Project Mendelssohn

19 September 2024

ALVAREZ & MARSAL
LEADERSHIP. ACTION. RESULTS.

Rapportage inzake Kapitaalbehoefte Invest-NL N.V.

Alvarez & Marsal
Transaction Advisory Group B.V.
Zuidplein 118, 1077 XV Amsterdam
Telefoon: +31 (0) 20 767 1111
www.alvarezandmarsal.com

FINAAL

Project Mendelssohn

Ministerie van Financiën
Generale Thesaurie | Directie Financieringen | Afdeling Deelnemingen ENP
Korte Voorhout 7
2511 CW DEN HAAG

19 September 2024

Ter attentie van Persoonsgegevens

Project Mendelssohn

Deze rapportage is voor het exclusieve gebruik van De Nederlandse Staat vertegenwoordigd door het Ministerie van Financiën (de "Opdrachtgever" of "MinFin") in overeenstemming met de "nadere overeenkomst bij Raamovereenkomst Project Flex II op basis van ARVODI-2018" tussen het Ministerie van Financiën en Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V. ('A&M') inzake Project Mendelssohn (kenmerk 201865007.603.024).

Deze rapportage bevat onze voorlopige bevindingen met betrekking tot de kapitaalbehoefte van Invest-NL N.V. (hierna aangeduid als "Invest-NL") door het Ministerie van Financiën ("MinFin") als onderdeel van Project Mendelssohn (de "Transactie").

Belangrijke bronnen ten grondslag aan deze conceptrapportage betreffen documenten onderliggend aan de investeringsstrategie, het normrendement, het financiële prognose model en het memo met de onderbouwing van de kapitaalbehoefte.

Zoals met u overeengekomen heeft het Management van Invest-NL N.V. kennis genomen van het rapport en de feitelijke juistheid van de inhoud bevestigd.

Hoogachtend,

Age Lindenbergh
Managing Director

Vincent van Liere
Managing Director

Contents

FINAAL

A. Introductie Project Mendelssohn	5
B. Management Samenvatting	11
C. (Sub-) Deelvragen	20
D. Aanvullende Analyses	34
1. Omvang Financieringsuitdaging	35
2. Volwassenheid Organisatie	43
3. Mogelijke Financieringsopties	53
4. Financieel Model	56
5. Appendices	63
A. Contract	64
B. Aansluitingen naar Jaarverslag	67

A. Introductie Project Mendelssohn

Introductie Project Mendelssohn (1/5)

FINAAL

Introductie

Invest-NL is opgericht in januari 2020. Het hoofdkantoor van Invest-NL is gevestigd in Amsterdam. Eind 2023 waren hier 127 medewerkers werkzaam.

De organisatie heeft een private rechtsvorm (N.V.), als deelneming van de Staat, en opereert onafhankelijk en op basis van zakelijke overwegingen. De uitoefening van het aandeelhouderschap van de Staat in Invest-NL is belegd bij het Ministerie van Financiën.

Invest-NL heeft ook de Europese status van *'National Promotional Institute'*, waardoor Nederland meer en effectiever gebruik kan maken van financieringen vanuit Europa.

Invest-NL heeft tot doel om, indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen en het aanbieden van toegang tot ondernemingsfinanciering.

Invest-NL wil als 'impact investeerder' bijdragen aan een duurzamer en innovatiever Nederland door te investeren, met eigen kapitaal, maar ook met haar expertise en haar netwerk, in bedrijven en projecten die de grote maatschappelijke transities versnellen.

Hierbij ligt Invest-NL's focus op de transitie naar een carbon-neutrale en circulaire economie, de transitie naar een betaalbare en toegankelijke gezondheidszorg, agrifood en deep tech. Binnen deze sectoren richt Invest-NL zich in het bijzonder op innovatieve scale-ups en opschalingsinitiatieven

Hoofdvraag

Na de oprichting van Invest-NL in 2020 is in 2021 Invest International opgericht als Nederlandse ontwikkel- en financieringsinstelling in het buitenland. Het Ministerie van Financiën is aandeelhouder van beide ondernemingen.

Bij de oprichting van beide ondernemingen is destijds in totaal €2,5mrd aan kapitaal (eigen vermogen) toegezegd. Dit bedrag is verdeeld in c.€1,7mrd voor Invest-NL en c.€0,8 miljard voor Invest International.

Op basis van de huidige portfolio en de pijplijn verwacht Invest-NL eind 2026 het toegezegde kapitaal volledig ingezet te hebben, voor Invest International in de zomer van 2025. Met beide ondernemingen is een dialoog gestart over de kapitaalbehoeftes.

In 2021 is de afspraak gemaakt om de kapitaalbehoefte van beide ondernemingen, dan wel de verdeling van het kapitaal, tussentijds te evalueren. Bij deze evaluatie zal worden gekeken naar vooraf vastgestelde criteria (doelbereik investeringen, pijplijn en liquiditeitsbehoefte, randvoorwaarden).

Om te beoordelen of de Staat een aanvullende financiële bijdrage wil leveren aan, in dit geval, Invest-NL, dan wel sprake moet zijn van een herverdeling van kapitaal, heeft het Ministerie van Financiën de volgende hoofdvraag geformuleerd:

"Is het noodzakelijk en wenselijk om aanvullend kapitaal ter beschikking te stellen aan Invest-NL voor de verdere groei van haar investerings-activiteiten?"

Tevens zijn er drie deelvragen en 19 sub-deelvragen geformuleerd, die hiernaast worden besproken.

Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V. is door het Ministerie van Financiën gevraagd te assisteren bij het beantwoorden van de hoofd- en deelvragen.

Introductie Project Mendelssohn (2/5)

FINAAL

Deelvragen

De geformuleerde deelvragen en de onderwerpen van de sub-deelvragen zijn:

1. **Omvang financieringsuitdaging**: Is het waarschijnlijk dat de marktvraag en balans van Invest-NL zich in de toekomst ontwikkelt zoals door Invest-NL aangegeven?
   I. Marktvraag en financieringsbehoefte
   II. Groeistrategie
2. **Volwassenheid organisatie**: Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?
   I. Risicomanagement
   II. Return-revolverendheid
   III. Interactie activiteiten
   IV. Leiderschap en cultuur
   V. Governance
   VI. Extern toezichtsregime
   VII. Externe rapportage
3. **Mogelijke financieringsopties**: Welke financieringsopties passen het beste bij de kapitaalbehoefte van Invest-NL en welke tegenprestaties horen daar bij?
   I. Nulscenario (Invest-NL slaagt niet om additionele funding aan te trekken)
   II. Staatssteun (randvoorwaarden Europese Commissie)
   III. Implementatie financieringsoplossing (vanuit juridisch perspectief)
   IV. Staatsschuld / begroting (randvoorwaarden / beperkingen)
   V. Garantie (aantrekken vreemd vermogen met / zonder garantie)
   VI. Kapitaalstorting Staat
   VII. Kapitaalstorting (derden)
   VIII. Lening van de Staat (buiten AGT)
   IX. Combinatie (van financieringsopties)
   X. Tegenprestatie (rendementsverwachting / -eis)

Plan van aanpak

Centraal in A&M's plan van aanpak staat het clusteren van de beantwoording van de verschillende (deel) vragen.

1. Beantwoording van de vragen m.b.t. **de marktvraag en de commerciële organisatie** zal gedaan worden in een kwantitatieve marktanalyse en een analyse van de risk-return van de groeistrategieën;
2. Bij de analyse van het governance, risk en compliance raamwerk wordt specifiek gekeken naar **de volwassenheid van de onderneming**, waarbij de volgende deelgebieden worden onderscheiden:
   - het investeringsproces (acceptatie en periodieke waardering);
   - de riskorganisatie;
   - de governance organen; en
   - de rapportage richting stakeholders.

   In een aparte analyse zullen de mogelijke verbeterpunten worden toegelicht.
3. De validatie van **de financieringsbehoefte** en de assessment van **het financiële model** vindt in Excel plaats.

   Het beoogde resultaat van deze analyses is de appreciatie van de forecast in het financiële model en van de robuustheid en gevoeligheid van het model, hetgeen zal bijdragen aan de validatie van de ingeschatte kapitaalbehoefte.

Wij hebben een selectie gemaakt van individuele leningen, directe en indirecte investeringen, uit de portefeuille zodat wij vast kunnen stellen of de organisatie effectief gebruik maakt van het beleid en de processen welke gehanteerd worden.

Het wordt dan ook inzichtelijk of er eventuele verbeteringen aangebracht kunnen worden met betrekking tot het beleid en de processen.

We merken voorts Invest-NL's ambitie op om een groter deel van het kapitaal te alloceren aan directe investeringen. Hiervoor zal de organisatie meer gericht moeten zijn op het zelf identificeren van mogelijke investeringen (pijplijn) en het analyseren, actief beheren en periodiek waarderen van de investeringen vergeleken met een business model dat meer gericht is op indirecte investeringen.

Introductie Project Mendelssohn (3/5)

FINAAL

Aard en omvang van de dienstverlening

- De aard, reikwijdte en eventuele beperkingen van onze diensten worden in detail uiteengezet in Bijlage A van dit rapport.
- Onze werkzaamheden zijn uitgevoerd onder de veronderstelling dat alle informatie die (al dan niet schriftelijk en door het management of anderszins) aan A&M is verstrekt en waarop onze werkzaamheden zijn gebaseerd, volledig en nauwkeurig is en niet misleidend is.
- A&M heeft geen controlewerkzaamheden uitgevoerd, noch hebben wij, tenzij anders vermeld, de financiële of andere informatie in dit rapport onderworpen aan controle- of verificatieprocedures.
- A&M heeft bij de totstandkoming van dit rapport de documenten geraadpleegd die door Invest-NL N.V. in de virtuele dataroom op SharePoint beschikbaar zijn gesteld. A&M heeft zich ingespannen om alle voor dit rapport relevante bronnen en informatie te traceren en raadplegen. A&M kan echter niet uitsluiten dat er buiten de in bijlage genoemde bronnen informatie kan zijn die relevant kan zijn voor dit rapport.
- Het werk van A&M omvat geen analyse van de potentiële impact van bijvoorbeeld een onverwachte sterke stijging of daling van lokale of algemene financiële markten of economische omstandigheden of technologische veranderingen.
- De Opdrachtgever accepteert en erkent dat A&M geen van de volgende diensten heeft geleverd en ook niet zal leveren: investeringsbeslissingen nemen; beleggingsadvies geven; regelgevend advies geven; financieringsniveaus bepalen; namens u handelen of onderhandelen, of optreden als management. A&M is niet gekwalificeerd om juridisch advies te geven.

Beperkingen

- Wij hebben de zelfevaluatie van de Raad van Commissarissen opgevraagd, maar Invest-NL heeft deze niet aan ons ter beschikking gesteld. Wel hebben wij op 22 juli 2024 een afgevaardigde van de Raad van Commissarissen gesproken

Context, doel en beperkingen

- Dit rapport is opgesteld op basis van de huidige wetgeving en ons begrip van lokale gepubliceerde praktijken op de datum van dit rapport. Gebeurtenissen die ons bekend worden of die zich na deze datum voordoen, kunnen een aanzienlijke invloed hebben op de zaken waarop dit rapport betrekking heeft. Wij aanvaarden geen verantwoordelijkheid voor het bijwerken van dit rapport of voor het informeren van een geadresseerde van dit rapport over dergelijke gebeurtenissen.

Prognoses

- Alle prognoses (inclusief bedrijfsplan(nen), budgetten, projecties, voorspellingen, enz.) waarnaar in dit rapport wordt verwezen, zijn opgesteld door het Management om hun visie op de toekomstige uitkomst van Invest-NL's resultaten weer te geven. We hebben niet geholpen bij het opstellen van prognoses en daarom heeft het Management de volledige verantwoordelijkheid voor de oordelen die betrokken zijn bij, en de resultaten van, prognoses.
- In ons rapport hebben we commentaar op de prognoses opgenomen. De basis voor eventuele alternatieve aannames wordt in dit rapport uiteengezet. De mate waarin prognoses vervolgens worden gewijzigd door een of alle mogelijke aanpassingen die we hebben geïdentificeerd, is een kwestie van beslissing door u en uitsluitend uw verantwoordelijkheid. Omdat gebeurtenissen en omstandigheden vaak niet plaatsvinden zoals verwacht, zullen er gewoonlijk verschillen zijn tussen voorspelde en werkelijke resultaten, en die verschillen kunnen materieel zijn.
- Wij nemen geen verantwoordelijkheid voor het behalen van de projecties.

Introductie Project Mendelssohn (4/5)

FINAAL

Andere belangrijke zaken

- Het gebruik van nomenclatuur zoals "redelijk", "substantieel", "zou moeten", "zal", "zou", "zal", "kan" of "waarschijnlijker dan niet" is niet bedoeld als uitdrukking of bewering, voor welk doel dan ook, van een niveau van reliance met betrekking tot conclusies of advies in dit document.
- Meer specifiek kan de bespreking van de financiële gevolgen in dit document
  a. gebaseerd zijn op schattingen, projecties, veronderstellingen en representaties;
  b. kan nader onderzoek vereisen naar toepasselijke belasting- en / of boekhoudregels;
  c. kan aanvullende onderzoeken vereisen met betrekking tot de feiten en omstandigheden;
  d. kan gebaseerd zijn op bepaalde veronderstellingen waarvoor nog geen onderzoek is uitgevoerd; en
  e. kan gebaseerd zijn op een door het Management van Invest-NL verstrekt uitgangspunt(en) t.a.v. relevante fiscale regelgeving.
- Wij nemen in ons onderzoek geen standpunt in over de validiteit van deze uitgangspunten.
- Verder kunnen de keuzes van een nieuw kabinet invloed hebben op zowel de historische en toekomstige investeringen van Invest-NL

Introductie Project Mendelssohn (5/5)

FINAAL

Overzicht en Tijdschema

- Het Ministerie van Financiën heeft A&M ingeschakeld om advies uit te brengen over de noodzakelijkheid en wenselijkheid om aanvullend kapitaal ter beschikking te stellen aan Invest-NL voor de verdere groet van haar investeringsactiviteiten.
- Wij hebben geen financieel, krediet-technisch, fiscaal of juridisch due diligence uitgevoerd. Wij hebben geen audit werkzaamheden uitgevoerd ten aanzien van het door Invest-NL in dit kader opgestelde financiële model.
- We hebben geen werkzaamheden uitgevoerd na 19 juli 2024 en we hebben geen actuele financiële informatie beoordeeld met betrekking tot de periode na 19 juli 2024.

Reikwijdte werkzaamheden: gefocust

- De reikwijdte omvat een analyse van de factoren die nodig zijn om de marktvraag, de commerciële en riskmanagement organisatie te beoordelen en te adviseren m.b.t. de mogelijke financieringsopties.
- De reikwijdte van het werk is gebaseerd op een uitvraag door het Ministerie van Financiën, waarop wij vervolgens een voorstel van de door ons uit te voeren werkzaamheden hebben gedaan. Ons voorstel is zonder aanpassingen door het Ministerie van Financiën geaccepteerd.

Toegang tot management en overige medewerkers Invest-NL

- Wij hebben in de periode van 24 juni tot en met 19 juli 2024 kennis genomen van de beschikbare documenten in de data room. Gedurende deze periode hebben wij fysieke en virtuele vergaderingen gehad met vertegenwoordigers van Invest-NL, zoals de CEO, CFRO, Hoofd Marketing & Communicatie, Head of Finance, Financial Controller, Senior BD Manager, Senior Compliance / Non-financial Risk Officer, General Counsel en meerdere personen uit het investment team.
- Op 22 juli 2024 hebben wij een afgevaardigde van de Raad van Commissarissen gesproken.
- Wij hebben kennis genomen van het door KPMG opgestelde rapport 'Beknopte analyse toekomstige funding opties Invest-NL' gedateerd februari 2024, maar niet met KPMG hierover gesproken.

Kwaliteit en tijdigheid van informatie

De kwaliteit van de informatie op basis waarvan wij onze werkzaamheden hebben uitgevoerd, was over het algemeen goed en bevatte onder andere (niet limitatief):

- Financieel model d.d. 1 juli 2024 en begeleidend memo;
- Invest-NL Strategie update 2023-2025 (versie mei 2023);
- Correspondentie tussen Invest-NL en MinFin;
- Jaarrekening 2023;
- Kwartaalrapportages;
- Pijplijn;
- Gesprekken met investment teams over 12 geselecteerde (in)directe investeringen, inclusief relevante documenten.

Door de korte tijdslijnen en het brede scala aan benodigde documenten bestond er voor de uitvoering van onze werkzaamheden een grote afhankelijkheid van Invest-NL. Invest-NL heeft onze informatie- en interviewverzoeken en beantwoording van onze vragen opgevolgd en behandeld.

B. Management Samenvatting

Management Samenvatting (1/8)

FINAAL

Deelvraag 1: Is het waarschijnlijk dat de marktvraag en balans van Invest-NL zich in de toekomst ontwikkelt zoals door Invest-NL aangegeven?

