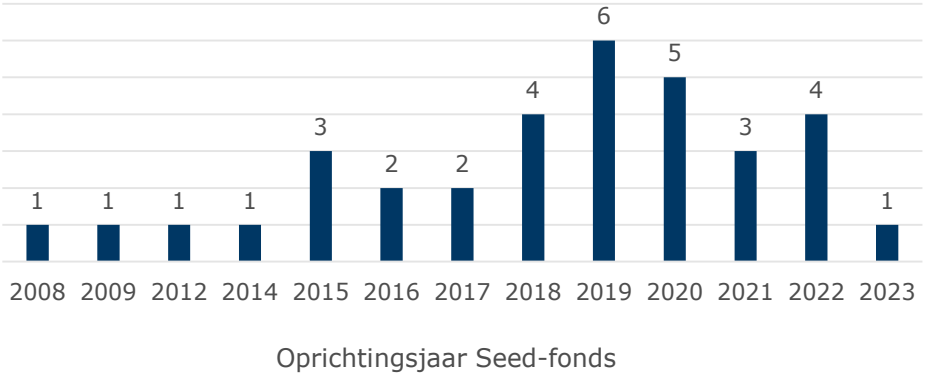
Populatie	Aantal gestart	Aantal compleet ingevuld	Response rate
72	34	31	47%

Alle fondsmanagers beheren een fonds dat vanuit de SC-regeling is gefinancierd (zie Figuur 113).



Figuur 113: Antwoord op de vraag " Beheert u een fonds dat deels vanuit de SC-regeling gefinancierd is?" (n=34)

Het oprichtingsjaar (en daarmee de leeftijd) van de SC-fondsen loopt uiteen. De meeste fondsen zijn opgericht in de periode 2018-2020 en in 2022.



Figuur 114: Antwoord op de vraag "In welk jaar is uw investeringsfonds opgericht?" (n=34)

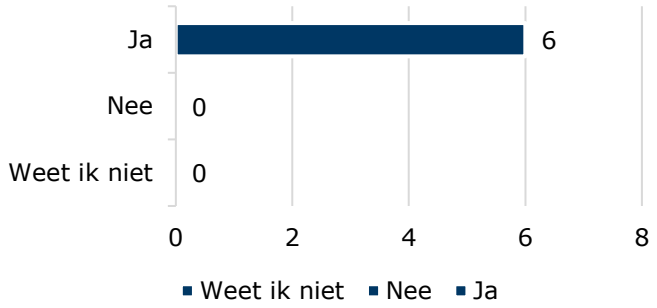
Seed Business Angel enquête

In totaal zijn 20 fondsmanagers van BA-fondsen benaderd voor de BA-enquête. Hiervan hebben uiteindelijk 6 BA-fondsen de enquête compleet ingevuld (zie onderstaande tabel). Dit betreft een respons rate van 30%.

Tabel 29: Responsanalyse enquête BA-regeling

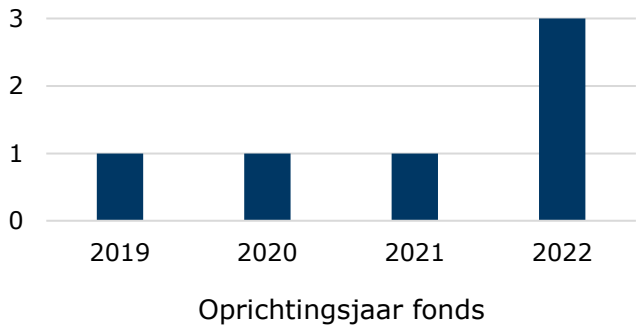
Populatie	Aantal gestart	Aantal compleet ingevuld	Response rate
20	6	6	30%

Alle fondsmanagers beheren een fonds dat vanuit de BA-regeling is gefinancierd (zie onderstaande figuur).



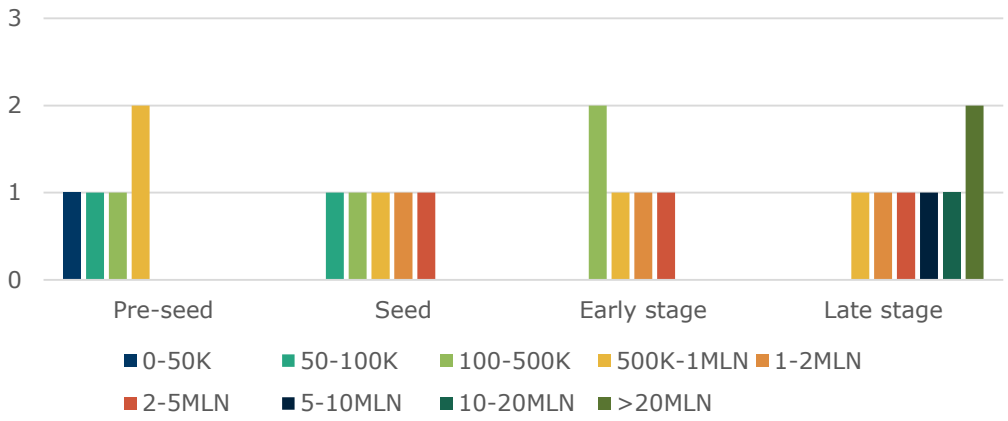
Figuur 115: Antwoord op de vraag " Beheert u een fonds dat deels vanuit de Seed Business Angel regeling gefinancierd is?" (n=6)

Van de BA-fondsen die de enquête hebben ingevuld, is één fonds in 2019 opgericht, één fonds in 2020 opgericht, één fonds in 2021 opgericht en zijn drie fondsen in 2022 opgericht.



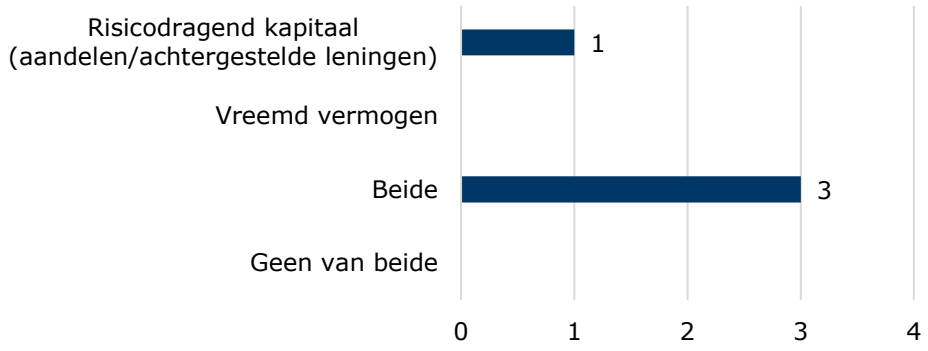
Figuur 116: Antwoord op de vraag "In welk jaar is uw investeringsfonds opgericht?" (n=6)

De grootste kapitaalbehoefte op dit moment lijkt zich te concentreren op de late stage fase. De omvang van de kapitaalbehoefte ligt vooral rond de € 100K tot € 5 miljoen.

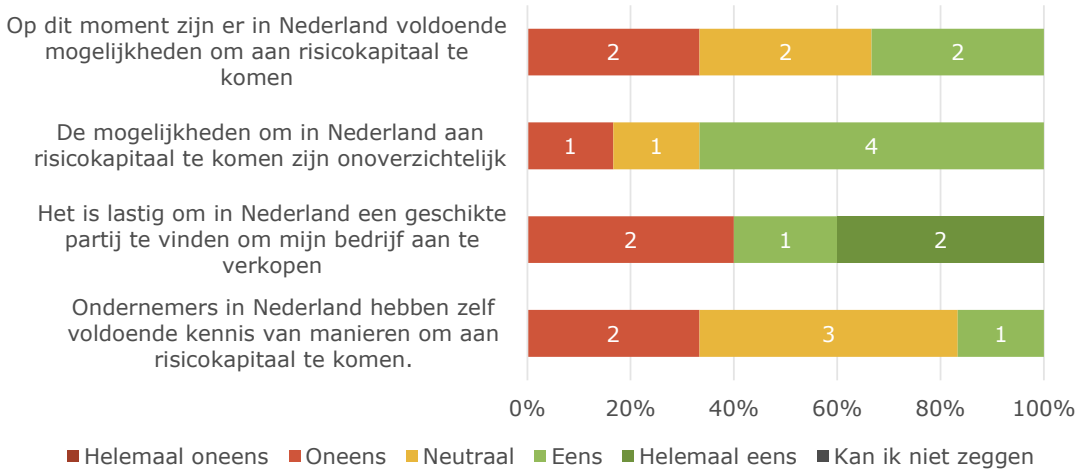


Figuur 117: Antwoord op de vraag "Kunt u in onderstaande matrix op de juiste plek de (deel)sector(en) invullen waarvoor volgens u een onvervulde kapitaalbehoefte bestaat?" (n=6)

Respondenten geven aan dat zij het meest behoefte hebben aan een combinatie van risicodragend kapitaal en vreemd vermogen. Een enkeling geeft aan dat er behoefte is aan enkel risicodragend kapitaal.



Figuur 118: Antwoord op de vraag "Bestaat er volgens u op dit moment nog een behoefte als het gaat om de aard van financiering? Zo ja, om welke aard van financiering gaat het?" (n=4)



Figuur 119:. Antwoord op de vraag "In hoeverre bent u het eens met de volgende stellingen over kapitaal in Nederland?" (n=6)

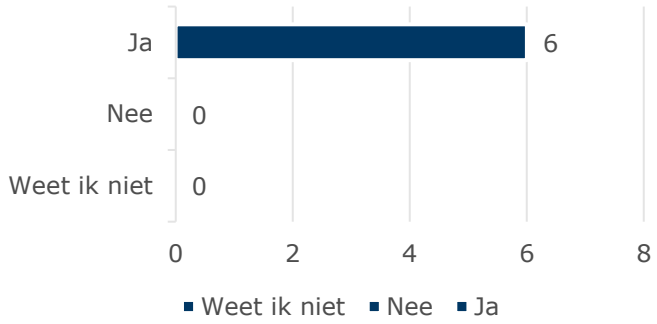
Dutch Venture Initiative enquête

In totaal zijn 19 fondsmanagers van DVI-fondsen benaderd voor de DVI-enquête. Hiervan hebben uiteindelijk 6 DVI-fondsen de enquête compleet ingevuld (zie onderstaande tabel). Dit betreft een respons rate van 32%.

Tabel 30: Responsanalyse enquête DVI

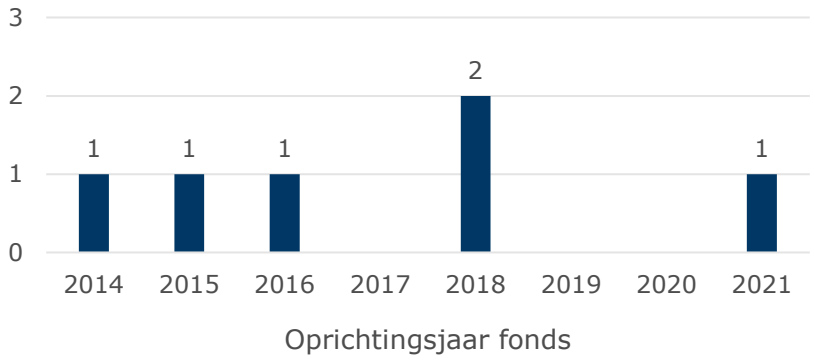
Populatie	Aantal gestart	Aantal compleet ingevuld	Response rate
19	6	6	32%

Alle fondsmanagers beheren een fonds dat vanuit de DVI-regeling is gefinancierd (zie onderstaande figuur).



Figuur 120: Antwoord op de vraag " Beheert u een fonds dat deels vanuit DVI gefinancierd is?" (n=6)

Van de DVI-fondsen is er in de periode 2014-2016 jaarlijks één DVI-fonds opgericht, in 2018 twee en in 2021 één DVI-fonds.

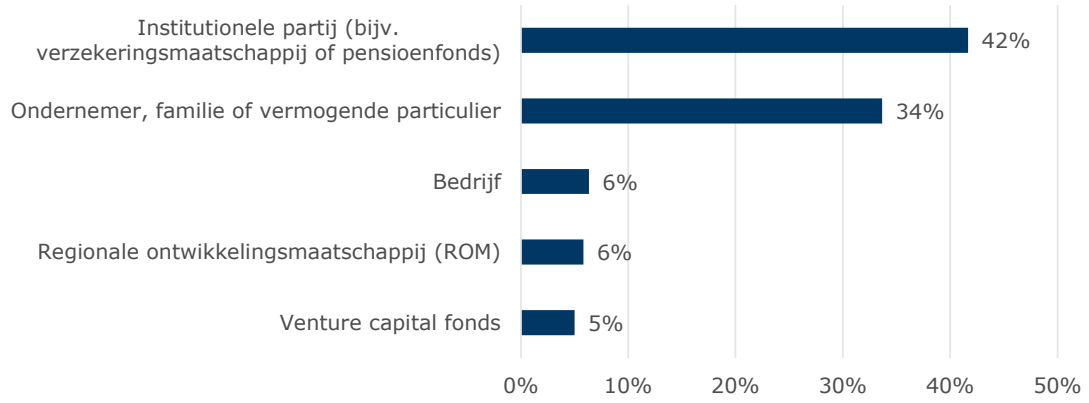


Figuur 121: Antwoord op de vraag "In welk jaar is uw investeringsfonds opgericht?" (n=6)

In de enquête is gevraagd naar de herkomst van het vermogen van DVI-fondsen. Elke fondsmanager diende hiervoor in te vullen welk aandeel van het fondsvermogen afkomstig is van welk type partij. Over de DVI-fondsen gemiddeld is het merendeel van het fondsvermogen afkomstig van een institutionele partij (42%), gevolg door een ondernemer, familie of vermogende particulier (34%). De overige financiering is afkomstig van een bedrijf (6%), ROM (6%) of VC-fonds (5%).

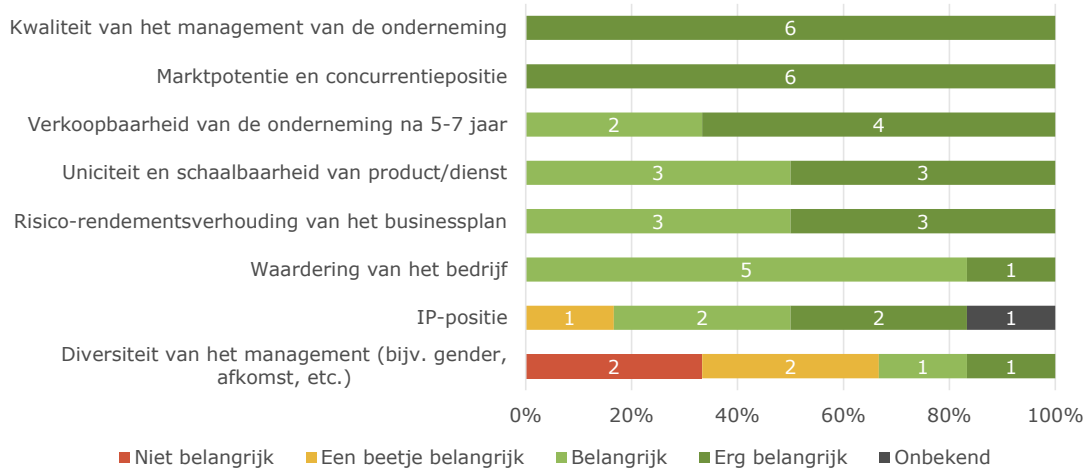
Wanneer we kijken hoe vaak de fondsen hebben aangegeven financiering te hebben ontvangen van elk type partij, dan blijkt dat alle DVI-fondsen financiering hebben ontvangen van

een institutionele partij en ondernemers, familie of een vermogende particulier. De helft heeft financiering ontvangen vanuit een bedrijf of ROM. Slechts één fonds heeft financiering ontvangen vanuit een VC-fonds.