Sub-deelvraag	Observaties	Aanbeveling
I **Marktvraag en financieringsbehoefte**	▪ De huidige activiteiten van Invest-NL vinden plaats binnen het mandaat. Echter het mandaat biedt de ruimte en de mogelijkheid om het kapitaal vrij breed in te zetten. ▪ In de afgelopen jaren is het gecommitteerde en geïnvesteerde kapitaal aan zowel directe als indirecte investeringen fors toegenomen. Invest-NL heeft additionaliteit gevonden in specifieke investeringsbehoeftes welke om verschillende redenen niet direct door de markt werden ingevuld ▪ Invest-NL heeft een aantal thema's (sectoren) waar zij zich momenteel met directe investeringen en fondsinvesteringen en, sinds maart 2022, investeringen in de hightech sector vanuit het DeepTech Fonds, op richt. ▪ Invest-NL heeft, buiten de pijplijn, beperkt zicht op de langere termijn marktvraag. Dit wordt veroorzaakt door de continue ontwikkelingen in de specifieke themagebieden. ▪ Vervolg-investeringen zijn inherent aan het investeren in '*early stage*' / venture capital en vormen een verdere ondersteuning van de vraag. Ook hier zal iedere keer additionaliteit aangetoond moeten kunnen worden.	▪ Additionaliteit kan ruim geïnterpreteerd worden en de vraag naar oplossingen vanuit Invest-NL vergroten. We adviseren om duidelijker vast te leggen wat de redenen zijn dat marktpartijen niet willen instappen. Indien geen nieuwe partijen in de ronde aan boord komen is deze analyse nog belangrijker. Het belang van een zittende aandeelhouder is immers anders dan van een toetredende aandeelhouder (m.b.t. waardering en toegekende aandeelhoudersrechten) ▪ We adviseren ook bij vervolg-investeringen door Invest-NL, zeker wanneer geen nieuwe partijen toetreden, dezelfde vastlegging te hanteren als bij de initiële investering volgens de aanbeveling hierboven. Vervolgrondes zijn inherent aan venture capital en bieden ook de kans om in een later stadium in te stappen als risico's al (deels) gemitigeerd zijn
II **Groeistrategie**	▪ Invest-NL is van plan een groter deel van de markt te bedienen door: 1) ook tickets buiten de range van €5m tot €35m per investering in overweging te nemen; 2) de impactfocus te verbreden door nieuwe thema's toe te voegen, zoals bijvoorbeeld biodiversiteit, water en economische veiligheid; 3) het DeepTech Fonds uit te breiden; 4) het uitbreiden van de productportefeuille d.m.v. projectfinanciering en '*blended finance*'; en 5) het mobiliseren van institutioneel kapitaal. ▪ Groei komt ook uit de veranderende rol die Invest-NL speelt in de markt, waarbij gestreefd wordt haar rol van participant te ontwikkelen richting de rol van initiator en leidende '*impact investor*'. ▪ De pijplijn heeft zich de afgelopen jaren positief ontwikkeld van €697m in Q1-22 tot momenteel €964m. De pijplijn laat een conversie zien van rond de 17%, waarvan het meeste in het eerste jaar. ▪ Met het volwassener worden van de commerciële organisatie, een constante versterking van netwerken met stakeholders, verwacht management een verdere organische stijging van de pijplijn.	▪ Invest-NL zal afweging moeten blijven maken tussen het voldoende selectief zijn op thema, product en de individuele investeringsopportuniteit en daarnaast het additioneel zijn aan de markt. Een teveel "opgelegde" groei-ambitie zou tot suboptimale resultaten kunnen resulteren ▪ Met het aanbieden van andere producten en bedienen van aanvullende thema's is verdere verbreding en kennis op deze gebieden belangrijk ▪ De stap van co-investor naar een meer leidende rol is een forse ambitie. O.a. een track-record van het succesvol inschatten van business cases en uiteindelijk exits hoort bij het uitrollen van een dergelijke ambitie

Management Samenvatting (2/8)

FINAAL

Deelvraag 1: Is het waarschijnlijk dat de marktvraag en balans van Invest-NL zich in de toekomst ontwikkelt zoals door Invest-NL aangegeven?

Sub-deelvraag	Observaties	Aanbeveling
II **Groeistrategie (vervolg)**	▪ De FY24 ambitie aan directe commiteringen is, met €155m, lager dan het behaalde niveau in FY23. De huidige pijplijn zorgt voor een goede basis om de FY24 ambitie te overstijgen voor zowel nieuwe als vervolg-investeringen. ▪ De prognose van Invest-NL mbt nieuwe directe investeringen voor FY25/26 lijkt conservatief, de doelstelling voor directe vervolg-investeringen voor FY25/26 lijken daarentegen optimistisch. Wij zijn van mening dat de totale prognose voor directe commiteringen (nieuw en vervolg) over de periode FY24-FY26 haalbaar moet zijn. Nieuwe investeringen lijken daarmee het tekort in vervolg-investeringen te compenseren. ▪ De groeiende portefeuille van nieuwe investeringen zal verder leiden tot meer vervolg-investeringen. Zodra het aanvankelijk beschikbare kapitaal is verstrekt en er geen additioneel kapitaal beschikbaar zou zijn, zou het niet kunnen participeren in vervolg-investeringen door Invest-NL tot een negatieve impact op de verdere ontwikkeling en levensvatbaarheid van de eerdere investeringen en daarmee de portefeuille van Invest-NL in het bijzonder kunnen leiden. ▪ De prognose voor fondsinvesteringen van FY24-FY26 lijkt haalbaar; er is een *dedicated* team opgezet dat zal worden uitgebreid en wat door een Principal geleid zal worden. De aard van fondsinvesteringen is anders dan directe investeringen en eenvoudiger/sneller te realiseren en te 'sturen'. ▪ Voor *blended finance* en investeringen in fondsen waarbij ook institutioneel kapitaal wordt gemobiliseerd, is de verwachting dat hiervoor de helft van de beoogde €1.0mrd wordt aangewend. Project Finance (langere termijn projecten, vaak infra incl. energie gerelateerd) lijkt vaker om grotere te investeren bedragen per ticket te gaan. Management geeft aan additioneel te kunnen zijn bijvoorbeeld op grotere energie opslag initiatieven. Voor partijen lijken, door de onzekerheden ten gevolge van de beweeglijkheid in de energie markt, de aanwezige risico's vergeleken met het te behalen rendement (nog) niet acceptabel.	▪ Bij impact maken in de energietransitie en het accepteren van de bijbehorende risico's is bij grotere tickets de kwaliteit van de aandeelhoudersstructuur en de alignement met (nieuwe) investeerders in dezelfde ronde essentieel. ▪ De verwachting is dat succesvolle exits van directe investeringen en het terugvloeien van rendement uit de indirecte investeringen nog een aantal jaren zal gaan duren. Men zal in de business case en de aanwending van het beschikbare kapitaal altijd rekening moeten houden met vervolg-investeringen. Zonder ruimte om vervolg-investeringen te doen zullen professionele partijen in vervolgrondes Invest-NL kunnen verwateren of een mogelijke oplossing blokkeren voor een bedrijf waarin eerder geïnvesteerd is. ▪ De huidige pijplijn wordt niet in een professioneel en gebruiksvriendelijke CRM / ERP tool bijgehouden en gemonitord. In een groeiende onderneming met een sterk groeiende portefeuille waarin vervolg-investeringen plaatsvinden is degelijk CRM / ERP-software onmisbaar. Invest-NL heeft een projectteam opgesteld en budget beschikbaar gemaakt om dit te bereiken – het is aan te raden om dit zo spoedig mogelijk te implementeren. Een nieuwe IT, Data & Operations directeur zal per 1 september 2024 starten.

Management Samenvatting (3/8)

FINAAL

Deelvraag 2: Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag	Observaties	Aanbeveling
I Risicomanagement	▪ Het management van Invest-NL is in staat geweest om binnen een korte periode een adequate risicomanagementraamwerk neer te zetten, bestaande uit een *risk appetite*, risk organisatie en risk cultuur die aansluit bij de strategie en het risicoprofiel van de Invest-NL. ▪ Er wordt beperkt in IC memo's retrospectief vastgesteld wat er anders is gegaan t.o.v. de (initiële) Invest-NL case. Daarnaast is er beperkt aandacht om in een vervolgronde ronde niet verder te investeren. Het huidige percentage probleeminvesteringen en "*behind*" voor een portefeuille in opbouw vereist continue aandacht hiervoor. ▪ De huidige criteria om als probleeminvestering te worden aangemerkt zijn vrij star, werken mogelijk vertragend door en zijn slechts indirect gerelateerd aan de ontwikkelingen bij de investering zelf omdat ze betrekking hebben op een aanpassing in de waardering. Hiermee wordt mogelijk te laat geacteerd en ontbreekt mogelijk de tijd om tot alternatieven te kunnen komen. ▪ Momenteel blijft het deal-team in de lead bij een probleeminvestering alhoewel er wel gebruik wordt gemaakt van externe expertise. Deze set-up creëert mogelijkerwijs suboptimale oplossingen. Omgaan met een probleeminvestering vergt andere kwaliteiten en het te lang/emotioneel betrokken zijn dient voorkomen te worden. ▪ We merken op dat voor bepaalde leningen geen specifieke voorziening volgens de IFRS-9 *staging* zijn gevormd. Voor nog niet getrokken leningen wordt een voorziening gevormd. Leningen zelf worden, indien nodig, via het waarderingsproces afgewaardeerd en hebben geen specifieke voorziening. De eigen policy is hier niet consistent toegepast. Het merendeel van de portefeuille betreft eigen vermogen posities welke op reële waarde op de balans worden verantwoord. Zodoende hoeft hier geen voorziening voor te worden gevormd in geval de waarde naar beneden moet worden bijgesteld. De accountant heeft de huidige manier van "waarderen" van de uitstaande leningen en het niet treffen van een voorziening geaccordeerd. ▪ Invest-NL investeert in startups in verschillende fasen van hun ontwikkeling (*maturity*) welke via de TRL benadering wordt gemeten. Deze TRL benadering wordt ook gebruikt voor het vaststellen van het benodigde rendement op een investering, maar wordt niet in de systemen bijgehouden.	▪ De tweede lijn zou een grotere rol kunnen nemen in het *challengen* van de (Invest-NL) business case en ook de eerste lijn uitdagen bij het vinden van alternatieven voor een eventuele vervolg-investeringsronde. ▪ Classificatie probleeminvestering zou uitgebreid kunnen worden met een directe link naar de ontwikkeling bij de investering. Bijvoorbeeld afwijking t.o.v. de Invest-NL case en / of nog zeer beperkte *runway* en niet zoals nu gerelateerd aan een negatieve verandering in waardering voor investeringen en een 90 dagen *payment default* voor leningen. ▪ Duidelijke rol tweede lijn bij probleeminvesteringen. Het is bij een verder groeiend boek logisch om hiervoor expertise in huis te halen. ▪ We adviseren goed te blijven monitoren op de risico migratie in de portefeuille naar probleeminvesteringen en "*behind*". Eventuele *learnings* zouden vervolgens snel in het selectie, structureringsproces en beheer kunnen worden verwerkt. ▪ We zouden adviseren om de policy aan te passen aan de huidige gang van zaken in overleg met de accountant. Onze voorkeur zou het hebben om het IFRS-9 stage proces ook op het uitgeboekte leningenboek toe te passen in lijn met de ongetrokken leningen. ▪ Het verdient aandacht om de TRL (Technology Readiness Level) centraal bij te houden, ook om de migratie van de TRL (ontwikkeling van maturiteit) voor de portefeuille te kunnen monitoren.

Management Samenvatting (4/8)

FINAAL

Deelvraag 2: Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag	Observaties	Aanbeveling
II **Return – revolverendheid**	▪ Overall kan de markt voor Venture Capital sinds ca 2021 als uitdagend gezien worden. De start van Invest-NL is wat dat betreft niet het beste moment vanuit risico / rendementsperspectief. Dit heeft mogelijk gezorgd dat minder professionele investeerders de mogelijkheid hadden te investeren en diegene die wel konden investeren selectiever waren op bijvoorbeeld rendement en de investment case. ▪ Op basis van de historische performance van Invest-NL kan men vaststellen dat: het financierbaar maken wat niet financierbaar lijkt, ook daadwerkelijk komt met een sterk verhoogd risicoprofiel, resulterend in ongerealiseerde (negatieve) waarde-realisaties / afboekingen van €46m negatief in 2023 en €33m negatief in 2022. Momenteel is op basis van de eigen kwalificaties een groot deel van de directe portefeuille als probleem-investering 32% van het commitment dan wel "*behind*" 21% geclassificeerd. Volgens Invest-NL zelf is uiteindelijk c.70% van de investeringen niet succesvol (memo advies-bepaling normrendement juni 2022). Het noodzakelijke rendement moet immers uit een beperkt aantal succesvolle exits en pas na een lange periode (8-12 jaar voor direct en indirecte investeringen en 3-7 jaar voor financieringen) komen. ▪ Een gespreide portefeuille qua ontwikkelingsfase onderneming; sector en qua mede/lead-investeerders is cruciaal om meer financiële stabiliteit te creëren. ▪ Verschillende Europese garantieproducten, voor onder andere '*first of a kind plants*', energie en deep tech zijn voor Invest-NL beschikbaar. Deze producten zullen naar de toekomst toe een gedeelte van het risico kunnen verleggen en zullen waar mogelijk worden ingezet. We hebben nog geen beeld bij de uiteindelijke impact op de portefeuille wat betreft de nieuwe productie. ▪ De benchmark van ROMs (lange-termijn gemiddelde van 0,7% excl. Invest-NL) en van internationale *peers* (3,2%) laat zien dat er beperkte financiële rendementen op het eigen vermogen worden gerealiseerd. Impact maken zal een belangrijk onderdeel van hun missie zijn en zal daarmee (ook deels) verdisconteerd zijn in het getoonde financiële rendement. ▪ We verwachten dat volatiliteit in de financiële resultaten voorlopig zal aanhouden ook gezien de samenstelling van de huidige portefeuille. Een beperkte positief financieel rendement op het eigen vermogen (ROE) van gemiddeld 1-3% per jaar en over een langere termijn gemeten is een goede doelstelling. ▪ We hebben van negen directe en drie indirecte investeringen van het totaal aan 63 directe en indirecte investeringen het investeringsproces en het beheer nader geanalyseerd. We hebben hierbij o.a. gekeken naar de toepassing van het beleid (*rating & pricing* en het investeringsbeleid) en de kwaliteit van de analyse.	▪ In een dergelijk uitdagend speelveld voor VC investeringen zal Invest-NL kritisch moeten zijn met wie als co-investor in te stappen en zoveel mogelijk *aligned* zijn met de Lead-investor door haar structuur te verbeteren ▪ Ons is opgevallen dat bij de 9 onderzochte directe investeringen de onderneming in alle gevallen onder de eigen Invest-NL case opereert en dat er meerdere vervolg-investeringsrondes nodig zijn. De verwachting is dan ook dat op termijn waarderings-aanpassingen zullen worden genomen, als bijvoorbeeld verdere rondes nodig zijn. ▪ Een grotere betrokkenheid van de 2e lijn in het *challengen* van de business case lijkt aan te bevelen ▪ In een beperkt deel van de gevallen is Invest-NL ingestapt met nieuwe commerciële investeerders. Dan is er een beter beeld bij de waardering. Indien er geen nieuwe investeerders instappen zou een betere positie (b.v. een significant hogere preferentie met vaste coupon) t.o.v. de eerdere investeerders te adviseren zijn. ▪ Een uiteindelijk te klein aantal succesvolle exits zou kunnen betekenen dat er bij aanvang een te lage rendementseis en verwachting is gehanteerd. Ook hier zal Invest-NL op moeten blijven monitoren.

Management Samenvatting (5/8)

FINAAL

Deelvraag 2: Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag	Observaties	Aanbeveling
III Interactie activiteiten	▪ Management heeft aangegeven dat kruisbestuiving tussen Business Development en Capital plaatsvindt, echter hebben wij geen onderliggende documenten gezien om dit vast te stellen.	▪ N.v.t.
IV Leiderschap en cultuur	▪ De culturele waarden gedefinieerd bij de oprichting van Invest-NL omvatten "Bevlogen", "Toekomstgericht", "Durf", "Professioneel" en "Samen/Betrokken". Een medewerkers tevredenheids- onderzoek halverwege 2022 onthulde dat hoewel medewerkers bekend waren met deze waarden, ze niet consequent de dagelijkse handelingen leidden. Als gevolg hiervan werd in Q3-22 een interne culturele initiatief gelanceerd om deze waarden opnieuw te definiëren en te versterken wat heeft geleid tot het opstellen van een cultuurmanifest. ▪ Uit het medewerkers-tevredenheidsonderzoek in 2023 blijkt dat de overall score toegenomen t.o.v. 2022. Men is trots om voor Invest-NL te werken, er is een cultuur waarin men zich veilig genoeg voelt om feedback te geven maar operationele processen en het besluitvormingsproces zouden beter verbetering behoeven ▪ De verhouding man vrouw is 54% om 46% respectievelijk, en 63% om 37% in leiding-gevende posities. De formatie is per Dec23 relatief jong met 47% in de 25-34 jaar klasse, 21% in de 35-44 jaar klasse, en 31% in de 45-65 jaar klasse. ▪ We hebben tijdens de diverse gesprekken kunnen vaststellen dat het team voldoende relatieve kennis meebrengt en gedreven is bij te dragen aan de missie van Invest-NL. Bij de interviews met betrekking tot de investeringen is gebleken dat men graag vooruit kijkt.	▪ Invest-NL is een organisatie in opbouw, maar retrospectief blijven kijken wat er beter kan hoort ook bij impact maken. We adviseren met name op het selectie proces en additionaliteit; benodigde rendementseis op individuele investering; structuur en beheer scherp te blijven en doorvoeren in de organisatie wat er beter zou kunnen. ▪ Het strekt tot aanbeveling om na te denken over het mobiliseren van externe kennis en kunde en daarmee van de beste presterende VC partijen te leren.
V Governance	▪ Een groot aantal van de medewerkers van Invest-NL heeft werkervaring opgedaan bij een (grotere) Nederlandse financiële instelling of investeringsmaatschappij. De *'three lines of defence'* zoals aanwezig bij bancaire instellingen wordt ook bij Invest-NL toegepast. Dit maakt dat een heldere rolverdeling en *checks and balances* aanwezig is. ▪ In 2023 is de strategie van Invest-NL bijgesteld waarbij meegenomen is dat door de politiek Invest-NL een bredere rol in het aanjagen van de economische bedrijvigheid wordt toegedicht. Bij de formulering van deze rol is ook nagegaan of de (relatief hoge) *risk appetite* en de strategie bij elkaar aansluiten.	▪ Invest-NL geeft aan dat bij het aannemen van een bredere rol de governance ook versterkt dient te worden. Wij herkennen ons in deze aanbeveling. ▪ Het (op termijn) aantrekken van externe personen in de IC van Invest-NL met specifieke kennis welke nu misschien minder aanwezig is zou te adviseren zijn. ▪ Andersom, voor het DeepTech Fonds zou interne Invest-NL vertegenwoordiging een positieve impact kunnen hebben.

Management Samenvatting (6/8)

FINAAL

Deelvraag 2: Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag	Observaties	Aanbeveling
V **Governance (vervolg)**	▪ Invest-NL betreft een organisatie in opbouw, die zich bezighoudt met het doen van investeringen met een hoog risico karakter. Wij verwachten dat het mogelijk moet zijn om externe krachten (bijvoorbeeld als adviseur) met bewezen track-record aan te werven om bij te dragen aan "best in class" kennis en ervaring en daarmee het verder vergroten van impact en professionalisering van Invest-NL ▪ Een mogelijke verbetering ligt in het feit dat het investeringsteam tijdens de levenscyclus van een investering altijd in de lead blijft. Aangezien bij Invest-NL regelmatig sprake is van het doen van vervolg-investeringen is het raadzaam om te voorkomen dat het investeringsteam te emotioneel betrokken wordt. Het omgaan met probleeminvesteringen en situaties behoeft daarnaast ook specifieke expertise.	▪ Bij probleem-investeringen of mogelijke probleem investeringen involveren van externe / specifieke ervaring. ▪ Een regelmatige rotatie van het investeringsteam en het inzetten van specifieke expertise bij probleem-investeringen waarbij deze expertise in de lead is leidt waarschijnlijk tot betere oplossingen voor zowel de investeerder als het bedrijf waarin geïnvesteerd wordt.
VI **Extern toezichtsregime**	▪ De financiële resultaten worden per kwartaal aan de RvC gerapporteerd, alsmede de belangrijkste ontwikkelingen vanuit een risicoperspectief in de portefeuille van investeringen. ▪ De vraagstelling en onafhankelijke toets van de RvC Audit- en risico commissie is kritisch van aard. ▪ Wij hebben contact gehad met een vertegenwoordiger van de RvC en begrijpen dat er tussen de RvC en het management een open en constructieve communicatie bestaat o.a. over ontwikkelingen in de portefeuille alsmede de *risk appetite*. ▪ De RvC heeft in December 2023 een zelf-evaluatie uitgevoerd. Wij hebben geen inzage gehad in de uitkomsten van deze evaluatie, maar begrijpen dat er meer behoefte is aan kennis en expertise over de circulaire economie en dat hierop is geacteerd.	▪ Bij nieuwe aanstellingen in de RvC, is het aan te raden rekening te houden met de uitkomsten van de zelfevaluatie. ▪ Bij een groeiambitie in bijvoorbeeld de energie-transitie verdient het aanbeveling de RvC uit te breiden met specifieke kennis van een dergelijk thema.
VII **Externe rapportage**	▪ Het jaarverslag is uitgebreid en geeft een helder overzicht van de activiteiten van Invest-NL	▪ Wij hebben geen aanbevelingen bij de jaarrekening

Management Samenvatting (7/8)

FINAAL

Deelvraag 3: Welke financieringsopties passen het beste bij de kapitaalbehoefte van Invest-NL en welke tegenprestaties horen daar bij?

Deelvragen	'Nulscenario'	Opmerkingen A&M
Wat gebeurt er als Invest-NL geen additionele funding kan aantrekken (zowel intern als extern)?	• Afschaling nieuwe commitments in 2025-2027 • Na 2027 onvoldoende kapitaal voor vervolg-investeringen • Afschaling mobilisatie institutioneel/Europees kapitaal • Geen start van het voorgenomen nieuwe initiatieven, zoals *blended finance* en scherpere keuzes in sectorale focus • DeepTech Fonds waarschijnlijk geen nieuwe verplichtingen vanaf 2026 • Noodzaak tot reorganisatie/rationalisatie • Vroegtijdige vertrek van talentvolle medewerkers	• De grootste te verwachte impact van minder gealloceerd kapitaal is volgens Invest-NL de opportuniteitskosten van het niet meer kunnen investeren. Investeerders die mee zouden hebben geïnvesteerd zullen op de dossiers waar Invest-NL straks niet meer zal kunnen investeren a.g.v. de impact op het rendement/risico profiel door wegvallen Invest NL mogelijk niet langer instappen. M.a.w. de functie die Invest-NL heeft in het mobiliseren van kapitaal zal wegvallen. • Invest-NL zal te klein blijven om 'zelfvoorzienend' de door haar geïdentificeerde marktvraag te kunnen bedienen. Wel zal zij haar huidige activiteiten op kleinere schaal kunnen voortzetten. • De opname in het hoofdlijnenakkoord van een toewijzing van €1,0mrd additioneel kapitaal heeft nog niet geleid tot het vormen van nieuwe sectorteams. Dit zal pas na bevestiging van de toezegging plaatsvinden, wel zijn er al zogenaamde 'kwartiermakers' aangesteld. In geval de €1,0mrd additioneel kapitaal niet komt zal de personeelsformatie afgeschaald dienen te worden. Neveneffect kan zijn dat het voor talentvolle medewerkers minder aantrekkelijk is om voor Invest-NL te blijven / komen werken aangezien de organisatie dan in een beheersituatie komt.
Wat is het verlies aan impact?	• Knelpunten IBO-rapport zouden niet / nauwelijks kunnen worden geadresseerd • Reductie in R&D-investeringen, werkgelegenheid, kapitaalmobilisatie en CO2-besparing • Bedrijven moeilijker (groei)kapitaal ophalen • Grotere afhankelijkheid buitenlandse investeerders. Mogelijke gevolgen strategische autonomie Door Management ingeschatte impact: • R&D investments: €87m • FTE: 23600 • Mobilisatie kapitaal €2,4mld (eenmalig) • Verwachte toekomstige Co2 besparing: 60mt	• Het IBO rapport geeft aan dat er mogelijk een knelpunt is voor kapitaalrondes groter dan €50m voor scale-up bedrijven. In het rapport is geen kwantitatieve onderbouwing welke marktvraag geen invulling krijgt. Het is aannemelijk dat bij minder kapitaal voor Invest-NL, keuzes gemaakt moeten worden en minder gediversifieerd kan worden. • Wij hebben niet vast kunnen stellen of de impact van een investering, van welke omvang dan ook, recht evenredig schaalt met de incrementele investering. Anderzijds lijkt het waarschijnlijk dat er zolang er marktvraag is en de investeringsaanvraag kritisch wordt getoetst, aan iedere materiële investering een positieve impact te verbinden valt. • Invest-NL heeft, buiten de pijplijn, beperkt zicht op de langere termijn marktvraag. Dit wordt veroorzaakt door de continue ontwikkelingen in de specifieke themagebieden. Invest-NL maakt aannemelijk dat zij significant additioneel kapitaal heeft gemobiliseerd voor startups. Deze aanjagende rol zal naar verwachting minder sterk zijn als geen additioneel kapitaal wordt verstrekt. Onder verder gelijkblijvende omstandigheden, zullen dan per saldo minder startup activiteiten plaatsvinden.

Management Samenvatting (8/8)

FINAAL

Deelvraag 3: Welke financieringsopties passen het beste bij de kapitaalbehoefte van Invest-NL en welke tegenprestaties horen daar bij?

Sub-deelvraag	Observaties	Aanbeveling
IV–IX Financieringsopties	▪ Een high-level desktop analyse geeft aan dat naast een lening of kapitaalstorting door de staat ook externe financiering haalbaar is via een divers pallet aan financierings-instrumenten. ▪ Op basis van onze analyse komen we tot een zeven mogelijke financieringsopties, waarvan de volgende het realistisch worden geacht: – Kapitaal / Lening door de Staat; – Lening derden, 100% garantie door de Staat; – Lening derden, getrancheerd in volledig gegarandeerd (80%) en niet gegarandeerd (20%). ▪ Momenteel zijn er geen kapitaalskosten hetgeen het overall rendement van Invest-NL ondersteunt. Het beperkte financiële rendement van 1-3% over een lange periode is in de meeste gevallen geen cash rendement maar het gevolg van waarderingsaanpassingen. In combinatie met (externe) financieringskosten zou dat in liquiditeitsproblemen en / of een verlieslatende situatie kunnen resulteren.	▪ Wij raden aan de meest aantrekkelijke financierings-opties nader te onderzoeken, met het oog op het aantrekken van een of meerdere bronnen van financiering in de nabije toekomst. ▪ Het testen van de markt via een *market sounding* is aan te raden om beter inzicht te krijgen in de *appetite*, pricing en tijdslijnen. ▪ Het in parallel uitwerken van de garantiestructuur is raadzaam, gezien het belang van de garantie bij de verschillende financieringsinstrumenten.
Financieel model	▪ Tot en met Apr24 is €1.2mrd gecommitteerd door de aandeelhouder. Er is begroot dat hier nog €0.5mrd aan wordt toegevoegd tot en met FY27. Onder het hoofdlijnen akkoord is rekening gehouden met €1.0mrd additioneel kapitaal. De kapitaalbehoefte zoals ingeschat door Management. ▪ Het nulscenario is nog niet kwantitatief uiteengezet – dit is niet expliciet gemodelleerd. Management geeft aan niet lichtzinnig met een nulscenario om te willen gaan en dat een nulscenario impact zou hebben op de portefeuille samenstelling, maatschappelijke impact, nieuwe investeringen, als ook personeelsformatie. ▪ Het model is op een vrij hoog aggregatie niveau opgesteld en op cash accounting basis in plaats van het verplichtingstelsel. Er wordt geen geïntegreerde balans, verlies & winst, en kasstroom overzicht gepresenteerd. ▪ Per het model dat door Management uiteen is gezet om de kapitaalbehoefte inzichtelijk te maken is zichtbaar dat vanaf 2031 jaar-op-jaar voor €0,5mrd nieuwe commitments wordt aangegaan. In 2030 wordt voor het eerst meer dan €0,5mrd aan exits gedaan. Zodoende is per het model 2035 het eerste jaar dat Invest-NL nieuwe commiteringen aan kan gaan zonder additioneel kapitaal. Management heeft wel aangegeven dat zij dit model hebben opgesteld om inzicht te geven in de kapitaalbehoefte tot aan 2029 en niet willen suggereren dat de projecties in de naliggende jaren met dezelfde aandacht zijn opgebouwd als de jaren ervoor.	▪ Het is aan te bevelen dat de onderneming een meer dynamisch model onderhoudt voor de kapitaal planning, inclusief voor het inzichtelijk maken van toekomstige kapitaal behoefte. ▪ Een beter beeld bij de marktvraag resulteert in een concretere inschatting van een eventueel negatieve maatschappelijke impact bij een nulscenario. ▪ Aan te bevelen model verbeteringen betreffen: opstellen op verplichtingstelsel (accounting) basis; model op geïntegreerde basis opzetten en balans, verlies & winst, en kasstroom overzicht presenteren; onderscheid presenteren van ontwikkeling en afwikkeling van de huidige portefeuille, en de nieuwe investeringen.

C. (Sub-) Deelvragen

(Sub-) Deelvragen – Omvang Financieringsuitdaging (1/3)

FINAAL

Is het waarschijnlijk dat de marktvraag en balans van Invest-NL zich in de toekomst ontwikkelt zoals door Invest-NL aangegeven?

Sub-deelvraag I - Marktvraag en financieringsbehoefte

Hoe groot is de potentiële marktvraag naar producten van Invest-NL de komende 5-10 jaar? Welke funding behoefte volgt hieruit gegeven ook revolverendheid, operationele kosten en afschrijvingen?

Introductie

- Door de snelle technologische ontwikkelingen in de sectoren waarin Invest-NL opereert heeft zij geen goed zicht op de zich sterk ontwikkelende marktvraag op de lange termijn en focust zij zich op de pijplijn als indicatie van de vraag.
- Op dit moment geeft Invest-NL geen volledige invulling aan hun mandaat door vooral investeringen aan te nemen tussen €5m en €35m. Boven de €35m is momenteel RvC goedkeuring vereist.
- Het aantal producten dat Invest-NL aanbiedt beperkt zich tot directe investeringen, fondsinvesteringen en, sinds maart 2022, investeringen in de hightech sector vanuit het DeepTech Fonds.
- Invest-NL is van plan een groter deel van de markt te bedienen door:
  - Binnen het kernkapitaal grotere tickets in beschouwing te nemen;
  - Het verbreden van de impactfocus door nieuwe thema's toe te voegen (zoals biodiversiteit en water);
  - Uitbreiding van het DeepTech Fonds;
  - Uitbreiding van de productportefeuille (*project finance* en *blended finance*);
  - Het mobiliseren van institutioneel kapitaal.
- Groei moet ook uit de veranderende rol die Invest-NL speelt in de markt komen en waarin het haar rol zich van participant steeds meer naar imitator en leidende partij ontwikkelt in de samenwerking met co-investeerders.
  - Dit houdt in dat Invest-NL vaker het grootste deel van een ronde op zich wil nemen, de structurering van een deal leidt en het proces trekt, en daarbij de beste themakennis inbrengt.
- Daarnaast zal de groeiende portefeuille van investeringen leiden tot steeds meer vervolg-investeringen.
- Invest-NL geeft op dit moment beperkt invulling aan het mandaat; door grotere tickets, nieuwe producten en als gevolg van een groeiend aantal vervolg-investeringen zal het een groter deel van de markt willen bedienen.

Aanbevelingen

- Additionaliteit kan ruim geïnterpreteerd worden. Groei is te sturen door selectiviteit en additionaliteit ruimer of krapper te interpreteren.
- Het is de verwachting dat met de huidige groei de kern-kapitaal toezegging van ca € 1,7mrd in 2027 volledig is geïnvesteerd. De mogelijkheid tot herinvestering van eerder geïnvesteerde bedragen moet komen uit succesvolle exits. Vanwege de nog niet voldoende volwassen portefeuille is de inschatting dat er nog voorlopig weinig succesvolle exits zullen worden gerealiseerd om het business plan te kunnen realiseren indien het additionele kapitaal van 1 miljard niet wordt geeffectueerd. In dat geval zal een aanpassing van het businessplan te adviseren zijn.
- De verwachting is dat succesvolle exits van directe investeringen en het terugvloeien van rendement uit de indirecte investeringen nog een aantal jaren zal gaan duren. Revolverendheid of het herinvesteren van kapitaal zal tijd vergen gezien de lange investeringshorizon van de producten. Men zal in de business case en de aanwending van het beschikbare kapitaal altijd rekening moeten houden met vervolg-investeringen.

(Sub-) Deelvragen – Omvang Financieringsuitdaging (2/3)

FINAAL

Is het waarschijnlijk dat de marktvraag en balans van Invest-NL zich in de toekomst ontwikkelt zoals door Invest-NL aangegeven?

Sub-deelvraag II – Groeistrategie

Binnen welke sectoren en bij wat voor soort klanten wordt groei van de portefeuille van Invest-NL voorzien, hoe groot is deze verwachte groei en is het waarschijnlijk dat Invest-NL deze groei kan realiseren?

- Invest-NL heeft een professionele commerciële organisatie neergezet met een duidelijke themastructuur dat focus brengt in markten waar sectorkennis en ervaring belangrijk zijn. Het team wordt steeds meer gevonden door stakeholders (co-investeerders, ondernemingen).
- Het team is met de huidige 49 investment professionals ruim opgezet, heeft vooralsnog '*spare capacity*' en is voorbereid op meer aanvragen die zullen komen met de additionele *funding*, het verbreden van het mandaat en met de transitie van participant naar initiator.
- Daarnaast is een mate van '*spare capacity*' nodig naarmate de portefeuille groeit en meer tijd en aandacht moeten worden gegeven aan portfoliobeheer (inclusief probleem-dossiers).
- Invest-NL heeft het vermogen om nieuwe leads te genereren; de pijplijn laat een duidelijke stijging zien tussen Q1-22 en Q1-24, van €697m tot €964m. Op kwartaalbasis fluctueert de pijplijn als gevolg van opportunities die tot commitments leiden of die inactief worden. Invest-NL lijkt goed in staat om de pijplijn weer snel aan te vullen.
- Het initiëren van opportunities binnen het CAP team wordt gedreven door het eigen netwerk van bedrijven: 67% van de pijplijn leads sinds 2022. Andere bronnen van leads zijn ROMs, adviseurs, en bedrijven die proactief contact opnemen met Invest-NL.
- Met het volwassener worden van de organisatie weet men Invest-NL ook beter te vinden, waarbij zowel bedrijven en fondsen met aanvragen komen, als ook andere stakeholders. Invest-NL geeft aan dat dit een positief effect heeft gehad op de proactief kwaliteit van de pijplijn aan opportunities.
- Met het groter worden van de portefeuille aan investeringen komen vervolg-investeringen steeds vaker voor, wat ook leidt tot een grotere dealflow.
- De kwaliteit van de pijplijn volgens Invest-NL methodologie is verbeterd: een groot deel van de Q1-24 pijplijn is in een vergevorderde fase en er komen minder afwijzingen in de SteerCo en van de pijplijn.

Sub-deelvraag II – Groeistrategie (vervolg)

- De groei in de pijplijn per thema fluctueert sterk, met kwartalen van significante opvolgende groei en periodes met minder nieuwe commitments. Invest-NL is in staat geweest om een goede balans te behouden met betrekking tot de verschillende thema's. Hierdoor blijft de groeipotentie behouden, ondanks de wisselende groei in commitments over de kwartalen per thema.
- Het verbeterde investeringsproces, de groei in het aantal leads en de verbeterde kwaliteit van leads vormen een solide basis voor verdere groei bij Invest-NL.
- **Directe nieuwe investeringen**: Op basis van de conversieanalyse gaan wij uit van een bedrag aan directe commitments van c.€200m in FY24, wat hoger is dan de target van €155m. De prognose van Invest-NL lijkt mbt nieuwe directe commitments conservatief; op basis van de pijplijnanalyse en het uitbreiden van de huidige invulling van het mandaat richting o.a. andere sectoren lijkt het mogelijk jaarlijks €10-20m meer te committeren.
- Gegeven de onzekerheid houden we in dit soort analyses normaliter een bandbreedte aan van +/- 25% (dit is een hoger % dan we aanhouden voor *debt commitments*). Daarmee schat A&M in dat het te committeren kapitaal in FY24 tussen de €150m en €250m zal liggen.
- **Directe vervolg-investeringen**: Een continuering van de huidige *run-rate* voor directe vervolg-investeringen in FY24 zal leiden tot een niveau van €80m aan commitments (target = €45m). Doelstellingen voor 2025 en 2026 lijken optimistisch; wij houden een stijging van €10m per jaar aan op een hogere basis van €80m in FY24. Dit is onder de prognose van Invest-NL.
- Onze inschatting is dat de totale directe commiteringen in FY24 hoger zullen liggen, c.€200m. Het is onze inschatting dat de commiteringen in FY25 en FY26 lager zullen liggen dan de Invest-NL prognose – het totaal aan commiteringen over FY24-26 zal ongeveer op hetzelfde niveau uitkomen.
- **Funds**: De uitbreiding van het Indirect team zorgt voor meer middelen. Dit, samen met het feit dat in Q3 22-Q2 23 een groot aantal fund leads (200-280m) werd gegenereerd en dat de conversie significant hoger lag voor funds, geeft vertrouwen dat de target behaald kan worden, ook nu de doelstelling nauwelijks toeneemt in 2025 en 2026.