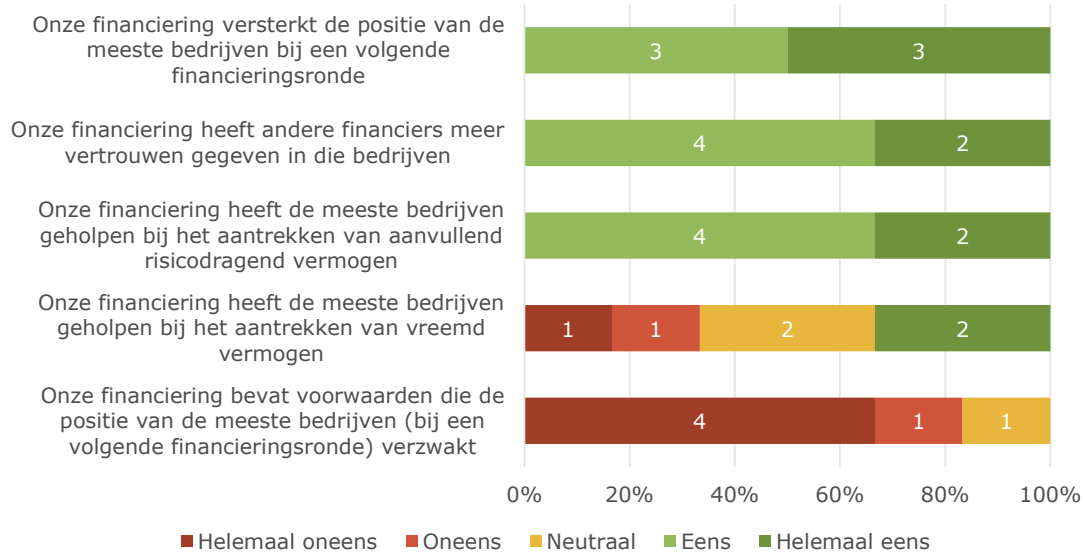
Figuur 122: Antwoord op de vraag "Wat is de herkomst van het vermogen van het fonds dat u beheert?" (n=6)

Op basis van de DVI-enquête blijkt dat de kwaliteit van het bedrijf (erg) belangrijk wordt geacht (o.a. kwaliteit management, markt- en concurrentiepositie, risico-rendementsverhouding businessplan, etc.). Diversiteit van het management en IP-positie wordt minder belangrijk geacht.



Figuur 123: Antwoord op de vraag "Hoe belangrijk zijn de volgende selectiecriteria voor u bij het doen van investeringen?" (n=6)

Volgens respondenten van de DVI-enquête heeft de financiering vanuit de fondsen bedrijven op diverse manieren geholpen bij het aantrekken van aanvullende financiering (vooral risicodragend vermogen en in mindere mate vreemd vermogen).



Figuur 124: Antwoord op de vraag "Kunt u per stelling aangeven in hoeverre u het daar mee eens bent als u kijkt naar het merendeel van de bedrijven waarin uw fonds geïnvesteerd heeft?" (n=6)

Bijlage 6. CBS Microdata-analyse

De econometrische analyse maakt gebruik van data uit drie bronnen:

- Via RVO.nl geleverde KvK-nummers van participaties in de Seed-fondsen over de periode 2005 - 2022, door het CBS geanonimiseerd en gekoppeld aan de bedrijfseenheden in het Algemene Bedrijvenregister (ABR).
- Via het European Investment Fund (EIF) geleverde KvK-nummers van bedrijven met investeringen door durf- en groeikapitaalfondsen via het DVI over de periode 2013 – 2022, door het CBS geanonimiseerd en gekoppeld aan de bedrijfseenheden in het Algemene Bedrijvenregister (ABR).
- Bedrijfseconomische – en demografische gegevens over alle economisch actieve bedrijven (lees: bedrijven met omzet en/of werknemers) in de periode 2010 – 2022.

Aan deze drie databronnen wordt nog een dataset toegevoegd van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) met bedrijven die financiering ontvangen vanuit regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) en private investeringsmaatschappijen in de periode 2007 - 2020. Deze data kunnen worden ingezet om een vergelijkingsgroep voor Seed/DVI participaties samen te stellen.

SEED data van RVO.nl

Deze data bestaat uit alle participaties door fondsen die ondersteunt worden vanuit de SC-regeling per kalenderjaar. Het betreft zowel de participaties uit de originele SC-regeling, als de sinds 2017 ingevoerde Business-Angels regeling. Waarnemingen in het bestand zijn op het niveau van participaties in bedrijven. Per participatie is de datum, het totale geïnvesteerde bedrag en onderverdeling in een overheidsdeel en privaatdeel gegeven. Ook is er indicator voor welke participaties behoren onder de Business-Angels regeling.

DVI data va het EIF

Deze data bevatten alle investeringen door DVI fondsen per kalenderjaar. Het gaat zowel om nog lopende als afgeronde/afgesloten investeringen. Het waarnemingsniveau van deze data betreft investeringen, waarbij één bedrijf per kalenderjaar meerdere investeringen kan hebben (bijvoorbeeld uit meerdere bij het DVI aangesloten fondsen). De data bevatten zowel gegevens over investeringen in Nederlandse als buitenlandse bedrijven, waarbij de buitenlandse bedrijven niet gekoppeld konden worden aan de bedrijfseenheden van het CBS (de microdata van het CBS bevatten enkel in Nederland actieve bedrijven). De data bevatten onder andere het geïnvesteerde bedrag, de investeringsdatum, de naam van het fonds waar vanuit DVI in geïnvesteerd is.

CBS-Microdata

De CBS-Microdatabestanden bevatten bedrijfsdemografisch en -economische gegevens over alle economisch actieve bedrijven in Nederland in de periode 2010 – 2022. We hebben gegevens gekoppeld uit de volgende databestanden:

- **Algemeen Bedrijven Register (ABR) / Bedrijfsdemografisch Kader (BDK).** Populatie van bedrijven actief in Nederland met informatie over de basiskenmerken van deze bedrijven (sector, grootteklasse, vestigingsplaats, etc.), bedrijfsopheffingen en -toetredingen, etc.
- **Aangifte Omzetbelasting (BTW).** Informatie over de totale omzetten van bedrijven in Nederland per verslagjaar op basis van de aangiften omzetbelasting.

- **Statistiek Financiën van Niet-Financiële Ondernemingen (NFO).** Balansen en resultaatrekeningen van ondernemingen die in Nederland actief zijn in de niet-financiële sector.
- **Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO)**. Inzet van Nederlandse bedrijven op het gebied van speur- en ontwikkelingswerk (S&O) onder de WBSO-regeling.
- **Banen en Lonen op basis van de Polisadministratie (SPOLISBUS)** Banen en lonen van werknemers bij Nederlandse bedrijven.
- **Gemeentelijke basisadministratie (GBA)**. Persoonskenmerken (geslacht, leeftijd) van alle in Nederland ingeschreven personen.
- **Hoogst behaald/gevolgd opleidingsniveau (HOOGSTEOPLTAB)**. Het hoogst behaalde en hoogst gevolgde opleidingsniveau van de Nederlandse bevolking.