(Sub-) Deelvragen – Omvang Financieringsuitdaging (3/3)

FINAAL

Is het waarschijnlijk dat de marktvraag en balans van Invest-NL zich in de toekomst ontwikkelt zoals door Invest-NL aangegeven?

Sub-deelvraag II – Groeistrategie (vervolg)

- Deze productie zorgt dat de huidige kapitaalstoezegging in 2027 geheel is ingezet. Gezien de beperkte mogelijkheid tot exits zal nog geen sprake zijn van revolverendheid.
- **Blended Finance**: Met additioneel kapitaal is Invest-NL voornemens haar productaanbod uit te breiden om haar klanten breder te bedienen; belangrijk hierin wordt blended finance waarbij subsidie-instrumenten worden gemixt met revolverende middelen.

  Blended Finance (inclusief *Project Finance*) is een belangrijk product waar veel vraag naar is in het kader van de energietransitie, circulair en bio-based. De eerste commiteringen worden verwacht in FY25, wat de commerciële organisatie voldoende tijd geeft om opportunities te *sourcen*.

Aanbevelingen

- Invest-NL zal afweging moeten blijven maken tussen het voldoende selectief zijn op thema; product en de individuele investeringsopportuniteit en daarnaast het additioneel zijn aan de markt. Een teveel "opgelegde" groei-ambitie zou uiteindelijk tot suboptimale resultaten kunnen leiden.
- Met het aanbieden van andere producten en bedienen van aanvullende sectoren/thema's is verdere verbreding en kennis op deze gebieden belangrijk
- De stap van co-investor naar een meer leidende rol is een forse ambitie. O.a. een track-record van het succesvol inschatten van business cases en uiteindelijk succesvolle exits hoort bij het uitdragen van een dergelijke ambitie en bijkomende verantwoordelijkheid
- Ter overweging geven we mee dat het efficiënter kan zijn om junior-teamleden in een pool te organiseren om in te zetten in de verschillende themateams.
- Bij impact maken in de energietransitie en het accepteren van de bijbehorende risico's is bij grotere tickets de kwaliteit van de aandeelhoudersstructuur en de alignement met (nieuwe) investeerders in dezelfde ronde essentieel
- Bij een eventueel nulscenario waarin geen additioneel kapitaal beschikbaar komt zal dat op de uiteindelijke productie impact moeten hebben en zullen ambities tijdig bijgesteld moeten worden.

(Sub-) Deelvragen – Volwassenheid Organisatie (1/7)

FINAAL

Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag I – Risicomanagement

Is de organisatie vanuit risicomanagement-perspectief "a safe pair of hands" voor additionele financiering?

Introductie

- Het management van Invest-NL is in staat geweest om een adequate risicomanagementraamwerk neer te zetten, bestaande uit een *risk appetite*, risk organisatie en risk cultuur die aansluit bij de strategie en het risicoprofiel van de Invest-NL. We merken het verhoogde niveau van probleeminvesteringen en status behind op. Dat is inherent aan het product maar zal ook gezien moet worden in het licht dat de opbouw van de portefeuille nog gaande is.
- Vanuit een risicomanagementperspectief hebben we in dit stadium in het ontwerp geen materiële tekortkomingen geïdentificeerd.
- We hebben echter wel een aantal aanbevelingen voor verdere verbetering.

Overwegingen

- Er **bestaat een overkoepelend risico raamwerk** waarbinnen Invest-NL haar herijkte strategie heeft vertaald in een *risk appetite* (passend bij de aard van de organisatie), beleid, processen, en rollen en verantwoordelijkheden:
  - Het management team en de RvC beoordelen de risk appetite, het beleid en de procedures die van toepassing zijn op investeringen en risicobeheer, en keuren deze goed.
  - Investeringsrisico is het belangrijkste risicotype voor Invest-NL en hier is een *risk appetite* voor vast gesteld. Tevens zijn limieten opgesteld in het investeringsbeleid om ondanks de hoge risicobereidheid de risico's te beheersen. *Risk management monitored* maandelijks het risiconiveau en koppelt dit terug aan het *Risk Committee* (RC).
- Ook heeft Invest-NL een **risicobeheerprocessen en controle raamwerk** waarin het vastlegt op welke risico's worden gecontroleerd en op welke wijze.
  - De huidige risicobeheerprocessen, op geconsolideerd niveau, houden rekening met een breed scala aan risicofactoren, waaronder zowel bedrijfsspecifieke risico's als ook externe risico's.
  - Het controle raamwerk wordt momenteel uitgerold door het toekomstige hoofd *non-financial risk* en zal zich in eerste instantie toeleggen op het beheersen van operationele en cyber risico's.

Overwegingen (vervolg)

- Invest-NL heeft een aparte **Risicomanagement organisatie ingericht**, ondersteund door een team van deskundige en gekwalificeerde professionals.
  - Men past het *'three lines of defence'-model (3eLoD)* toe en heeft en de specifieke rollen en verantwoordelijkheden van *Risk* en *Compliance* vastgelegd in een *charter*.
  - Binnen het Risk management (2e LoD) worden vanaf 1 september *Financial Risk*, *Non-financial Risk* en *Compliance* onderscheiden als de drie risicoafdelingen, met *Finance* en *Legal* onderdeel van de *CFRO* organisatie die zowel eerste- als tweedelijnsactiviteiten uitvoeren.
- Daarnaast zijn er **drie managementcommissies**, de 'Engagement Committee', de 'Investment Committee' en de Risk Committee.
  - De RC bespreekt en documenteert de uitvoering en risico-ontwikkeling op portefeuilleniveau alsmede wijzigingen in rating- en pricingtools.
  - Het EC werkt als een *'green light'* committee en het IC betreft het uiteindelijk fiatterende orgaan.
  - Binnen de **investment teams bestaat een duidelijk risicobewustzijn**. Invest-NL is echter nog een organisatie in opbouw en er zal de komende jaren continue focus en aandacht nodig zijn om de risicocultuur echt onderdeel te laten worden van Invest-NL.

Aanbevelingen

- De investerings- en concentratielimieten zijn momenteel zo ruim gedefinieerd dat deze niet binnen afzienbare tijd zullen worden bereikt. Dit maakt dat tijdige sturing vanuit het investeringsbeleid niet kan worden verwacht.
  - Wij adviseren **om het limietenraamwerk strakker** (onder meer door de toevoeging van *checkpoints*) **te definiëren** zodat er tijdig en daadwerkelijk op gestuurd kan worden conform strategie, risicobereidheid, jaarplan en risicoprofiel.
  - **Bovendien is het belangrijk om een escalatie-pad of proces te hebben** dat duidelijk maakt hoe er moet worden gehandeld als een indicator voor financieel of niet-financieel risico wordt overschreden.

(Sub-) Deelvragen – Volwassenheid Organisatie (2/7)

FINAAL

Volwassenheid organisatie: is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Aanbevelingen (vervolg)

- Wij bevelen aan **om een *'feedback loop'* en een formeel evaluatie proces in te richten** zodat de organisatie beter kan leren van haar investeringen, zowel de succesvolle als de probleeminvesteringen. Dit maakt het mogelijk om de selectie, het investeringsproces, de rendementseis en het beheer aan te passen als dat nodig is.

- **We merken op dat sommige beleidstukken sinds de oorspronkelijke opstelling niet meer zijn gereviseerd**.
- We zouden adviseren om alle beleidsstukken in een overzichtelijk register op te nemen zodat tijdig inzichtelijk wordt welke beleidsstukken moeten worden gereviseerd. Het is wenselijk dit te doen, ook als er geen / weinig wijzigingen zijn.
- **Riskmanagement lijkt niet van alle beleidstukken die relevant zijn voor risk management de auteur en de goedkeurende partij te zijn (zoals het investeringsbeleid)**. Om een duidelijke aansluiting met de *risk appetite* van Invest-NL te houden zouden wij adviseren beleid te laten goedkeuren in de RC en het eigenaarschap binnen riskmanagement te beleggen.
- **De financial en non-financial risk verschillen qua diepgang**. *Non-financial risk* word overkoepelend gemanaged waarbij dit voor *Financial risk* op individueel post niveau te worden gedaan. Hier lijkt geen overkoepeld risico profiel te bestaan en hoe dit profiel zich bijv. verhoudt tot de limieten en de overal risk appetite.
- De setting en bemensing van de EC en IC lijkt nagenoeg hetzelfde wij zouden meer onafhankelijkheid tussen commercie en risk adviseren.
  - Dit kan bijvoorbeeld door het EC als een puur commercieel overleg vanuit de 1e lijn in te steken en Risk management alleen aan te laten sluiten bij de IC.
  - Ook onderschrijven wij het advies van de RvC om meer (externe) expertise te betrekken in de IC, momenteel is het betrekken van externe experts facultatief maar hier zou meer vorm aangegeven kunnen worden.

Aanbevelingen (vervolg)

- Voor Invest-NL staan er per mei 2024, 13 Interne Audit bevindingen open hiervan is 40% *overdue*. Management heeft aangegeven dat dit deels komt doordat er voor strategische oplossingen wordt gekozen die meer tijd kosten. Wij zouden in dit geval adviseren met Internal audit in gesprek te gaan over hoe deadlines worden vastgesteld en wat er nodig is om findings te sluiten.

(Sub-) Deelvragen – Volwassenheid Organisatie (3/7)

FINAAL

Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag II – Return-revolverendheid

Wat is de huidige risk-return ratio en toekomstige risk-return ratio verwachting gegeven de producten/transacties in portefeuille en de verwachte portefeuille opbouw? Wat is de kwaliteit van de huidige portefeuille en pijplijn? Welke RoE kan de staat verwachten op basis van de huidige portefeuille en pijplijn?

Observaties

- Op basis van de historische performance van Invest-NL kan men vaststellen dat het financierbaar maken wat niet financierbaar lijkt ook daadwerkelijk komt met een sterk verhoogd risicoprofiel. Tot en met 2023 is de ROE van Invest-NL gemiddeld -11%. Dit wordt vooral veroorzaakt door een jonge portefeuille die in opbouw is met daardoor een enkele positieve exit. De jaarlijkse gerealiseerde (negatieve) waarde realisaties / afboekingen in combinatie met over het algemeen ongerealiseerde waardeverminderingen (o.b.v. het interne waarderingsproces) zorgt voor 2023 in een impact op de portefeuille van €46m negatief (2022: €33m negatief). Een gespreide portefeuille qua ontwillingsfase en sector is cruciaal om naar de toekomst toe meer financiële stabiliteit te creëren.
- Deze status is gezien de recentelijke opbouw van de portefeuille logischerwijs nog niet bereikt. We verwachten dat volatiliteit in de financiële resultaten daarom voorlopig zal aanhouden en menen dat een beperkte positief financieel rendement op het eigen vermogen (ROE) van 1-3% gemiddeld op de langere termijn een goede doelstelling is. Andere impact (b.v. ESG; ontwikkeling technologie; mobilisatie kapitaal; werkgelegenheid; concurrentie positie Nederland) zal eveneens meegewogen moeten worden om tot het totale maatschappelijke rendement van het ingezette kapitaal te kunnen komen.
- We constateren dat er een relatief groot deel van de directe portefeuille probleeminvestering danwel "*behind*" classificatie heeft. Bij de vervolginvestering is een relatief groter percentage vertrekkingen in deze categorie. Deze ontwikkeling zou als zorgwekkend gezien kunnen worden maar is inherent aan het investeren in Venture Capital. Een beperkt aantal investeringen moet het rendement maken. Invest-NL heeft zelf de verwachting dat c.70% van haar investeringen niet succesvol zal zijn en dat het rendement uit c.10% van de proposities zal moeten komen. Het is te vroeg om dit *fact based* te kunnen staven.

Observaties (vervolg)

- Ons is opgevallen dat bij de 9 onderzochte directe investeringen de onderneming in alle gevallen onder de Invest-NL case opereert, de *runway* in vele gevallen te lang was ingeschat en er (eerder) vervolg-investeringsrondes nodig waren. Dit zal implicaties kunnen hebben voor de huidige waardering.
- We hebben geen beeld bij de daadwerkelijke kwaliteit van de individuele proposities in de pijplijn kunnen krijgen.

Aanbevelingen

- Invest-NL zal de afweging moeten blijven maken tussen het voldoende selectief zijn op thema; product, rendement en de individuele investeringsopportuniteit en daarnaast het additioneel zijn aan de markt. Een teveel "opgelegde" groei-ambitie zou uiteindelijk tot suboptimale resultaten naar de toekomst kunnen leiden.
- De organisatie heeft de afgelopen jaren stappen gemaakt in de ontwikkeling maar goed naar het effect van het proces van de selectie, het minimaal benodigde rendement op de investering, de structurering en het beheer van de investeringen te blijven kijken en waar het kan ruimte zien om dit te verbeteren zal nodig zijn.

(Sub-) Deelvragen – Volwassenheid Organisatie (4/7)

FINAAL

Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag III – Interactie activiteiten

Waar zitten de belangrijkste interacties tussen de activiteiten van Invest-NL en wat zijn de synergiën tussen en onderlinge risico's van het samenbrengen van activiteiten? Hoe kunnen die worden benut en gemitigeerd?

Observaties

- Aan de business development activiteit worden steeds vaker door de Nederlandse overheid subsidies verstrekt om onderzoek uit te voeren op specifieke onderwerpen (zoals bijvoorbeeld het meer *sustainable* maken van scholen en andere onderwijsinstellingen en het verbeteren van de financierbaarheid van het MKB).
- Naar wij begrijpen wordt de kennis die opgedaan wordt bij Business Development ook ingezet bij het beoordelen van de toekomstbestendigheid / relevantie van door Capital ontvangen investeringsproposities. Dit hebben we niet zelf kunnen constateren

Aanbevelingen

- Management heeft aangegeven dat kruisbestuiving tussen BD en Capital plaatsvindt, echter hebben wij geen onderliggende documenten gezien om dit te verifiëren. Wij bevelen aan om de uitkomsten van BD actief met Capital te delen en dit vast te leggen in het beleid om de kruisbestuiving te formaliseren.

Sub-deelvraag IV – Leiderschap en cultuur

Is het leiderschap en de organisatiecultuur geschikt voor verdere groei van de kernkapitaal activiteiten?

- De raad van bestuur van Invest-NL bestaat uit drie bestuurders met relevante (bestuurs-) ervaring in soortgelijke functies buiten Invest-NL.
- De raad van commissarissen bestaat op dit moment uit vijf leden welke allen in 2019 of 2020 zijn aangetreden en in hun tweede termijn zitten. Eind 2023 heeft de RvC verzocht om een analyse van de probleeminvesteringen en eventuele *lessons learned*.
- De investment managers die wij gesproken hebben, hebben allemaal relevante achtergronden bij o.a. banken; private equity en/of pensioenfondsen. Ze hebben goede kennis van de investeringen en drive om impact te maken. Daarom hebben ze in het algemeen gekozen om voor Invest-NL te werken
- De culturele waarden gedefinieerd bij de oprichting van Invest-NL omvatten "Bevlogen", "Toekomstgericht", "Durf", "Professioneel" en "Samen/Betrokken". Een medewerkers tevredenheids- onderzoek halverwege 2022 onthulde dat hoewel medewerkers bekend waren met deze waarden, ze niet consequent de dagelijkse handelingen leidden. Als gevolg hiervan werd in Q3-22 een interne culturele initiatief gelanceerd om deze waarden opnieuw te definiëren en te versterken wat heeft geleid tot het opstellen van een cultuurmanifest.
- De verhouding man vrouw is 54% om 46% respectievelijk, en 63% om 37% in leidinggevende posities. De personeelsformatie is per Dec23 relatief jong met 47% in de 25-34 jaar klasse, 21% in de 35-44 jaar klasse, en 31% in de 45-65 jaar klasse.
- We menen dat deze jonge organisatie in een relatief korte periode sinds de oprichting belangrijke stappen heeft gezet naar een meer volwassen organisatie welke actief is in een hoog risico investeringslandschap met daarnaast ook een uitdagende markt voor VC sinds begin 2021.

Aanbevelingen

- Om een volgende stap te kunnen maken strekt het tot aanbeveling om na te denken over het mobiliseren van externe kennis en kunde en daarmee van de beste presterende VC partijen te leren met bijvoorbeeld een adviesraad en/of het involveren van externe kennis in het Invest-NL IC

(Sub-) Deelvragen – Volwassenheid Organisatie (5/7)

FINAAL

Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag V – Governance

Wat voor soort governance lijkt nodig voor een groeiende organisatie met oog op de balans tussen commerciële ontwikkeling, risico en impact. (RvC/RvB-structuren; omvang en kennisgebieden). Waar risico's zijn mogelijk ook dieper in de organisatie?

- Invest-NL is een jonge en zich ontwikkelende organisatie die in relatief korte tijd een governance heeft ingericht passend bij de complexiteit van grote van deze organisatie, bestaande uit een Raad van Bestuur ("RvB") en het managementteam met vertegenwoordigers van zowel Risk als Business, waardoor strategie, commercie en risicobereidheid sterk met elkaar in contact komen. Daarnaast zijn er drie managementcommissies, de '*Engagement Committee*', de '*Investment Committee*' en de '*Risk Committee*'.
- In 2023 is de strategie van Invest-NL bijgesteld waarbij meegenomen is dat door de politiek Invest-NL een bredere rol in het aanjagen van de economische bedrijvigheid wordt toegedicht. Bij de formulering van deze rol is ook nagegaan of de (relatief hoge) risk appetite en de strategie bij elkaar aansluiten.
- Een groot aantal van de medewerkers van Invest-NL heeft werkervaring opgedaan bij een (grotere) Nederlandse financiële instelling of investeringsmaatschappij. De *three lines of defence* zoals aanwezig bij bancaire instellingen wordt ook bij Invest-NL toegepast. Dit maakt dat een heldere rolverdeling en *checks and balances* aanwezig is.
- Een mogelijke verbetering ligt in het feit dat het investeringsteam tijdens de levenscyclus van een investering altijd in de lead blijft. Aangezien bij Invest-NL regelmatig sprake is van het doen van vervolg-investeringen bestaat het risico dat het investeringsteam gekleurd is in haar besluitvorming en/of specifieke expertise mist. Daarnaast geven wij in overweging om het IC van Invest-NL uit te breiden met externe leden specifieke sector en/of product kennis en het IC van het Deep Tech Fund met Invest-NL leden.

Sub-deelvraag VI – Extern toezichtsregime

Hoe kan de aandeelhouder op een goede manier toezicht en grip houden op de specifieke risico's die zich in een groeiend Invest-NL kunnen manifesteren?

Nadruk ligt hier op belangrijkste risico's identificeren, bepalen welke inzichten en vaardigheden nodig zijn voor goed toezicht en bepalen wat een gepast handhavings- en handelingsperspectief is voor een eventuele (externe) toezichthouder en/of aandeelhouder. Zowel vanuit een inhoudelijk als wettelijk / juridisch oogpunt?

Invest-NL rapporteert en bespreekt op maand- en kwartaalbasis de financiële resultaten alsmede van de financiële risico's (*risk rapportage*) in het management team.

Daarnaast vindt op kwartaalbasis een financiële rapportage aan de RvC plaats alsmede een rapportage op hoofdlijnen over de belangrijkste ontwikkelingen vanuit een risicoperspectief in de portefeuille van investeringen.

Uit het gesprek dat wij hebben gehad met een lid van de RvC hebben wij begrepen dat er tussen de RvC en het management een open en constructieve communicatie bestaat o.a. over ontwikkelingen in de portefeuille alsmede de *risk appetite*.

- De informatievoorziening is adequaat met betrekking tot de activiteiten de resultaten en materiele risico's van Invest-NL, met inbegrip van de bijbehorende risicobeheersingssystemen.
- De financiële- en met name non-financial risicorapportages zijn adequaat en worden continue doorontwikkeld. Zo wordt er intern op dit moment niet specifiek een balans in de rapportage opgenomen. Gegeven het feit dat de activiteiten van Invest-NL in aard en omvang toenemen zal dit in de naaste toekomst wel gebeuren.
- De RvC heeft in December 2023 een zelf-evaluatie uitgevoerd. Deze is niet gedeeld maar hieruit zou onder andere naar voren gekomen zijn dat er meer behoefte is aan specifieke kennis en expertise over de circulaire economie. Het zou onze aanbeveling zijn hier bij nieuwe aanstellingen invulling aan te geven.

(Sub-) Deelvragen – Volwassenheid Organisatie (6/7)

FINAAL

Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Sub-deelvraag VII – Externe rapportage

Wat is de kwaliteit van huidige externe rapportages? Hoe moeten externe rapportages er in de toekomst uitzien en welke wijzigingen zijn hiervoor nodig? Welke rapportage heeft de staat nodig om financierings- en stortingsverzoeken te beoordelen

Observaties

Invest-NL's financiële team rapporteert op twee manieren aan haar verschillende stakeholders:

1. Kwartaalrapportages – formele rapportages die verstrekt worden aan de RvB, RvC en het Ministerie van EZK (Economische Zaken).
   De kwartaalrapportages bevatten informatie over de financiële en niet financiële resultaten inclusief toelichting (hierbij is specifiek aandacht voor de SDGs), status van de portefeuille (gecommitteerde en *disbursed* bedragen), prognose voor de rest van het jaar. Daarnaast worden in de rapportage van FY23Q4 de financiële resultaten vergeleken met het budget ("ambitie"). Daarnaast wordt inzicht verstrekt in de liquiditeitsprognoses ter onderbouwing van de toekomstige trekkingen waarin per week de verwachte commitments zijn weergeven.
2. Jaarrekening – de jaarrekening van Invest-NL wordt door Ernst & Young Accountants LLP gecontroleerd. De jaarrekening is ook beschikbaar voor alle stakeholders via de website. Voor 2022 en 2023 is een goedgekeurde verklaring gegeven door de accountant.

Naast de reguliere rapportages stelt Invest-NL tijdig een prognose op, op het moment dat zij verwacht nieuw kapitaal nodig te hebben om aan de marktvraag te voldoen. Deze prognose wordt met MinFin gedeeld met het verzoek voor een additionele storting. In de huidige situatie wordt er additioneel kapitaal bij de aandeelhouder opgevraagd (op basis van de verwachte dealflow) op het moment van er minder dan €40m beschikbaar is. Invest-NL is voornemens om dit proces om te zetten naar periodieke basis.

Daarnaast is er een maandelijkse interne rapportage met als doel informatie verschaffing richting de het Management van Invest-NL. Deze rapportage bevat dezelfde informatie als opgenomen in de kwartaal rapportage, alleen wordt er hier teruggeblikt op de afgelopen maand in plaats van het afgelopen kwartaal.

Observaties (vervolg)

De jaarrekening van Invest-NL is opgesteld conform IFRS en gedurende het jaar wordt in ieder geval drie keer de waarde van de investeringen op individuele basis geëvalueerd. De aanpak die hierbij wordt gehanteerd is conform IFRS 9 waarbij een inschatting van de waarde wordt gemaakt aan de hand van een aantal scenario's. Een confirmatie van de waardering middels een vergelijking met de waardering door mede-investeerders blijkt volgens Invest NL in de praktijk lastig uitvoerbaar. De uitgeboekte leningen worden, in overleg met de accountant, op basis van *fair value* gewaardeerd.

Aanbevelingen

De kwaliteit van de rapportages is van voldoende kwaliteit voor een onderneming van de omvang van Invest-NL. Om de rapportages naar een hoger niveau te tillen hebben wij de volgende aanbevelingen:

1. In de rapportages is op dit moment geen balans en kasstroom overzicht opgenomen. Het toevoegen van deze overzichten zorgt ervoor dat er een volledig beeld van Invest-NL gevormd kan worden.
2. Om te beoordelen hoeveel kapitaal benodigd is om op de lange termijn aan de marktvraag te voldoen kan overwogen worden om de lange termijn prognose op te nemen in de kwartaal rapportages.
3. Gezien de rendementseis / het te verwachten rendement voornamelijk gedreven wordt door de volwassenheid van de technologie en van de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd, is het aan te bevelen bij ieder '*value inflection point*' (danwel '*technology readiness level*', in geval van technologie bedrijven) vast te leggen in systemen, zoals CACEIS door te monitoren op de TRL fase waarin iedere onderneming zich bevindt.

(Sub-) Deelvragen – Volwassenheid Organisatie (7/7)

FINAAL

Is Invest-NL voldoende goed gepositioneerd en georganiseerd voor verdere groei en aanvullend kapitaal (bijv. commerciële skills, risk management, interne controlemechanismen, toezicht, etc.)?

Systemen

- Mede als gevolg van de ontwikkelingsfase waarin Invest-NL verkeert, is het systeemlandschap nog niet volledig uitontwikkeld: er is op verschillende elementen zeker ruimte voor het toepassen van IT-functionaliteit die breed beschikbaar is.
- Op het moment van dit rapport werkt Invest-NL aan de ontwerp- en architectuurfase van Project Lego, dat gericht is op de integratie van de kernprocessen CRM, pipeline, en portfolio management activiteiten in het Microsoft Dynamics ERP pakket. In deze fase wordt de door de front office gewenste functionaliteit van een ERP CRM-systeem vastgesteld.
- Met de uitkomsten van deze analyse zullen ook de eisen aan andere onderdelen van het IT-landschap worden geformuleerd (bijvoorbeeld voor finance, risk en portefeuillebeheer). Het geheel zal op MS Dynamics draaien.
- Deze functionaliteit moet ook de vastlegging en onderbouwing van de 'impact' faciliteren, wat moet bijdragen aan de implementatie en naleving van de 'CSRD' rapportagevereisten.
- De financiële administratie van Invest-NL wordt gevoerd in Exact Online en de fund administratie is uitbesteed aan CACEIS. Rapportage over de portefeuille en treasury vindt op dit moment hoofdzakelijk plaats in Excel.

Aanbevelingen

- De aanbevelingen elders in dit rapport die in relatie zijn tot de verdere formalisatie van processen en vastlegging, zal de onderneming profiteren van tijdige beschikbaarheid van het Dynamics ERP pakket (Project Lego), gezien dit systeem dergelijke processen faciliteert en vastlegging en toegang centraliseert.
- De integratie van data zal kunnen bijdragen aan lagere foutgevoeligheid / versie beheer, en een efficiëntie voordeel door automatisering.
- Door centrale vastlegging en beheer van toegang is voor betrokken portefeuille beheerders beter toegang tot ervaringen uit investeringen in het verleden.

FINAAL

(Sub-) Deelvragen – Mogelijke Financieringsopties (1/3)

Welke financieringsopties passen het beste bij de kapitaalbehoefte van Invest-NL en welke tegenprestaties horen daar mogelijk bij?

Observaties

Op basis van de door ons uitgevoerde high-level desktop analyse, is naast een lening of kapitaalstorting door de Staat ook externe financiering haalbaar via een divers pallet aan financieringsinstrumenten.

Criteria waarop de verschillende financieringsopties zijn beoordeeld zijn onder andere: schaalbaarheid, complexiteit, doorlooptijd, verwachte *appetite* in de markt en kosten voor de financiering, garantie en structurering.

- Een (gedeeltelijke) overheidsgarantie is nodig om de financiering tegen economisch aantrekkelijke condities aan te kunnen trekken, naast een eventuele credit rating op Invest-NL of op de aan te trekken lening. Het hoge risicoprofiel van de portefeuille van Invest-NL i.c.m. het lage normrendement zorgt ervoor dat slechts een kleine lening kan worden aangetrokken, indien geen gebruik wordt gemaakt van een (gedeeltelijke) garantie.
- Naast een garantie van de Staat zou ook een garantie van de EIF tot de mogelijkheden kunnen behoren. In beide gevallen zal Invest-NL een vergoeding moeten betalen voor de te ontvangen garantie.
- Voor het gegarandeerde deel van de lening kunnen banken een *risk weight* van 0% toepassen. Enkel op het niet-gegarandeerde deel zal kapitaal moeten worden aangehouden. Tranchering van de lening heeft derhalve ook impact op de kapitaalskosten.

Invest-NL is voornemens het risicoprofiel van de portefeuille de komende jaren te laten dalen, hetgeen een positief effect heeft op de financieringskosten en -omvang voor niet-gegarandeerde leningen. Dit zal geen impact hebben op het gegarandeerde deel van de lening.

De eerste financiering zal duurder zijn dan vervolgtrekkingen en daarnaast ook meer tijd in beslag nemen, afhankelijk van het gekozen financieringsinstrument zal de doorlooptijd minder dan een jaar bedragen.

Observaties (vervolg)

In de desktop analyse is als uitgangspunt het financieren van de bestaande investeringen genomen. Het financieren van nog te initiëren investeringen is complexer en daarnaast waarschijnlijk minder aantrekkelijk qua voorwaarden. De opgehaalde financiering kan wel gebruikt worden om nieuwe initiëring te financieren.

Marktomstandigheden kunnen wijzigen, hetgeen ook de haalbaarheid en/of aantrekkelijkheid van externe financiering negatief kan beïnvloeden.

Aanbevelingen

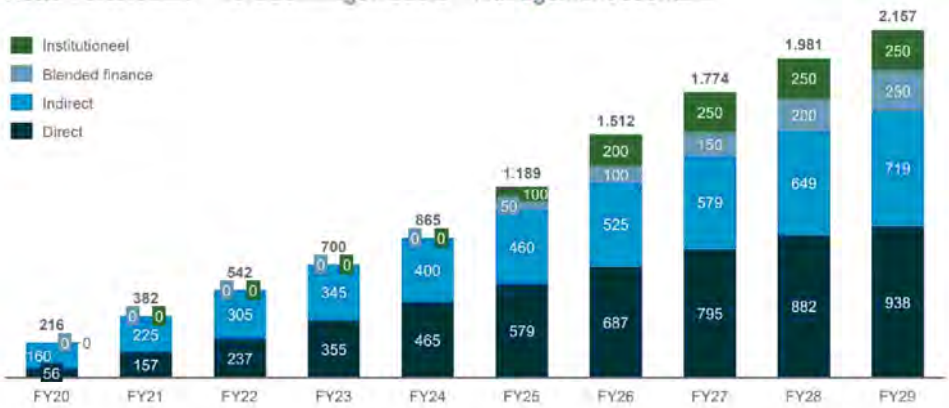
- Wij raden aan de meest aantrekkelijke financieringsopties nader te onderzoeken, met het oog op het aantrekken van een of meerdere bronnen van financiering in 2026 om het huidige business plan te kunnen uitvoeren, en op deze manier te zorgen voor efficiënte toegang tot financiering voor Invest-NL.
- Het daadwerkelijk testen van de markt via een *market sounding* is aan te raden om beter inzicht te krijgen in *appetite*, pricing en tijdslijnen.
- Parallel aan bovenstaande is het nader uitwerken van de garantiestructuur raadzaam, gegeven het belang van de garantie bij verschillende financieringsinstrumenten. Hierbij is het onze aanbeveling om ook een garantie via het EIF nader te onderzoeken op haalbaarheid.
- Daarnaast is het verwachte rendement op de portefeuille en de financieringskosten een belangrijk element om nader te bespreken met Invest-NL. Met de huidige verwachte rendementen zullen bepaalde financieringsopties liquiditeit technisch niet haalbaar zijn en / of op de korte termijn zorgen voor een verlieslatende situatie.

(Sub-) Deelvragen – Mogelijke Financieringsopties (2/3)

FINAAL

Mogelijke financieringsopties (2/2)

Netto Portefeuille – Verstrekkingen basis – Management scenario



Opm: Voor verdere analyse en toelichting wordt verwezen naar de Ondersteunende Documenten

Opm: Nul scenario toelichting ontvangen 2H middag 19 juli jl.. kon niet tijdig worden verwerkt in deze versie van het rapport. Dit wordt in de meeting maandag 22 juli a.s. modeling toegelicht en verder verwerkt in de volgende versie van het rapport.

Financieel model

- Management heeft een model opgesteld ter onderbouwing van de omvang van de kapitaalvraag om te kunnen voorzien in de marktvraag over de periode van FY24 tot FY29. In het model wordt onderscheid gemaakt naar type investeringen (direct, indirect, etc.). Het model laat de ontwikkeling van de commitments zien, de netto portefeuille (verstrekkingen), en het gerealiseerde rendement bij exits op basis van het normrendement. Het model is op cash basis opgesteld: balans mutaties zijn bij investering en exit, zo ook voor het portefeuille resultaat.

Observaties

- De omvang van de portefeuille is geprognosticeerd toe te nemen tot €2,2mrd per FY29. De additionele kapitaal bijdragen zijn verondersteld te worden getrokken tot en met FY30. In de komende periode zou Invest-NL in de marktvraag kunnen voorzien uit het rendement (exits en resultaat) op investeringen.
- In de FY30-FY35 periode zijn de directe en indirecte investeringen respectievelijk €350m en €150m per jaar. Management heeft hier van aangegeven dat dit niveau een reflectie is van wat Management denkt dat de marktvraag op dat moment is.
- Gegeven de gemiddelde *holding period* op investeringen (7 jaar voor direct, 8 jaar voor indirect), de marktvraag, en het niveau van commitments wat wordt aangegaan, zal Invest-NL gedurende FY26 het huidige door de Staat gecommitteerde kapitaal volledig hebben gecommitteerd. Nieuwe commitments kunnen dan pas worden aangegaan op het moment dat bestaande posities in de portefeuille worden ge-exit. Gegeven voorgenoemde *holding period* zijn deze de komende jaren gering en zou daarmee maar geringe gelegenheid zijn om nieuwe commitments aan te gaan en te voorzien in marktvraag.
- Het rendement op investeringen is verondersteld gemiddeld 3,7% te zijn en constant over de expliciete prognose periode, waarvan impliciet 2,0% netto rendement, bovenop 1,7% portefeuille/operationele kosten voor het Invest-NL apparaat. Management heeft aangegeven dat het model op reële basis is opgesteld, dat wil zeggen er is geen inflatie gepresenteerd in de prognose.
- De operationele kosten vanaf FY28 met 6,0% per jaar toe te nemen als gevolg van toenemende complexiteit, beheer en regelgeving (CSRD). Tot FY28 is de jaarlijkse kostenstijging aanzienlijk hoger i.v.m. huisvestings- en automatiseringskosten.

(Sub-) Deelvragen – Mogelijke Financieringsopties (3/3)

FINAAL

Mogelijke financieringsopties (2/2)

Observaties (vervolg)

- Het resultaat is o.b.v. een gemiddeld rendement, uitgesmeerd over een gemiddelde holding periode. In werkelijkheid is het resultaat op investeringen veel volatieler (een reflectie van risico). Het is een beperking van de grondslag van opstelling van het model dat de onzekerheid van het resultaat in de tijd niet tot uiting komt in het portfolio resultaat en het saldo uitstaande investeringen op de balans, en daarmee in de timing en omvang van de kapitaalbehoefte.

Aanbevelingen / consequenties

- De inherente onzekerheid wat betreft de omvang en timing van rendementen op portefeuille-exits en herinvesteringsbehoeften leent zich voor het presenteren van een bandbreedte aan uitkomsten. Dit zou meer inzicht kunnen geven in de mogelijke volatiliteit van het portfolioresultaat, het saldo uitstaande investeringen op de balans, en daarmee in de timing en omvang van de kapitaalbehoefte.