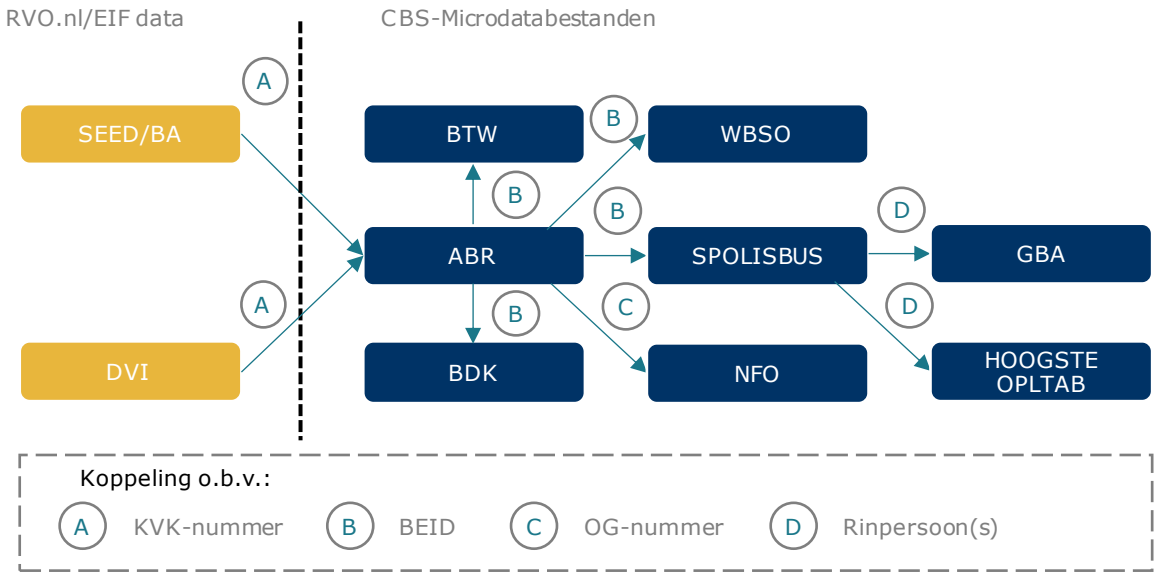
De laatste twee datasets kunnen worden gebruikt om de diversiteit binnen de participaties waar vanuit SEED/DVI in geïnvesteerd wordt in beeld te brengen of om bijvoorbeeld te corrigeren voor/matchen op het opleidingsniveau van de medewerkers in de regressieanalyses.

Datakoppeling en uiteindelijke analysebestand(en)

De door RVO.nl en EIF aangeleverde data over SEED en DVI zijn geüniformeerd en samengevoegd over de jaargangen en ingeklapt op de bedrijfseenheden zoals deze worden gehanteerd in de CBS-microdata omgeving. Dit maakt koppeling met andere microdatabestanden mogelijk. Niet elke aanvraag kon door het CBS gekoppeld worden aan een bedrijfseenheid. Dit kan in hoofdzaak drie redenen hebben:

- Bedrijven die nog niet economisch actief zijn (d.w.z. geen werknemers en geen omzet).
- Administratieve fouten (bv. een incorrect doorgegeven KvK-nummer). Gaat waarschijnlijk om een klein aantal waarnemingen.
- Het gaat om een buitenlandse bedrijven. Dit speelt waarschijnlijk alleen bij DVI en is daar de belangrijkste reden achter het koppelverlies.

Deze data hebben we aan elkaar gekoppeld middels het koppelschema in Figuur A.



Figuur 125: Schematische weergave van datakoppeling

Doordat niet elke investering uit de SEED/DVI data gekoppeld kan worden aan de CBS-Microdata gaan we in onze econometrische analyse uit van twee verschillende databestanden: (i) de originele uitvoeringsdata van RVO.nl en het EIF, met daarin alle participaties/investeringen maar voor een deel van de observaties beperkt/geen bedrijfsdemografisch en -economische gegevens en (ii) de gekoppelde RVO-EIF-CBS data, met daarin alle investeringen in economisch actieve Nederlandse bedrijven inclusief alle bedrijfsdemografisch en -economische gegevens van deze bedrijven. Via beschrijvende statistieken voor beide databestanden kunnen we achterhalen of er potentieel belangrijke observaties wegvallen gedurende het koppelverlies.

Bijlage 7. Methodologie econometrie

Deze bijlage gaat in op de methode en de keuzes achterliggend aan het bepalen van de doeltreffendheid van de Seed Capital/Business Angel (SC) en de Dutch Venture Initiative (DVI) regelingen. De bijlage gaat in op de volgende onderwerpen:

1. hoe doeltreffendheid is gedefiniëerd;
2. de werking van Difference-in-Difference analyses (DID);
3. de werking van Propensity Score Matching (PSM);
4. de toepassing van PSM en DID in de context van de evaluatie;

Definitie doeltreffendheid

Vanuit de beleidstheorie is het voornaamste doel van de SC- en DVI-regelingen om de toegang tot private equity in Nederland te vergroten. Onder deze doelstelling zijn de regelingen per definitie altijd doeltreffend, bij elke toekenning van financiering. Met deze reden operationaliseren we voor dit onderzoek een alternatieve definitie van doeltreffendheid, die gebaseerd is op de prestaties van de bedrijven die financiering ontvangen. De doeltreffendheid van de regelingen is gebaseerd op:

1. of bedrijven sneller weten te groeien qua personeel nadat ze financiering vanuit SC/DVI hebben ontvangen;
2. of bedrijven een hogere omzet realiseren nadat ze financiering vanuit SC/DVI hebben ontvangen;
3. of bedrijven meer speur- en ontwikkelingswerk uitvoeren nadat ze financiering uit SC/DVI hebben ontvangen;
4. of bedrijven een hogere kans hebben om vervolgfinanciering aan te trekken nadat ze financiering uit SC/DVI hebben ontvangen;
5. of bedrijven een kleinere kans hebben om op te worden geheven nadat ze financiering uit SC/DVI hebben ontvangen.

Hoe beter de betrokken bedrijven presteren op de bovenstaande vijf onderdelen, hoe effectiever het geld vanuit SC/DVI wordt besteed en hoe meer baat de maatschappij heeft bij de gemaakte investeringen.

De werking van difference-in-difference

Om precies te achterhalen wat de toegevoegde waarde is van de SC- en DVI-regelingen zouden we idealiter vergelijken hoe een bedrijf heeft gepresteerd wanneer het een investering heeft ontvangen van een SC/DVI-fonds en hoe hetzelfde bedrijf heeft gepresteerd zonder deze investering, zie bijvoorbeeld [67]. Laat Y_i^1 de uitkomstmaat zien van bedrijf *i* na de investeringen en Y_i^0 de uitkomstmaat zien van hetzelfde bedrijf *i* dat geen investering ontvangt. Laat T de set bedrijven zijn waarin geinvesteerd wordt. Het exacte behandelingseffect is dan het verschil in de gemiddelde uitkomstmaat in de situatie waarin de bedrijven de SC/DVI financiering ontvangen en de situatie waarin diezelfde bedrijven de SC/DVI financiering *niet* ontvangen:

$$D = E\left[Y_i^1 - Y_i^0\right] = E\left[Y_i^1\right] - E[Y_i^0], i \in T$$

Natuurlijk is het in werkelijkheid onmogelijk om beide realisaties te observeren: voor bedrijven waarin geïnvesteerd wordt observeren we niet de uitkomstmaat in de situatie zonder de investering.[49] Ofwel, als een bedrijf in set T zit kunnen we Y_i^0 per definitie nooit waarnemen.