D. Aanvullende Analyses

FINAAL

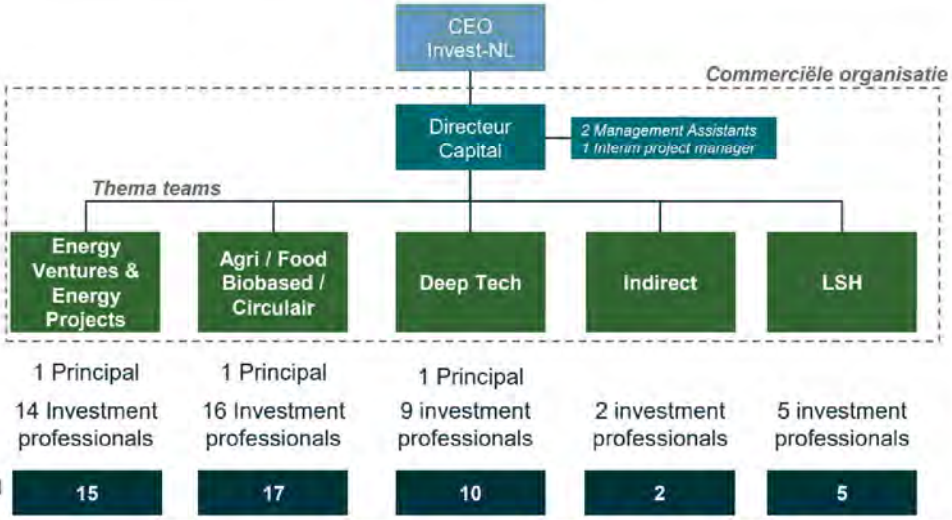
1. Omvang Financieringsuitdaging

Aanvullende Analyses – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

I + II. Marktvraag, financieringsbehoefte & Groeistrategie

Commerciële Organisatie – Capital team



Commerciële organisatie

- Het Capital team is verantwoordelijk voor de *sourcing* van *leads*, het investeringsproces en de portfolio van bestaande investeringen, inclusief de probleemgevallen.
- De organisatie bestaat uit 53 personen, waarvan 49 investment professionals, die zijn ingedeeld in 5 themateams.
- De Directeur Capital en de drie Principals van de themateams hebben veel relevante ervaring bij onder andere bij Waterland, ABN-AMRO en Bridge Capital, de Brabantse OntwikkelingsMaatschappij, Bank of Scotland en NIBC.
- De investment professionals in de verschillende themateams hebben relevante ervaring in de bancaire sector (M&A) consulting, impact investment, private equity bij onder andere Nomura, J.P. Morgan, KPMG, Triodos, ING, Waterland, PGGM en Polestar Capital.
- Vanuit het investeringsproces worden opportunities toegewezen aan een thematean, en vanuit dat thematean wordt een dealteam gevormd. Afhankelijk van de grootte en complexiteit, bestaat het dealteam uit twee tot vier personen van het thematean.

Commerciële organisatie

- Het "Indirect" team was tot voor kort geïntegreerd in de verschillende thematean. Omdat indirecte investeringen specifieke kennis en ervaring behoeven, is besloten om deze onder te brengen in een apart thematean. Dit team bestaat nu uit twee personen met als doel te groeien naar 4-5 personen om beter invulling te geven aan de verwachte dealflow. Dit team zal ook een Principal als eindverantwoordelijke hebben.
- Naarmate de portefeuille groeit, zal het portfoliobeheer meer aandacht en andere kwaliteiten van het team vereisen. In het geval van probleemgevallen zet Invest-NL op projectbasis externe Bijzonder Beheer specialisten in maar het deal team blijft in de lead. Het plan is om het Capital team met twee personen uit te breiden om zich met portfoliobeheer bezig te houden.
- Het aannemen van personeel lijkt geen probleem te zijn: Invest-NL krijgt veel goede sollicitanten op zowel junior als senior vacatures. Invest-NL geeft aan meer moeite te hebben met het invullen van posities voor personen tussen 35-45, wat gedreven wordt door de beloningsstructuur die minder *upside* kent dan bij vergelijkbare functies in de private sector, zoals bijvoorbeeld *carried interests* of discretionaire bonus.

Portefeuille Overzicht

- Het aantal producten dat Invest-NL aanbiedt beperkt zich tot directe investeringen, fondsinvesteringen en, sinds maart 2022, investeringen in de hightech sector vanuit het DeepTech Fonds
- Invest-NL is van plan een groter deel van de markt te bedienen door:
  - Binnen het kernkapitaal grotere tickets in beschouwing te nemen
  - Het verbreden van de impactfocus door nieuwe thema's toe te voegen (zoals biodiversiteit, water)
  - Uitbreiding van het DeepTech Fonds
  - Uitbreiding van de productportefeuille d.m.v. projectfinanciering en *blended finance*
  - Het mobiliseren van institutioneel kapitaal
- Groei moet ook komen ook uit de veranderende rol die Invest-NL wil ambiëren in de markt en waarin haar rol van participant zich steeds meer naar initiator en leidende partij moet ontwikkelen in samenwerking met co-investeerders
  - Dit houdt in dat Invest-NL vaker het grootste deel van een ronde op zich zal nemen, de structurering van een deal leidt en het proces trekt, en daarbij de beste themakennis inbrengt
- Daarnaast zal de groeiende portefeuille van investeringen leiden tot steeds meer vervolg-investeringen.

Aanvullende Analyses – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

II. Groeistrategie – Initiëring en executie

Het Proces van initiëring en executie

- *Origination* van opportunities is de verantwoordelijkheid van het Capital team (CAP) en wordt gedreven door zes teams die zijn gestructureerd naar de thema's (Energy Ventures, Energy Projects, Agrifood, Biobased / Circular, Life Science & Health en DeepTech).
- Het Business Development (BD) team is ook gestructureerd langs dezelfde thema's, met uitzondering van DeepTech.
  - Naast de Capital thema-teams is er ook nog een separaat Indirect team voor investeringen in fondsen. Het BD team heeft een apart team 'Europa'
- Om de impact te vergroten en synergiën tussen Capital en BD te realiseren is Invest-NL activiteiten gaan organiseren in zogenaamde thema teams. Deze teams maken vanuit een gedeelde strategie gezamenlijk marktanalyses, doen vaak samen de intake van proposities en werken op andere vlakken ook samen (bijv. investeringsvoorstellen, ontwikkeling nieuwe financieringsinstrumenten).
- Het initiëren van opportunities binnen het CAP team wordt gedreven door het eigen netwerk van bedrijven: 67% van de pijplijn leads sinds 2022. Andere bronnen van leads zijn ROMs, adviseurs, en bedrijven die proactief contact opnemen met Invest-NL.
- De ROMs hebben een maximale investeringsgrootte van €5m; grotere aanvragen die binnenkomen bij een ROM worden doorgezet aan Invest-NL, dat een ondergrens van €5m aanhoudt.
- Het BD team heeft sterke relaties met bedrijven in de markt en met ministeries, en genereerde in 2022-2024 11% van de leads die in de pijplijn kwamen. Thema bijeenkomsten worden georganiseerd en relevante connecties worden actief gedeeld met het Capital team, dat op deze manier al in een vroeg stadium contact opbouwt met bedrijven die in een later stadium een investeringsvraag kunnen hebben.
- Met het volwassener worden van de organisatie weet men Invest-NL ook beter te vinden, waarbij zowel bedrijven en fondsen met aanvragen komen, als ook andere stakeholders. Invest-NL geeft aan dat dit een positief effect heeft gehad op de conversie van de pijplijn.
- Met het groter worden van de portefeuille aan investeringen komen vervolg-investeringen steeds vaker voor, wat ook leidt tot een grotere dealflow.

Pijplijn

- Opportunities waarvoor een concrete investeringsaanvraag bestaat worden in het CRM systeem Epona gezet, waardoor deze in de SteerCo SharePoint-lijst komen te staan. Dat is tevens de eerste stap in het investeringsproces. In deze fase wordt vastgesteld of de propositie binnen de scope van Invest-NL valt. Als dit het geval is komt de opportunity op de pijplijn.
- Ten behoeve van de kwartaalrapportage bereidt Business Intelligence een analyse voor van de status van de pijplijn. Een lijst wordt uit Sharepoint-lijst gehaald, waarbij sommige datapunten van vorige kwartalen nog worden verfijnd/aangepast. Dit proces is handmatig en leidt tot onjuistheden in de data die wordt gepresenteerd in de kwartaalrapportage.
- Invest-NL heeft aangegeven bezig te zijn met het introduceren van een CRM systeem op basis van Microsoft Azure.
- De fases van het investeringsproces zijn in Q4 2023 veranderd, waarbij het EC uit het proces is verwijderd. Het startpunt met de SteerCo is hetzelfde gebleven; de nieuwe structuur faciliteert meer overleg in de thema teams en het betrekken van specialisten.

Executie

Een Dealteam bestaande uit een Senior Investment Manager als Deal Captain, met support van 2-3 junior investment professionals uit het Capital thema team.

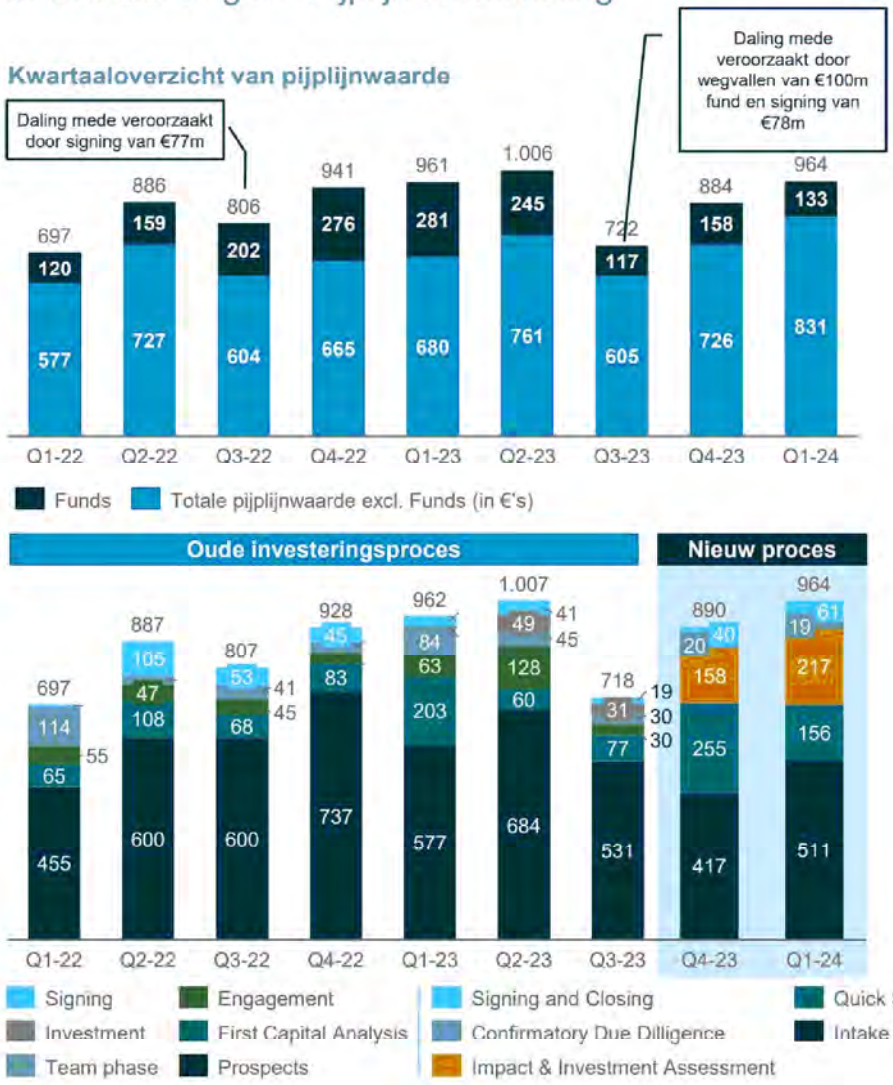
- De Deal captain is verantwoordelijk voor de uitvoering van alle processtappen, waarbij de Principal van het CAP thema team consent moet geven en eindverantwoordelijk is. Het dealteam blijft bij alle fases, en ook de *holding period*, betrokken bij opportunities.
- Het dealteam wordt tijdens het investeringsproces ondersteund door verschillende teams zoals BD, ESG, Impact team.

Aanvullende Analyses – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

II. Groeistrategie – Pijplijn ontwikkeling

Kwartaaloverzicht van pijplijnwaarde



Pijplijn Direct versus Fund

- De pijplijn fluctueert sterk. In Q2-23 bereikte deze een piek van €1mrd, maar daalde in Q3-23 sterk tot €722m.
- In Q3-23 is de pijplijn van Funds sterk afgenomen door het wegvallen van een lead van €100m.
- De pijplijn exclusief de Funds gerelateerde leads, fluctueerde sterk in de periode Q1-22 tot en met Q3-23.
  - In Q2 en Q4 zien we gemiddeld een stijging van 15-20%, terwijl in Q3 doorgaans een daling van ongeveer 20% optreedt. Dit resulteert in een gemiddelde groei van 4,7% sinds Q1-22.
- Sinds Q3-23 is Invest-NL goed in staat snel de pijplijn weer te laten groeien.

Themavertegenwoordiging

- Invest-NL is in staat geweest om een goede balans te houden met betrekking tot de verschillende thema's.
- Hoewel de vertegenwoordiging per thema fluctueert, blijft Invest-NL nieuwe leads genereren in de verschillende sectoren. Hierdoor blijft de groeipotentie behouden, ondanks de wisselende groei in commitments over de kwartalen per thema.

Herziening van het investeringsproces

- In het oude investeringsproces was gemiddeld 70% van de leads door het Steering Committee goedgekeurd, als zijnde binnen de scope van Invest-NL ('Prospect'), met 5% van de leads in de 'Signing' fase en 25% actief opgepakt in de verschillende due diligence fases.
- Sinds Q4-23 is het investeringsproces herzien van zes naar vijf fases voor meer efficiëntie. De nieuwe classificatie omvat: Intake (voorheen Prospect fase), Quickscan (voorheen First Capital Analysis), Impact & Investment Assessment (samengevoegd Engagement en Team fase), CDD (Investment Committee en deels Team fase) en Signing.
- Opmerkelijk is dat het aandeel van investeringen niet in de Signing of Intake fase, is gestegen van 25,3% naar gemiddeld 44,7% in Q4-23 en Q1-24, hetgeen mogelijk voor hogere lead conversie kan zorgen.

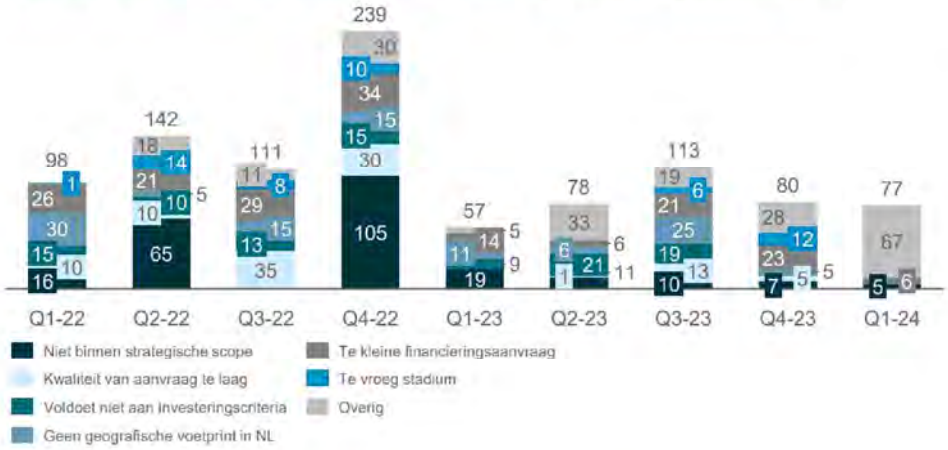
__Opmerking:__ De data is gebaseerd op financieringsaanvragen (in €) en de conversie zoals geclassificeerd in de pijplijn per kwartaal; de toegekende commitments zijn niet beschikbaar per kwartaal en lead voor 2022.

Aanvullende Analyses – Omvang Financieringsuitdaging

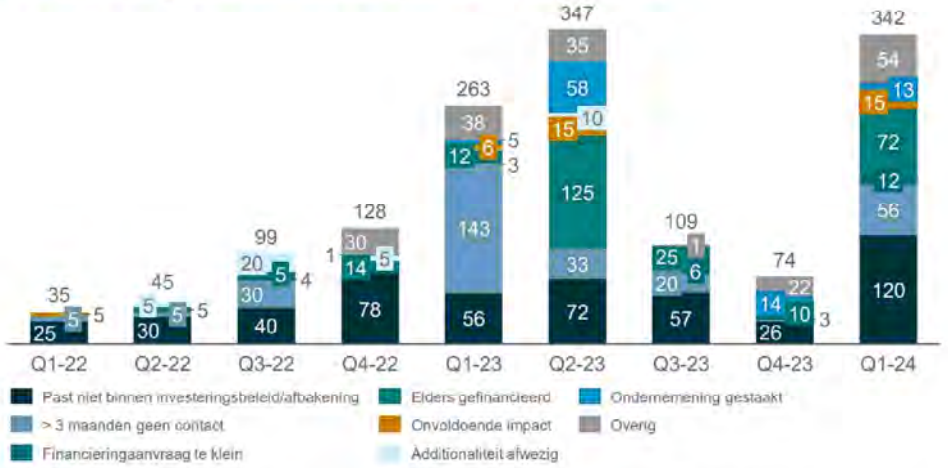
FINAAL

II. Groeistrategie – Leadkwalificatie

Verloop van gediskwalificeerde leads door de Steering Committee (€m)



Verloop van gediskwalificeerde leads in de pijplijn (€m)



Opmerking: *De data is gebaseerd op financieringsaanvragen (in €) en de conversie zoals geclassificeerd in de pijplijn per kwartaal; de toegekende commitments zijn niet beschikbaar per kwartaal en lead voor 2022.*

Afwijzingen

- Wanneer leads binnenkomen, worden deze eerst door het Steering Committee beoordeeld op diverse investeringscriteria. Alleen goedgekeurde leads komen in de pijplijn voor verder (diepgaand) onderzoek.
- Na goedkeuring komen deze leads in de pijplijn als '*prospects*' of 'Intake' in de nieuwe investeringsclassificatie. Gedurende dit proces kunnen leads worden gediskwalificeerd als 'inactief' (mogelijk geschikt op later moment) of 'afgesloten' als de investering niet voldoet aan de Invest-NL criteria.