Hierdoor is het noodzakelijk om bedrijven die financiering vanuit SC/DVI hebben ontvangen (de behandelgroep) te vergelijken met bedrijven die zulke financiering niet hebben ontvangen (de controlegroep). Zo'n vergelijking tussen een behandelgroep en controlegroep werkt het beste als de twee groepen over de jaren heen veel op elkaar lijken, dezelfde ontwikkeling in de uitkomstmaat volgen en op één moment van elkaar gaan afwijken, namelijk wanneer de behandelgroep de SC/DVI financiering ontvangt. Als de twee groepen bedrijven pas vanaf dát moment uit elkaar groeien is het effect toe te wijden aan de investeringen vanuit een SC/DVI fonds. We veronderstellen dan dat de uitkomstmaat in de behandelgroep zich precies zo had ontwikkeld als de uitkomstmaat in de controlegroep *als er geen SC/DVI investering had plaatsgevonden*:

$$E\left[Y_i^0\right] = E\left[Y_j^0\right], i \in T, j \in N, T \cap N = \{\emptyset\}$$

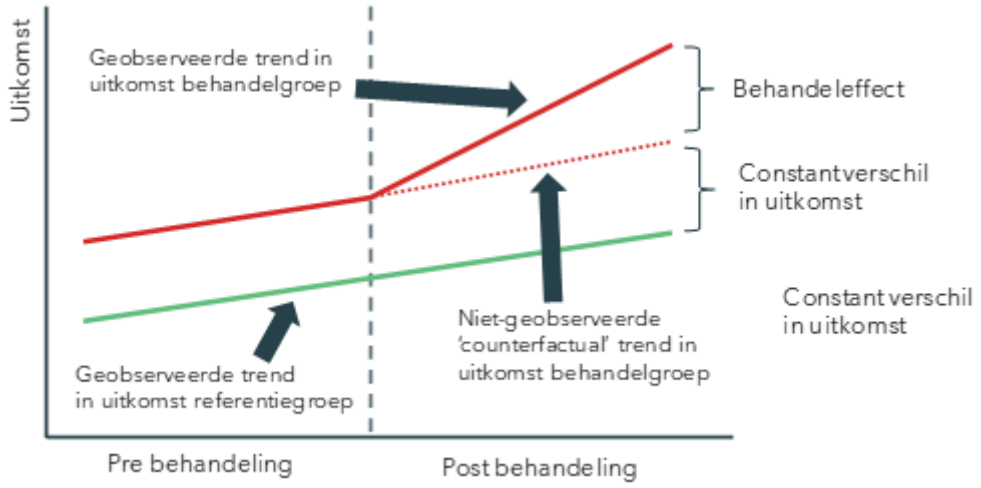
Waarbij N de set bedrijven is die geen behandeling ondergaan.

Het behandelingseffect is dan in te schatten als het verschil in de gemiddelde uitkomstmaat van de behandelgroep en de controlegroep in de periode nadat de investering heeft plaatsgevonden:

$$D = E\left[Y_i^1\right] - E[Y_j^0], i \in T, j \in N, T \cap N = \{\emptyset\}$$

Dit behandelingseffect is in te schatten middels een difference-in-differences (DID) analyse. Figuur 126 toont schematisch hoe de DID-analyse te werk gaat. Op de horizontale as staat tijd. Op de verticale as van de figuur staat een uitkomstmaat (zoals omzet). Hoe hoger deze uitkomstmaat is, hoe beter, dus idealiter hopen we hier een sterk stijgende lijn te zien, wat dus duidt dat de uitkomstmaat over de tijd toeneemt. Hoe steiler de lijn, hoe sterker de groei is. De rode lijn laat zien hoe de uitkomstmaat zich ontwikkelt voor de behandelgroep. De groene lijn toont hetzelfde voor de controlegroep. In het midden van de grafiek staat een verticale blauwe lijn. Deze toont aan op welk moment de behandelgroep financiering vanuit SC/DVI ontvangt. Tot dit moment laten de behandelgroep en de controlegroep dezelfde ontwikkeling zien: De lijnen lopen precies parallel aan elkaar. Vanaf het moment dat de behandelgroep financiering ontvangt begint de rode lijn steiler te lopen vergeleken met de groene lijn. Dit houdt in dat de uitkomstmaat sneller is gaan stijgen voor de behandelgroep dan de controlegroep. Doordat het effect precies tevoorschijn komt wanneer de 'behandeling' begint, is het effect hieraan toe te wijden. Tot aan het moment van de 'behandeling' overlappen de lijnen niet perfect en er is ex ante een verschil in de uitkomstmaten. Na de 'behandeling' neemt dit verschil echter toe. Het verschil in het bestaande verschil is het effect van de 'behandeling'.

[49] Dit wordt ook wel aangeduid als de *counterfactuele situatie* omdat het tegen de feitelijke situatie waarin het bedrijf een investering heeft ontvangen ingaat *(factuele situatie)*.



Figuur 126. Schematische weergave werking DID-analyse

Een standaardmethode om de behandeleffecten te schatten is een zogenaamd 2x2 DID design. Dit houdt in dat men een regressievergelijking schat op basis van 2 tijdsperiodes (vlak voor de behandeling en een moment na de behandeling) en dat er 2 groepen aan observaties zijn (de controle- en behandelingsgroep). De schatting van het behandeleffect vindt plaats middels een *Two-Way Fixed Effects* regressie. De vergelijking ziet er als volgt uit:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_t + \delta D_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

In deze vergelijking is $Y_{i,t}$ de uitkomstmaat voor bedrijf *i* op tijdstip *t,* zijn α_i de bedrijfsspecifieke fixed-effects, zijn β_t de jaar-fixed-effects, geeft $D_{i,t}$ de behandelstatus aan van bedrijf *i* op tijdstip *t* en vormt $\epsilon_{i,t}$ het residu. De coëfficiënt δ laat in deze schatting zien wat het effect van de behandeling is op de uitkomstmaat.

In werkelijkheid kan het zijn dat de behandelingen op verschillende tijdstippen plaatsvinden, waardoor de δ ook kan verschillen over de tijd heen en elke behandelgroep een uniek effect ondergaat ten gevolge van de behandeling. In zulke gevallen kan het prudent zijn om een *staggered difference-in-difference* uit te voeren [68]. In de huidige context houdt het in dat er een afzonderlijk behandeleffect wordt geschat voor elke jaarlaag aan toekenningen vanuit SC/DVI. Dit is, gezien het aantal beschikbare observaties, niet realistisch binnen het huidige onderzoek. Tevens is het onwaarschijnlijk dat de behandeleffecten sterk over de tijd heen variëren en dat er tussen de jaren in een wisseling is tussen significant positieve als negatieve effecten.

De werking van Propensity Score Matching

Een van de voornaamste uitdagingen in het uitvoeren van een DID-analyse is om een controlegroep te vinden die daadwerkelijk goed past bij de behandelgroep. In de context van dit onderzoek bestaat de behandelgroep uit een vrij klein aantal startende bedrijven, die qua omvang veelal nog niet groot zijn en mogelijk nog geen of weinig omzet genereren. Het zou onverstandig zijn om zulke bedrijven te vergelijken met het gehele bedrijfsregister van Nederland, waar onder andere grote multinationals tussen zitten als vele zzp'ers. Zulke bedrijven vormen slecht vergelijkingsmateriaal, omdat ze in een volledig andere levensfase zitten en/of andere ambities hebben dan het gemiddelde bedrijf uit de behandelgroep. Terugkijkend naar Figuur 126 is het dan niet aannemelijk dat de groene en rode lijn parallel aan elkaar zouden lopen tot aan het moment van 'behandeling': Tevens zou de groene lijn allerlei verschillende kanten op kunnen schieten na het behandelmoment. Vermoedelijk zijn

er vóór het behandelingsmoment al zeer grote verschillen die ook na het behandelingsmoment roet in het eten gooien en de identificatie bemoeilijken.

Één methode om de controlegroep en behandelgroep vergelijkbaarder te maken is om een matchingprocedure uit te voeren. Dit houdt in dat er voor elk bedrijf in de behandelgroep een of meerdere zeer vergelijkbare bedrijven worden gevonden, terwijl de niet-vergelijkbare bedrijven worden genegeerd. De bedrijven moeten vergelijkbaar zijn in de zin dat ze vrijwel hetzelfde groeipatroon volgen in de uitkomstmaat. Tevens lijken ze idealiter ook qua andere kenmerken sterk op elkaar, bijvoorbeeld qua leeftijd, of sector waarin ze actief zijn. Hoe meer kenmerken overeenkomen tussen de behandelgroep en de controlegroep (tot aan het moment van behandeling), hoe aannemelijker het is dat de bedrijven zich (zonder investeringen) identiek zouden ontwikkelen en des te sterker en betrouwbaarder de uitkomsten van de DID analyse zijn.

Propensity Score Matching (PSM) is een voorbeeld van een matchingprocedure. [69] In plaats van om alle kenmerken afzonderlijk te bekijken, vormt PSM alle matchingkenmerken samen en zet ze om tot één score (de propensity score). Het is in de praktijk veel makkelijker om op één score bedrijven aan elkaar te matchen dan om een lijst kenmerken (handmatig) te wegen en afzonderlijk te matchen. Als bedrijven dezelfde propensity score hebben, is het zeer waarschijnlijk dat ze ook dezelfde achterliggende kenmerken hebben.

Normaliter berekent men de propensity scores door middel van een Logit of Probit model. Het model ziet er dan als volgt uit:

$$P\left(T_{i,t} = 1 \middle| X_{i,t}\right) = \Phi(\beta X_{i,t})$$

In deze vergelijking is $T_{i,t}$ een dummy variabele die aangeeft of bedrijf *i* op tijdstip *t* een 'behandeling' heeft ondergaan. $X_{i,t}$ is de set van (waarneembare) kenmerken van bedrijf *i* die op tijdstip *t* bekend zijn. $P(T_{i,t} = 1|X_{i,t})$ is de kans dat een bedrijf een behandeling ondergaat op basis van de (waarneembare) kenmerken, hetgeen berekend wordt door middel van de functie $\Phi(.)$. Het doel van dit kansmodel is niet zozeer om perfect te voorspellen welke bedrijven een behandeling ondergaan, maar om te achterhalen hoe belangrijk de kenmerken zijn waarop de matchingprocedure plaatsvindt. Stel dat een kenmerk *K* veel voorspellende kracht heeft op de kans voor een behandeling *en* een impact heeft op de uitkomstmaat. Het is dan econometrisch moeilijk om uit elkaar te halen welk deel van de verandering in een uitkomstmaat na een behandeling veroorzaakt wordt door de behandeling en welk deel door kenmerk K.

De methode is niet de enige matchingmethode. Het grote voordeel ten opzichte van andere methodes is dat het aantal dimensies waarop men moet matchen fors krimpt, door alles plat te slaan tot één score. De procedure is echter alleen in staat om op waarneembare kenmerken te matchen. Dit houdt in dat er mogelijk onwaarneembare kenmerken zijn waarop bedrijven van elkaar verschillen, waar de methode geen rekening mee kan houden (bijvoorbeeld de ambitie van de bedrijfseigenaar, of een financiëel vangnet dat het voor starters makkelijker/moeilijker maakt om risico's te nemen). Ook gaten in de data (ontbrekende observaties) kunnen correcte matching bemoeilijken, wanneer de oorzaak van zulke gaten correleert met de behandelstatus of de uitkomstmaten. Caliendo en Kopeinig [70] en Rosenbaum en Rubin [69] bieden richtlijnen aan voor hoe men met zulke uitdagingen om kan gaan, maar er bestaan geen harde regels die definitief duiden wat de juiste of meest efficiente aanpak is.

Toepassing van DID en PSM in dit onderzoek

Dit onderzoek bestudeert de effecten van investeringen vanuit SC/BA-fondsen en DVI-fondsen afzonderlijk. We voeren eerst Propensity Score Matching uit om een controlegroep samen te stellen die nauw lijkt op de behandelgroep. We voeren de matchingprocedure afzonderlijk uit voor elke jaarlaag aan behandelde bedrijven. Bedrijven worden gematcht op basis van waarneembare kenmerken ten tijde van het jaar van de toekenning en het jaar hiervoor. Dit houdt in dat bedrijven die bijvoorbeeld in 2011 een toekenning hebben ontvangen alleen worden gematcht aan andere bedrijven die in 2011 (en overige jaren) geen toekenning hebben ontvangen. De bedrijven moeten vervolgens sterk op elkaar lijken op basis van hun gegevens voor 2011 en 2010. Een additionele voorwaarde is dat er data beschikbaar zijn voor beide groepen bedrijven na het toekenningsjaar. Indien zulke gegevens niet beschikbaar zijn, kan er sprake zijn van een survivorship bias, waarbij alleen de sterkst presterende bedrijven in de dataset overblijven, terwijl de zwakker presterenden wegvallen, hetgeen de schatting van het behandeleffect zou bemoeilijken.

Doordat de matchingprocedure op data van twee achtereenvolgende jaren matcht, is er niet alleen sprake van een parallele trend tussen de groepen, maar overlappen de trendlijnen zelfs volledig. Ten opzichte van de voorwaarden voor het uitvoeren van een DID analyse, is dit een sterkere manier van matchen dan strict gezien noodzakelijk.

Ofschoon we de matching per jaarlaag uitvoeren, berekenen we geen afzonderlijke treatment effecten per cohort. De voornaamste reden hiervoor is dat er een gebrek aan data is om dit verantwoord te doen: Vele cohorten bestaan uit slechts een handjevol observaties, waardoor een schatting van heterogene effecten gepaard gaat met veel onzekerheid. In plaats daarvan berekenen we een behandeleffect dat representatief is voor de gehele waarneembare periode, onder de veronderstelling dat er geen economisch relevante heterogeniteit plaatsvindt (zoals veranderingen in het teken van het behandeleffect).

De matching vindt plaats op basis van log-getransformeerde variabelen[50]. Dit maakt het makkelijker om met uitschieters om te gaan, doordat deze een kleinere invloed. Om verder de invloed van uitschieters te beperken filteren we kandidaatobservaties voor de controlegroep op hun omvang. We hanteren als drempelwaarde dat de omzet, het aantal werkzame personen en het aantal SO-uren niet hoger mag zijn dan de maximaal geobserveerde waarde binnen de behandelgroep plus 1,5x de standaard deviatie.

We schatten de volgende vergelijking:

[50] In de regressieanalyses wordt een log-plus-één-transformatie uitgevoerd op de uitkomstvariabelen. De plus-één-transformatie zorgt ervoor dat ook nulwaarden kunnen worden meegenomen in de analyse en de logaritmische waarde niet negatief kan worden: $\log(0) = -\infty$ en $\log(1) = 0$. Een log-plus-één-transformatie in combinatie met geschaalde uitkomstvariabelen (bijvoorbeeld S&O-uren in duizendtallen in plaats van SO-uren) zou een bias tot gevolg kunnen hebben, doordat de uitkomstvariabelen hoger uitvallen dan ze daadwerkelijk zijn. Het hangt ervan af of juist in de behandelgroep of in de controlegroep de uitkomstvariabele hoger uitvalt of het respectievelijk een over- of onderschatting betreft. Een log-plus-één-transformatie zonder een geschaalde uitkomstvariabele zorgt echter voor hoge standaardfouten, omdat aan de verdeling van de uitkomstvariabele (erg) lage waardes worden toegevoegd. Beide methodes hebben derhalve beperkingen. De verwachting van de onderzoekers is dat de beperkingen van de log-plus-één-transformatie in combinatie met geschaalde uitkomstvariabelen minder groot zijn

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{s=1}^{12} \beta_s T_s + \delta D_{i,t} + \theta X_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