Observaties

- In de periode van Q1-22 tot Q4-22 steeg het aantal afgewezen leads door de SteerCo al voordat ze in de pijplijn konden komen. Dit duidt erop dat er leads met onvoldoende mogelijkheden waren, om actief in de pijplijn te worden opgenomen en door het team grondiger te worden beoordeeld. Sinds begin 2023 is dit echter sterk afgenomen. In Q4-23 en Q1-24 was het aantal afgewezen leads het laagst sinds Q1-22.
- In de periode Q1-22 tot Q4-22 werd er gemiddeld €148m aan leads per kwartaal afgekeurd. Dit nam dit sterk af tot €81m in de periode Q1-23 tot Q1-24. Hierbij is niet voor elke lead een financieringswaarde opgenomen.
- Afwijzingen in de pijplijn (dus ná goedkeuring van de SteerCo) waren in Q2-23 het hoogst, voornamelijk door slechts drie leads waarbij €125m elders gefinancierd is. Van het deel dat niet binnen het investeringsbeleid of de afbakening valt, is een derde (€39,5m) te wijten aan het feit dat er in Q1-24 geen goede co-investeerders gevonden konden worden, en verder was ook €72m elders gefinancierd. Hieruit blijkt dat afkeuringen ook door externe factoren worden beïnvloed.
- Het aandeel leads dat niet in fase van intake of ondertekening zit, is gestegen van 25% naar gemiddeld 45% in Q4-23 en Q1-24, als gevolg van de introductie van een efficiënter investeringsproces. Dit toont aan dat de mogelijke conversie van de leads verbeterd lijkt, wat wordt onderschreven door de daling van het gemiddeld aantal afwijzingen door de SteerCo. Naarmate de commerciële organisatie volwassener wordt, neemt het aantal afwijzingen in eerdere fases van het investeringsproces af. De dealteams zijn beter in staat om kansen die tot investering leiden te vinden, waardoor er minder leads uit de funnel vallen. We hebben geen inzicht of men minder selectief is geworden als organisatie en of de uiteindelijke kwaliteit van de individuele proposities van minder een niveau is
- Invest-NL houdt momenteel geen consistente gegevens bij over de totale leads en het verloop van deze leads in de afwijzingen in de SteerCo en de opvolgende pijplijn. Hierdoor kan het verloop niet goed worden bepaald. Het is mogelijk dat het CRM-systeem, dat gepland staat om geïmplementeerd te worden (precieze datum onbekend), hierbij goede ondersteuning kan bieden.

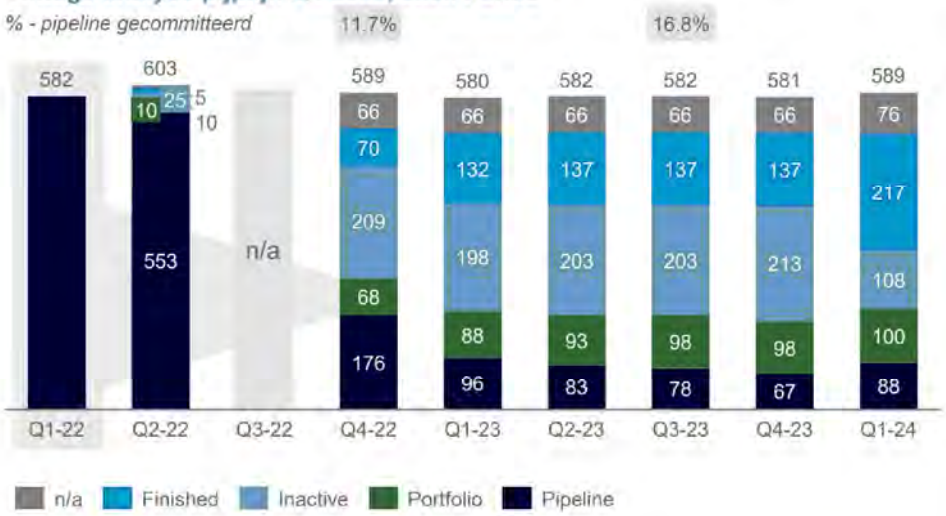
Aanvullende Analyses – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

II. Groeistrategie – Groeirealisatie

Vintage analyse pijplijn Q1 2022, excl. Funds

% - pipeline gecommitteerd



Observaties pijplijnwaarde per thema (excl. Funds)

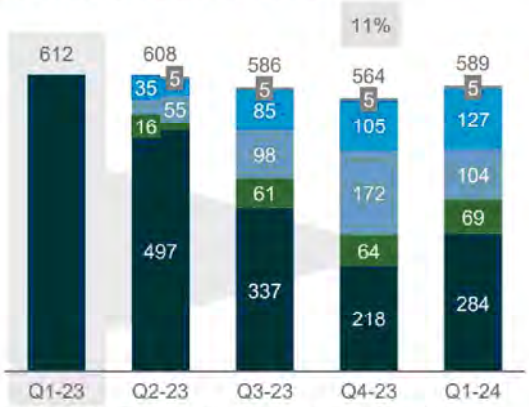
- Van de Q1-22 pijplijn ter waarde van €582m, werd €68m (11.7%) geïnvesteerd in Q2-Q4 2022 en nog eens €30m (16.8%) in Q1-Q3 2023. De Q1-23 pijplijn, exclusief Q1-22 leads, toont een vergelijkbare conversie van 10.6% (€64m) in de eerste drie kwartalen.
- Een groter deel van de Q4-23 pijplijn is nog actief, waardoor een hogere conversie (gemiddeld 11%) in de komende drie kwartalen wordt verwacht, leidend tot commitments in FY24.
- Inclusief Funds is er een hebben een hogere conversie van c.19%.
- Voor de Q1-24 pijplijn verwacht A&M een conversie van 15% door een sterkere pijplijn met meer geavanceerde opportunities.

Observaties vervolg-investeringen

- De vervolg-investeringen moeten vaak snel gecommitteerd worden, wat blijkt uit de commitments zoals de SeaQurrent (€1.2m) financiering en Effect Photonics D Round (€10m) financiering die in de pijplijn kwamen in Q4-23 en in Q1-24 al in de portfolio waren opgenomen.
- Een groot deel (c.60%) van de nieuwe commitments in Q1-24 betreft vervolg-financieringen, wat de totale commitments sterk dreef. Daarentegen is de pijplijn aan vervolg-investeringen sterk afgenomen, van €92m in Q2-22 tot €8m in Q1-24.

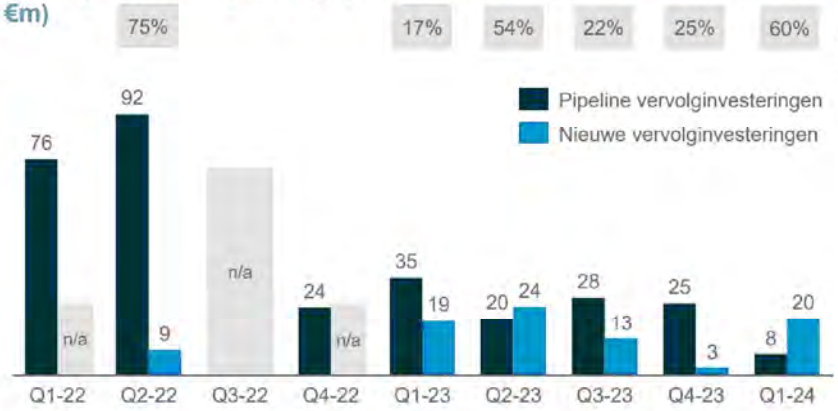
Vintage analyse pijplijn Q1 2023, excl. 2022 Q1 leads & Funds

% - pipeline gecommitteerd



Vervolg-investeringen, pijplijn & nieuwe bruto commitments excl. exits (in €m)

% - totale commitment per kwartaal



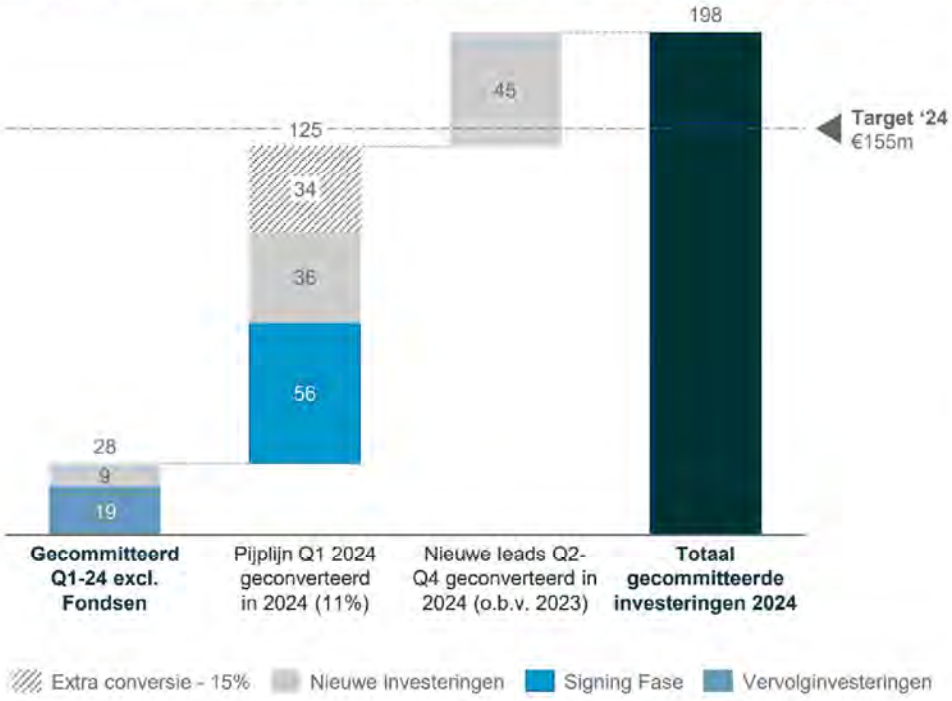
Opmerking: *De data is gebaseerd op financieringsaanvragen (in €) en de conversie zoals geclassificeerd in de pijplijn per kwartaal; de toegekende commitments zijn niet beschikbaar per kwartaal en lead voor 2022.*

Aanvullende Analyses – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

II. Groeistrategie – Groeipotentie

Prognose bruto directe investeringen in 2024 – Bottom-up scenario (€m)



Prognose 2024

- Voor 2024 is de target vastgesteld op €45m aan vervolg- en €110m aan nieuwe investeringen, hetgeen resulteert in een totaal van €155m aan commitments (excl. fondsinvesteringen).
- Voor de doelstelling van €45m aan vervolg-investeringen vormt het deel dat al in Q1-24 is gecommitteerd, €18.7m (42% van de doelstelling), een solide basis. Hoewel er slechts €8.3m aan vervolg-investeringen in de pijplijn zit, blijkt dat nieuwe leads snel gecommitteerd kunnen worden, zoals de €10m DeepTech investering in Q1-24 die niet in de Q4-23 pijplijn zat.
- Op basis van de vintage-analyse van Q1-22 en Q1-23 is het conversiepercentage voor directe investeringen 10,5-12%. Met een pijplijn van €831m in Q1-24 (excl. fondsen) kan bij 11% conversie ongeveer €92m worden gecommitteerd. Door groeiende portfolio-investeringen en een beter leadpotentieel gaan we uit van een 15% conversie, hetgeen €125m aan directe commitments oplevert, ondersteund door €55.5m aan leads in de *'Signing & Closing'* fase in Q1-24.
- In 2023 betrof gemiddeld 37,6% van de totale pijplijn in Q2 en Q3 nieuwe leads die niet in de pijplijn van Q1 2023 aanwezig waren, waarvan 13,3% een investering was. Met een vergelijkbare seizoen gebondenheid en een groei van ongeveer 3,6% van de verandering in pijplijnleads van Q1-Q4 in 2022 en 2023, hebben we een voorspelling gemaakt voor 2024. Vergeleken met Q1-22-Q4-23 zal de gemiddelde pijplijn voor Q2-Q3 in 2024 €898m zijn, en met een vergelijkbare conversie kan een schatting van €45,2m worden gerealiseerd.
- Om deze bottom-up benadering te bevestigen, hebben we ook een top-down methode onderzocht. We zagen dat van de gemiddelde pijplijn van Q2-22 t/m Q1-23, 34.4% werd omgezet in investeringen in 2023. Door dit percentage toe te passen op de pijplijn van Q2-23 t/m Q1-24, schatten we de totale commitments op €252m. Daarbij moeten we opmerken dat de commitments in Q1-23 met €114m veel hoger waren dan de €28m in Q1-24, op basis van een lagere pijplijnwaarde.
- Op basis van de conversieanalyse gaan wij uit van een bedrag aan directe commitments van c.€200m in FY24.
- Gegeven de onzekerheid houden we in dit soort analyses normaliter een bandbreedte aan van +/- 25% (dit is een hoger % dan we aanhouden voor *debt commitments*). Daarmee schat A&M in dat het kapitaal dat direct gecommitteerd wordt in FY24 tussen de €150m en €250m zal liggen.

Opmerking: *De data is gebaseerd op financieringsaanvragen (in €) en de conversie zoals geclassificeerd in de pijplijn per kwartaal; de toegekende commitments zijn niet beschikbaar per kwartaal en lead voor 2022.*

Aanvullende Analyses – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

II. Groeistrategie – Haalbaarheid Prognose 2024-2026

Product		FY23	FY24	FY25	FY26	A&M view op haalbaarheid	Commentaar
Direct	Nieuwe investeringen	€151m	€110m	€125m	€140m	●	• Het huidige selectieproces met de hogere conversie van leads vormen een solide basis voor verdere groei in commiteringen. Invest-NL is in staat om kansen met een betere conversie te vinden, waardoor er minder leads uit de funnel vallen en een grotere pijplijn aan directe leads ontstaat. • De prognose van Invest-NL lijkt conservatief, op basis van de pijplijnanalyse lijkt het mogelijk jaarlijks €10-20m meer te committeren.
	Vervolg investeringen	€81m	€45m	€125m	€140m	◔	• Een continuering van de huidige run-rate in FY24 zal leiden tot een FY24 niveau van €80m aan commitments • Doelstellingen voor 2025 en 2026 lijken te optimistisch; wij houden een stijging van €15-20m per jaar aan o.b.v. het huidige % van vervolg-investeringen op de directe portefeuille
	Totaal	€232m	€155m	€250m	€280m	●	• Onze inschatting is dat de directe commiteringen in FY24 hoger zullen liggen, c.€200m. Daarna is onze inschatting dat de commiteringen in FY25 en FY26 lager zullen liggen dan in de Invest-NL prognose – het totaal aan commiteringen over FY24-26 zullen ongeveer op hetzelfde niveau uitkomen
Indirect ('Funds')		€40m	€55m	€60m	€65m	●	• De uitbreiding van het Indirect team zorgt voor meer middelen. Dit, samen met het feit dat in Q3 22-Q2 23 een groot aantal fund leads (200-280m) werd gegenereerd en dat de conversie significant hoger lag voor funds, geeft vertrouwen dat de target behaald kan worden, ook nu de doelstelling nauwelijks toeneemt in 2025 en 2026.
Blendend Finance		n/a	n/a	€50m	€50m	n.q.	• Met additioneel kapitaal is Invest-NL voornemens haar productaanbod uit te breiden om haar klanten breder te bedienen; belangrijk hierin wordt *blended finance* waarbij subsidie-instrumenten worden gemixt met revolverende middelen • *Blended finance* (inclusief *Project Finance*) is een belangrijk product waar veel vraag naar is in het kader van de energietransitie, circulair en biobased. De eerste commiteringen worden verwacht in FY25, wat de commerciële organisatie tijd geeft om opportunities te *sourcen*.
Institutioneel		n/a	n/a	€100m	€100m	n.q.	• Dit betreft het samen optrekken met pensioenfondsen. We kunnen het succes hiervan beperkt inschatten

FINAAL

2. Volwassenheid Organisatie

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

FINAAL

II. Return – revolverendheid – Investeringsproces (1/2)

Introductie

- In afstemming met Invest-NL hebben wij het investeringsproces nader bekeken op basis van een beperkte selectie van negen directe en drie indirecte investeringen, uit de totale portefeuille van 63 directe en indirecte investeringen.
- Hierbij hebben wij gekeken naar de toepassing van het beleid (o.a. rating & pricing; investeringsbeleid, waarderingsproces en beleid intern beheer).
- Goedkeuringsproces investeringsaanvraag
- Een propositie wordt alleen ingebracht als het teamhoofd van het thema team comfortabel is met de aanvraag.
- Voor het IC wordt een investment memo gemaakt dat o.a. voorzien wordt van een advies door riskmanagement en van legal. Hierin wordt o.a. de business case inclusief forecast en een Invest-NL case (conservatiever); het te verwachten rendement op b.v. *exit multiples* en de verschillende voorwaarden zoals additionaliteit; staatssteun, KYC, ESG toegelicht.
- Het IC bestaat uit de directie van Invest-NL en de directeur capital. Voor het DTF bestaat het IC uit externe personen met tech en investeringservaring.
- Voor de bekeken aanvragen zien we dat o.a. de business case met een conservatievere Invest-NL case en de aanvraag goed zijn onderbouwd, er een risk management advies is en de notulen van het IC uitgebreid en gebalanceerd zijn.
- Invest-NL zou bij de initiële directe investering meer naar de samenstelling van de aandeelhoudersstructuur kunnen kijken en naar de *firepower*. Er is daarnaast een groot verschil tussen het in een nieuwe ronde participeren met alleen bestaande aandeelhouders of dat er ook nieuwe investeerders toetreden. Belangen lopen immers niet altijd parallel en daar kan Invest-NL meer aandacht aan geven ook vanuit het addtionaliteitsperspectief en de structurering (b.v. hogere liquidatiepreferentie).

Additionaliteit

- Additionaliteit aantonen blijkt een uitdaging, zeker gezien de vele parameters waarop een structuur voor de markt (en nieuwe investeerders) mogelijk aantrekkelijker te maken is. Aandeelhouders van eerdere rondes hebben in het algemeen baat bij het vasthouden aan een bepaalde waardering en het behouden van control. Dit leidt dat er potentieel tegen een te hoge waardering wordt ingestapt wat het uiteindelijke rendementspotentieel zal verlagen. In een situatie waar beperkt / geen nieuwe investeerders toetreden moet Invest-NL zich realiseren dat ze een rol kan spelen maar dit waarschijnlijk tegen een te hoge waardering, in een suboptimale structuur of in een (te) uitdagende business case is.
- Voor de indirecte investeringen wordt additionaliteit verklaard door het geselecteerde impact fondsen te helpen in de fondsenwerving, de eventuele mogelijkheid om als co-investeerder met directe investeringen te kunnen doen en toegang te hebben tot specifieke kennis.
- Additionaliteit wordt bij vervolg-investeringen door Invest-NL vooral verklaard vanuit de bescherming van het bestaande belang. Alternatieven voor funding of toetreding van nieuwe investeerders worden beperkt onderzocht mede ook vanwege tijdsdruk / liquiditeitsdruk bij een investering

Vervolg-investeringen

- Eventuele vervolg-investeringen zijn inherent aan het investeren van Venture Capital. Deze aanvragen volgen het IC proces zoals onder A beschreven. Events in de verschillende fasen van de ontwikkeling van een startup naar positieve cash flows zijn onlosmakelijk verbonden aan het doen van dergelijke investeringen met zogenaamde hoge "*cash burn*" en beperkte *runway*.