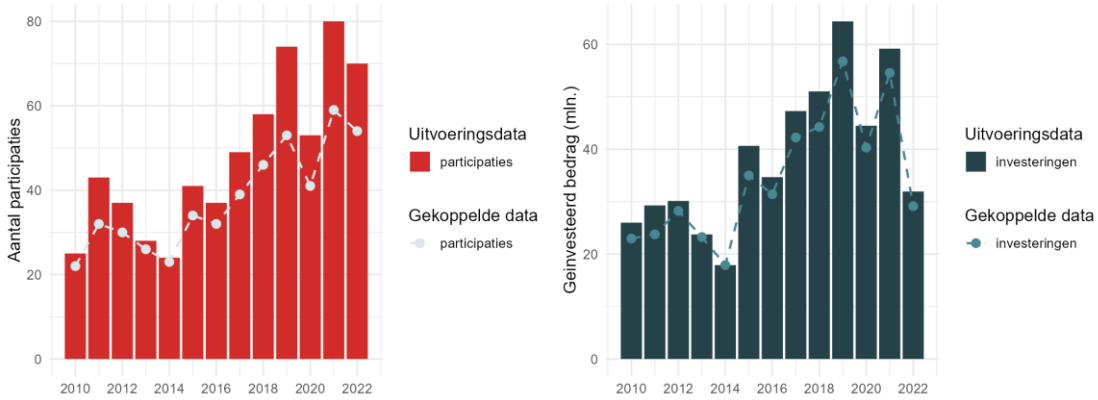
In deze vergelijking is $Y_{i,t}$ één van drie uitkomstmaten: de log van omzet, de log van het aantal actieve werknemers (in FTE) of de log van het aantal SO-uren. Hiernaast bevat de vergelijking bedrijfs- en tijds-fixed-effects, α_i en $\sum_{s=1}^{12} \beta_s T_s$ respectievelijk. $X_{i,t}$ bevat controlevariabelen, zoals de leeftijd van het bedrijf en twee van de drie uitkomstmaten. Wanneer omzet bijvoorbeeld de uitkomstmaat is aan de linkerkant van de vergelijking, bevat $X_{i,t}$ de log van het aantal werknemers (in FTE) en de log van het aantal SO-uren. In de hoofdtekst staan resultaten gebaseerd op een schatting waarin geen controlevariabelen zijn opgenomen. Deze vormen een mogelijke overschatting van het precieze behandelingseffect, terwijl een schatting inclusief controlevariabelen vermoedelijk een onderschatting vormt. Dit komt doordat een deel van de behandeleffecten via de controlevariabelen loopt. De variabele $D_{i,t}$ is een dummy die de behandelstatus van het bedrijf. Vanaf het jaar dat een bedrijf financiering vanuit een SC- danwel DVI-fonds heeft ontvangen neemt deze de waarde 1 aan. Ten slotte bevat $\epsilon_{i,t}$ het residu dat de rest van het model niet kan verklaren.

De uiteindelijke analyse vindt plaats als een klassiek 2x2 DID-design, hetgeen de standaard vormt in de wetenschappelijke literatuur en de makkelijkste interpretatie biedt van de econometrische resultaten. We behouden voor het schatten van de behandelingseffecten voor elk bedrijf alleen het initiële jaar van toekenning (waarin verondersteld wordt dat er nog geen effecten optreden) en één aanvullende observatie. De aanvullende observatie is van 1 tot en met 5 jaar ná het moment van de toekenning. Om het behandelingseffect één jaar na de toekenning te schatten gebruiken we bijvoorbeeld gegevens van het toekenningsjaar en het jaar erna, maar geen overige jaren aan data. Doordat het aantal bedrijven waar gegevens na 5 jaar voor beschikbaar zijn beperkter is dan het aantal bedrijven waar na 1 jaar gegevens voor beschikbaar zijn, neemt het aantal observaties achterliggend aan de schatting van de behandelingseffecten over de tijd heen af.

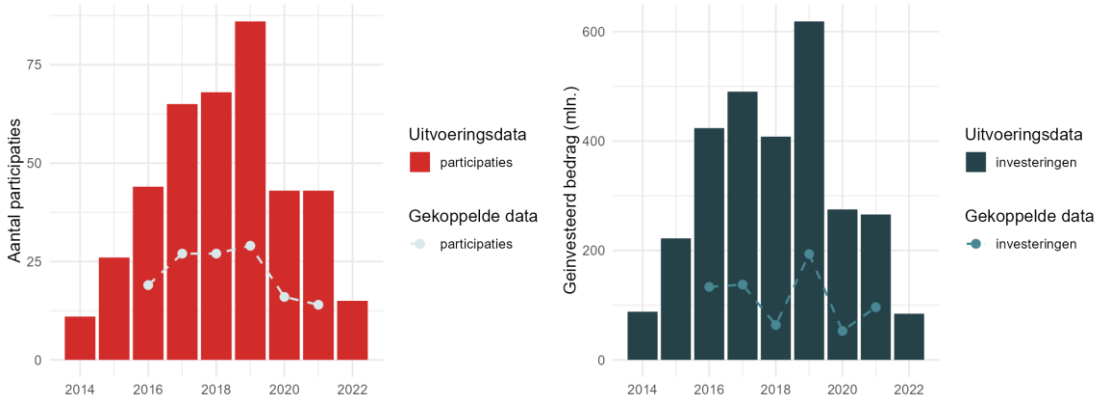
Als robuustheidsanalyse voeren we ook de schattingsprocedure uit op basis van bedrijven die voor de gehele periode (dus vanaf het jaar vóór de toekenning tot en met 5 jaar na de toekenning) altijd beschikbaar zijn. Deze analyse leidt tot kwalitatief identieke resultaten.

Ten slotte voeren we de schattingen uit zowel met als zonder controlevariabelen. De set beschikbare controlevariabelen is beperkt, en een deel van het behandeleffect loopt via de controlevariabelen. Hierdoor vormen deze uitkomsten een onderschatting van het behandeleffect (terwijl de resultaten in de hoofdtekst mogelijk een overschatting vormen). De relevante resultaten zijn voor de geïnteresseerde lezer opgenomen in Bijlage 8, tezamen met overige additionele econometrische resultaten.

Niet alle bedrijven betrokken bij een SC-/BA-/DVI-investering hebben beschikbare data om een econometrische analyse op uit te voeren. Figuur 127 en Figuur 128 laten zien wat het koppelverlies is wanneer we de uitvoeringsdata uitbreiden met overige microdata. De figuren tonen welk aandeel van de geïnvesteerde bedragen we nader econometrisch kunnen bestuderen. Voor SC/BA is het koppelverlies beperkt en is het mogelijk om het merendeel van de bedrijven te blijven volgen. Voor DVI is het koppelverlies groter. Dit komt met name doordat er veen buitenlandse ondernemingen in de uitvoeringsdata staan, waar geen microdata voor beschikbaar zijn. Het merendeel van het koppelverlies ontstaat hier dus doordat we ons enkel op Nederlandse bedrijven richten in alle vervolganalyses.



Figuur 127: Koppelverlies van SC/BA bedrijven en investeringen



Figuur 128: Koppelverlies van DVI-bedrijven en investeringen.

Tabel 31 laat zien wat de gemiddelde geïnvesteerde bedragen zijn onder gekoppelde en niet-gekoppelde bedrijven. Hieruit blijkt dat niet-gekoppelde SC/BA-bedrijven in het algemeen kleinere investeringen hebben ontvangen dan gekoppelde bedrijven. Bij DVI is het tegenovergestelde het geval: Hier liggen de gemiddeldes verder uit elkaar. Een nadere verkenning van dit koppelverlies laat zien dat er meer kleine bedrijven met kleine investeringen wel worden gekoppeld, waardoor het gemiddelde wordt onderdrukt. Er zijn geen herkenbare verschillen gevonden tussen de weggevallen bedrijven en de wel-gekoppelde bedrijven. Nota bene: Het koppelverlies verschilt tussen de figuur en de tabel, doordat de figuur ook buitenlandse participaties bevat, die voor de tabel er al uit zijn gefilterd. Het verschil laat zien dat het merendeel van het koppelverlies ontstaat doordat er in de uitvoeringsdata relatief veel buitenlandse participaties zitten waar zeker geen CBS-microdata voor beschikbaar zijn.

Tabel 31: Gemiddelde geïnvesteerde bedragen zijn onder gekoppelde en niet-gekoppelde bedrijven.

	SC/BA: Gekoppeld	SC/BA: Niet gekoppeld	DVI: Gekoppeld	DVI: Niet gekoppeld
Aantal aanvragen	534	85	161	43
Gemiddeld geïnvesteerd bedrag (x1000)	842	598	4.921	8.271

De onderstaande tabellen tonen de beschrijvende statistieken van de behandelgroep en de referentiegroepen nadat de matchingprocedures zijn uitgevoerd ten behoeve van de econometrische analyse naar de prestaties van SC/BA- en DVI-bedrijven. De matching procedure

is afzonderlijk uitgevoerd in de vergelijking tussen SC/BA- en ABR-bedrijven en de vergelijking tussen SC/BA- en ROM-bedrijven. Observaties waar geen toepasselijke match voor kon worden gevonden (en de meest nabijgelegen propensity scores buiten een aanvaardbaar bereik lagen) zijn weggelaten uit de vervolganalyse. Dit is van toepassing op een minderheid van de observaties. In de tabel is te zien dat de matching tussen SC/BA en ABR/ROM bedrijven tot zeer vergelijkbare groepen leiden qua omvang en activiteiten. Naast deze kenmerken zijn er ook ex ante filters toegepast die ertoe leiden dat bedrijven in dezelfde sectoren actief zijn en dat de verdeling tussen stedelijk- en niet-stedelijk gevestigde bedrijven overeenkomt. Ten slotte zijn bedrijven niet alleen op de onderstaande kenmerken gematcht in het investeringsjaar, maar ook op basis van dezelfde kenmerken in het jaar daarvoor. Dit zorgt ervoor dat de bedrijven een identieke trend volgen tot aan het investeringsmoment.

Tabel 32. Kenmerken van SC/BA bedrijven en de referentiegroepen na de matchingprocedure. De onderstaande kenmerken zijn allen medianen.

Type	SC/BA	ABR		SC/BA	ROM
FTE	9.85	9.88		8.36	7.99
Werkzame personen	10.81	11.25		9.58	9.42
Omzet (x1000 €)	462.14	495.80		411.52	413.54
SO-uren	4969	4627.5		4280	4345
Leeftijd	4	3		3	3

Tabel 33. Kenmerken van DVI-bedrijven en de referentiegroep na de matchingprocedure. De onderstaande kenmerken zijn allen medianen.

Type	DVI	ABR
FTE	27.49	30.64
Werkzame personen	28.87	33.33
Omzet (x1000 €)	2702.39	2878.21
SO-uren	8400	8900
Leeftijd	5	6

Ook DVI-bedrijven lijken sterk op de gematchte set bedrijven uit het ABR. In het algemeen zijn de gematchte bedrijven net iets ouder en net iets groter/actiever. De verschillen zijn echter niet statistisch significant.

Bijlage 8. Additionele econometrische resultaten

Tabel 34 toont het effect van een SC/BA-investering op de kans dat een bedrijf in een later jaar wordt opgeheven. Hierbij vergelijken we middels een DID-analyse of SC/BA-bedrijven een grotere of kleinere overlevingskans hebben dan vergelijkbare bedrijven uit het ABR. Uit de analyse blijkt dat de overlevingskans niet statistisch significant anders is.

Tabel 34: Effect van een SC/BA-investering op de kans dat een bedrijf in een later jaar wordt opgeheven

	Kans op opheffing
SC/BA-effect	-0.009 (0.005)
N	928
R2	0.038
Fixed effects	Ja

Tabel 35 toont hetzelfde effect weer voor DVI-bedrijven. Ook hier is er sprake van een nihil verschil in de kans van een opheffing.

Tabel 35: Effect van een DVI-investering op de kans dat een bedrijf in een later jaar wordt opgeheven

	Kans op opheffing
DVI-effect	-0.011 (0.014)
N	488
R2	0.032
Fixed effects	Ja

De onderstaande tabellen laten de geschatte behandelingseffecten zien van SC/BA investeringen en van DVI-investeringen wanneer de econometrische specificatie ook aanvullende controlevariabelen bevat. Doordat deze resultaten een onderschatting vormen van de behandelingseffecten zijn ze niet als leidend opgenomen in de hoofdtekst, maar desalniettemin hier voor de volledigheid verwerkt. In het algemeen wijzen de effecten dezelfde kant op als in de hoofdtekst, maar zijn ze minder of niet significant.

Tabel 36: Geschatte effecten van SC/BA-investeringen op werkgelegenheid binnen participaties met aanvullende controlevariabelen

Werkgelegenheid: log(FTE)	**Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)**					
	(t-1 – t0)	**(t0 - t+1)**	**(t0 - t+2)**	**(t0 - t+3)**	**(t0 - t+4)**	**(t0 - t+5)**
SC/BA effect	0.061 (0.047)	0.183*** (0.031)	0.126** (0.052)	0.138** (0.059)	0.181** (0.084)	0.181* (0.097)
N (aantal bedrijven)	924	924	734	605	424	318
R2	0.624	0.428	0.524	0.601	0.609	0.739

Tabel 37: Geschatte effecten van SC/BA-investeringen op omzet van participaties met aanvullende controlevariabelen

Omzet: log(omzet)	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)					
	(t-1 – t0)	(t0 - t+1)	(t0 - t+2)	(t0 - t+3)	(t0 - t+4)	(t0 - t+5)
SC/BA effect	0.116 (0.139)	0.155 (0.122)	0.121 (0.136)	0.049 (0.167)	-0.217 (0.191)	0.122 (0.180)
N (aantal bedrijven)	924	924	734	605	424	318
R2	0.173	0.130	0.276	0.352	0.430	0.582

Tabel 38: Geschatte effecten van SC/BA-investeringen op innovatie binnen participaties met aanvullende controlevariabelen

Innovatie: log(SO-uren)	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)					
	(t-1 – t0)	(t0 - t+1)	(t0 - t+2)	(t0 - t+3)	(t0 - t+4)	(t0 - t+5)
SC/BA effect	-0.016 (0.060)	-0.011 (0.056)	0.068 (0.070)	-0.033 (0.087)	0.192* (0.106)	0.063 (0.132)
N (aantal bedrijven)	924	924	734	605	424	318
R2	0.421	0.234	0.378	0.372	0.411	0.467

Tabel 39: Geschatte effecten van DVI-investeringen op omzet van participaties met aanvullende controlevariabelen

Omzet: log(omzet)	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)					
	(t-1 – t0)	(t0 - t+1)	(t0 - t+2)	(t0 - t+3)	(t0 - t+4)	(t0 - t+5)
DVI effect	0.066 (0.130)	-0.271** (0.115)	-0.089 (0.159)	-0.100 (0.202)	-0.167 (0.274)	0.101 (0.291)
N (aantal bedrijven)	488	488	384	336	224	120
R2	0.292	0.246	0.252	0.341	0.387	0.649

Tabel 40: Geschatte effecten van DVI-investeringen op werkgelegenheid binnen participaties met aanvullende controlevariabelen

Werkgelegenheid: log(FTE)	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)					
	(t-1 – t0)	(t0 - t+1)	(t0 - t+2)	(t0 - t+3)	(t0 - t+4)	(t0 - t+5)
DVI effect	0.045 (0.052)	0.199*** (0.039)	0.285*** (0.063)	0.169** (0.079)	0.190* (0.101)	0.309* (0.164)
N (aantal bedrijven)	488	488	384	336	224	120
R2	0.684	0.499	0.528	0.653	0.693	0.753

Tabel 41: Geschatte effecten van DVI-investeringen op innovatie binnen participaties met aanvullende controlevariabelen

Innovatie: log(SO-uren)	Behandelgroep t.o.v. gematchte referentiegroep (gehele ABR)					
	(t-1 – t0)	(t0 - t+1)	(t0 - t+2)	(t0 - t+3)	(t0 - t+4)	(t0 - t+5)
DVI effect	0.017 (0.082)	0.047 (0.070)	0.162 (0.127)	0.056 (0.119)	0.144 (0.178)	0.033 (0.238)
N (aantal bedrijven)	488	488	384	336	224	120
R2	0.296	0.154	0.293	0.368	0.377	0.464



Dialogic innovatie & interactie
Hooghiemstraplein 33
3514 AX Utrecht
030-215 05 80
www.dialogic.nl