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

FINAAL

II. Return – revolverendheid – Investeringsproces (2/2)

vervolg-investeringen (vervolg)

- Alhoewel Invest-NL zelf hanteert dat er bij aanvang van een investering in een nieuwe onderneming minimaal 18 maanden runway zou moeten zijn blijkt in de praktijk dat bij de door ons bekeken directe investeringen deze bij acht van de negen cases eerder cash nodig hadden dan initieel gepland door uiteenlopende oorzaken (technische en/of operationele tegenvallers; wegvallen van de markt; wegvallen van een deel van investeringsappetite). In alle negen gevallen is retrospectief vast te stellen dat de Invest-NL case op het moment van de initiële investering niet conservatief genoeg is gebleken. Dit zal in de meeste gevallen leiden tot eerdere / additionele nieuwe investeringsrondes, vertraging in de ontwikkeling van de onderneming en impact op de waarderingen en het uiteindelijk te realiseren rendement.
- Invest-NL heeft bij de door ons onderzochte investeringen in het merendeel van de new money rondes meegedaan (21 van de 23). Invest-NL doet in de meeste gevallen meer dan haar pro-rata investering (18 waarvan bij 5, 50% of meer). Invest-NL kan meer aandacht besteden aan de reden waarom zij in vervolgrondes een groter deel van het ticket zou moeten doen en of daar geen alternatieven voor zijn. Stakeholders zouden de indruk kunnen krijgen dat Invest-NL een partij is welke eerder bereid is dan andere partijen om een disproportioneel deel van additionele funding te verstrekken.
- Er zou naar meer alternatieven voor toetreden nieuwe aandeelhouders (tegen b.v. andere waarderingen) gekeken kunnen worden als men beduidend meer dan pro-rata in een vervolgronde doet ook als dit tegen een significant lagere waardering zou moeten plaatsvinden en indien nodig met andere structuren. Duidelijke verbetering van Invest-NL's positie met een significant hogere liquiditeitspreferentie zou daarbij kunnen helpen.
- Retrospectief vaststellen wat anders is gegaan t.o.v. de Invest-NL case maar ook naar de toekomst toe per casus expliciet afwegen om niet verder te investeren, zou meer aandacht kunnen krijgen.
- Het niet wisselen van een deal-team en/of het niet involveren van meer specifieke kennis van probleeminvesteringen zou tot suboptimale oplossingen voor Invest-NL en mogelijk de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt kunnen leiden.

Revisie / waardering

- Driemaal per jaar vindt er per investering een revisie met waardering plaats en de leningen volgen het IFRS-9 *staging* proces waarbij per individuele leningen het *Expected Credit Loss* wordt vastgesteld.
- Over het algemeen worden waarderingen voor 18 maanden na de investering (mits geen materiele negatieve omstandigheden) op nominaal geïnvesteerd vermogen gehouden.
- Bij vervolg-rondes met dezelfde partijen wordt over het algemeen de eerdere waardering met de nieuwe ronde erbij opgeteld, gehanteerd. Hier zou men vraagtekens bij kunnen zetten omdat indien eerdere aannames mogelijk niet zijn uitgekomen en (eerder) *funding* nodig is, die juist (een potentieel negatieve) impact zou kunnen hebben op de eerdere waardering.
- Indien er wel een nieuwe partij op een hogere waardering instapt hebben wij geconstateerd dat Invest-NL deze waardering niet per se overneemt maar kijkt naar het niveau waarop men zelf is ingestapt. Invest-NL hanteert eigen aannames omtrent waarde.
- Wij hebben twee uitgewerkte onderbouwingen van waarderingen via het "PWERM" model ontvangen. Dit laatste model werkt o.a. met scenario's en geeft op de bekeken investeringen een goed beeld hoe Invest-NL de waarde aanpast.
  - Bij probleeminvesteringen wordt er maandelijks een update richting risk management gestuurd.
- Voor de indirecte investeringen wordt hetzelfde revisieproces gevolgd en vertrouwd op de rapportage en waardering van de fundmanager.

Exits

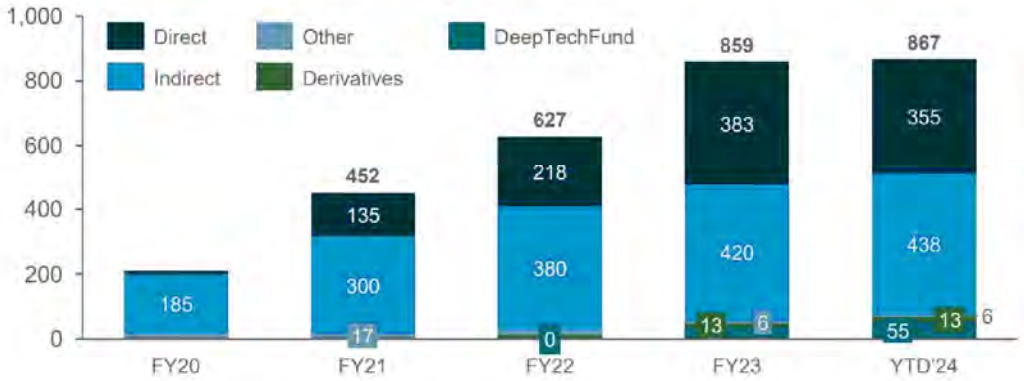
- Er heeft terugbetaling en *cancellation* van een brugfinanciering van €65m plaatsgevonden en er is een *equity underwrite* van €10m verstrekt welke succesvol is geplaatst. Verder zijn de exits waarbij Invest-NL haar investering terug heeft gekregen beperkt.

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

FINAAL

II. Return – revolverendheid – Portefeuille Overzicht (1/7)

Portefeuille – Gecommitteerd kapitaal (€m)



Portefeuille – Aantal commitments (#)

Portefeuille Overzicht

- Het doel van Invest-NL is om innovatieve bedrijven met impact te ondersteunen om middels een kapitaalinjectie naar een volgende fase te groeien. Invest-NL investeert waar de markt dat niet of niet volledig doet. Hierdoor staat Invest-NL open voor investeringen met een (zeer) hoog risico- en / of rendementsprofiel.
- De investeringsportefeuille kan worden onderverdeeld in directe en indirecte (fonds) investeringen. Bij iedere aanvraag wordt, naast een beoordeling van de specifieke business case, gecontroleerd op onder meer de additionaliteit, staatssteun, ESG, KYC en verschillende andere criteria.

Directe investeringen

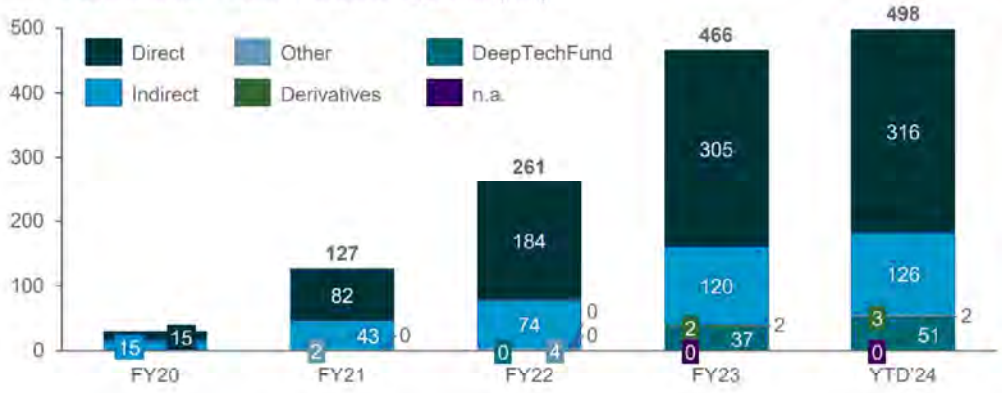
- Invest-NL verstrekt kapitaal aan Nederlandse startup ondernemingen actief in vijf sectoren, onder het motto: "financierbaar maken wat niet financierbaar lijkt".
- De bedrijven zijn vooral in *early-stage / startup* fase van ontwikkeling waarbij in veel gevallen geen of beperkt omzet wordt gerealiseerd, technische en / of commerciële mijlpalen nog moeten worden behaald en waar sprake is van significante investeringen om de gewenste marktpositie te bereiken.
- Gezien de significante (financiële) risico's is het voor deze bedrijven lastig / onmogelijk om kapitaal / liquiditeit aan te trekken om naar een volgende fase te groeien. Deze vorm van (durf-) investeren classificeert daarmee ook als hoog risico. Het merendeel van de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt, zal niet succesvol zijn en zal in veel gevallen leiden tot een gedeeltelijke, dan wel volledige afboeking van de investering. Het vereiste rendement zal gerealiseerd moeten worden op een enkel succesvol bedrijf.
- Invest-NL investeert middels aandeelhouderskapitaal, converteerbare leningen, brugfinancieringen en lang termijn financiering (bijvoorbeeld project-gerelateerd). Invest-NL opereert in de regel niet als "*lead investor*" maar als co-investeerder.
  - Van de directe investeringen is 55% equity; 25% converteerbare obligatie en 20% of als een lening geclassificeerd.
  - Per Apr24 is 89% van de commitments geïnvesteerd. Gezien de '*burn-rate*' van deze bedrijven wordt het gecommitteerde geld logischerwijs meteen aangewend.
  - Een deel van de nog niet geïnvesteerde commitments is gerelateerd aan nog te behalen mijlpalen in de ontwikkelingsfase van de onderneming. De verwachtingen m.b.t. de exit liggen over het algemeen tussen de 8-12 jaar voor equity en tussen 4-6 jaar voor leningen.

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

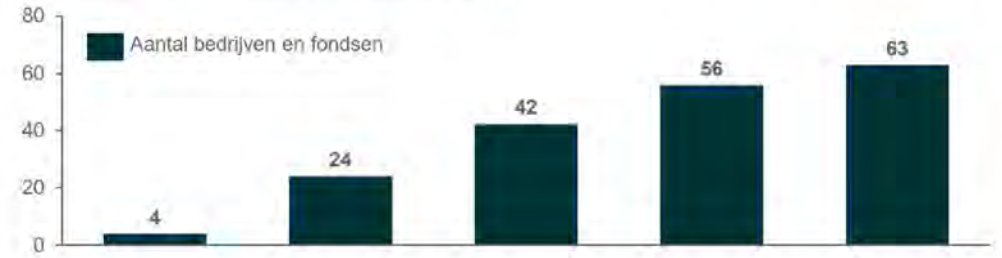
FINAAL

II. Return – revolverendheid – Portefeuille Overzicht (2/7)

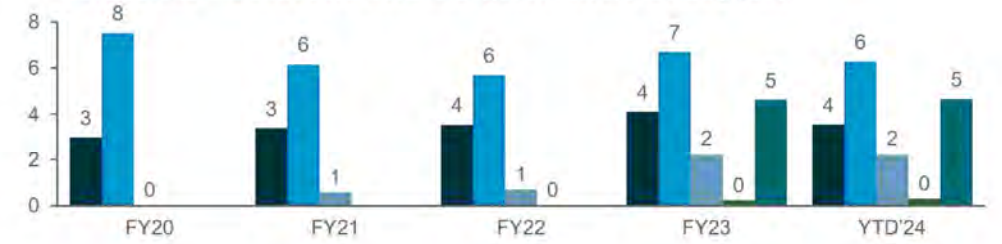
Portefeuille – Geïnvesteerd kapitaal (€m)



Portefeuille – Aantal investeringen (#)



Portefeuille – Gemiddeld nominaal geïnvesteerd bedrag (€m)



Indirecte investeringen

- Indirecte investeringen betreft het participeren in fondsen. De externe fund manager selecteert zelf de investeringen, neemt het investeringsbesluit en beheert de portefeuille. In dit geval eist Invest-NL dat minimaal het dubbele van het door haar gealloceerde bedrag wordt geïnvesteerd in Nederlandse startups.
- Naast dat Invest-NL vaak optreedt als aanjager in de fondsenwerving wordt door het participeren in verschillende fondsen de kennis bij Invest-NL verbreed. Hierdoor ontstaat eerder de mogelijkheid om ook direct te investeren.
  - Een voorbeeld hiervan is Innovation Industries waar Invest-NL in 2 fondsen participeert. Er is bij 8 portefeuillebedrijven van Innovation Industries via direct geïnvesteerd door Invest-NL. Er is meestal op andere momenten ingestapt.
- In YTD24 heeft Invest-NL €126m van de totale commitments van €438m geïnvesteerd (29%). De fondsen investeren doorgaans voor een periode van vijf jaar met het oog op een exit tussen de 8 en 12 jaar.
- Aangezien er op dag 1 meestal nog geen investeringen zijn gedaan, is het logisch dat het geïnvesteerde kapitaal beperkt is t.o.v. het gecommitteerde kapitaal. Het afroepen van de commitments verloopt normaalgesproken volgens een 'J-curve', hetgeen inhoudt dat de commitments tijdens de eerste jaren van de investment periode worden afgeroepen.
- De grootste fondsen betreffen
  - het DeepTech Fonds (opgericht in 2022) met een streefbedrag van €250m (EZK €175m en Invest-NL €75m) met een apart statuut en extern investment committee voor directe investeringen.
  - het €150m Dutch Future Fund gemanaged door EIF voor fondsinvesteringen; en
  - het Dutch Alternative Credit Instrument van €200m wat een samenwerking is tussen EIF (€100m commitment); EZK en Invest-NL (ieder €50m commitment).

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

FINAAL

II. Return – revolverendheid – Portefeuille Overzicht (3/7)

Type commitments – Apr24

Status commitments – Apr24

Thema van commitments – Apr24

Status investeringen – Apr24

Investeringstype

- Invest-NL voorziet bedrijven van financiering d.m.v. verschillende producten. Op het moment zijn fondsinvesteringen het grootste deel van de commitments. Het directe gedeelte is verspreid over equity, (converteerbare) leningen en warrants.

Ontwikkelingsfase onderneming

- Bij een aanvraag hanteert men de TLR classificatie voor de fase van 'maturity' van de startup en mede op basis hiervan worden eisen aan rendement gesteld. Dit is momenteel (nog) niet mogelijk. Voor het portefeuillebeheer is het periodiek bijhouden van de "TLR" migratie van belang om de ontwikkeling bij de investeringen te kunnen monitoren, beter inzicht te krijgen in toekomstige exit mogelijkheden en timing daarvan, en uiteraard ook op de kwaliteitsontwikkeling van de portefeuille in geheel. We zouden Invest-NL adviseren om de fase waarin de onderneming zich bevindt centraal bij te houden.

Investeringsthema's

- Invest-NL focust zich in de investeringen die zij doen op vijf hoofdthema's: Life Science & Health, DeepTech, Agri-Food, Biobased / Circular en Energy ventures. Deze vijf hoofdthema's zijn gekozen aan de hand van '*sustainable development goals*'. In de huidige portefeuille gaat het grootste gedeelte van de portefeuille naar Biobased / Circular, desalniettemin is de portefeuille redelijk verdeeld over de hoofdthema's. Invest-NL overweegt een zesde hoofdthema toe te voegen vanaf 2024: Water & Biodiversiteit.

Status investeringen

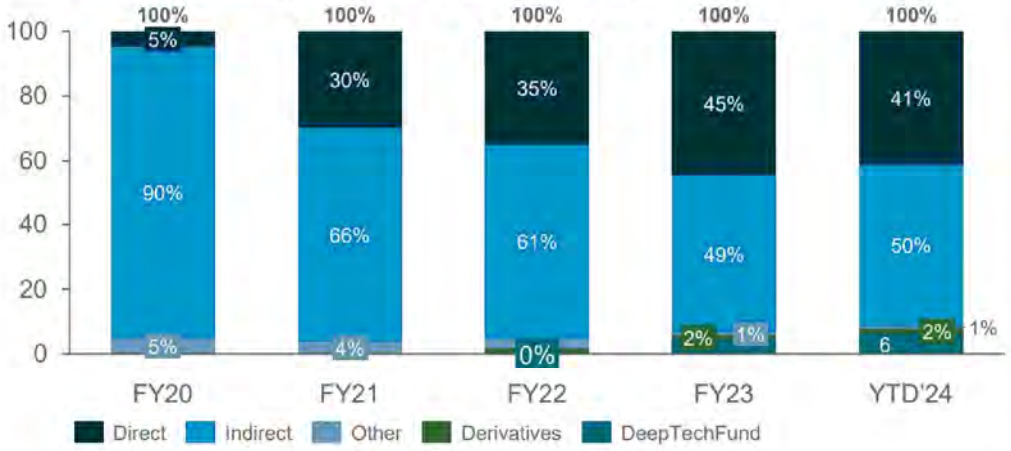
- Van het totale geïnvesteerde kapitaal in directe investeringen wordt bijgehouden of de onderneming "on target" is; oftewel voldoende *runway* en voortgang in de ontwikkeling; "*behind*": te weinig *runway* en/of voortgang en een aparte categorie "probleeminvestering" waar een waardedaling van 20% en/of een afboeking van minimaal €1m is genomen.
- Van de totale geïnvesteerde portefeuille is c.25% geclassificeerd als een probleem investering en c.31% *behind* en/of probleem investering. Van de directe investeringen is meer dan 40% een probleeminvestering of *behind*. Dit kan als een hoog percentage gezien worden maar hoort bij het risico van VC investeringen. 12 (25%) van de 47 bedrijven waar geïnvesteerd is betreft een probleeminvestering. Hiermee zou geïmpliceerd kunnen worden dat Invest-NL relatief meer exposure / vervolg-investeringen verstrekt aan bedrijven met (uiteindelijk) tegenvallende ontwikkelingen.

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

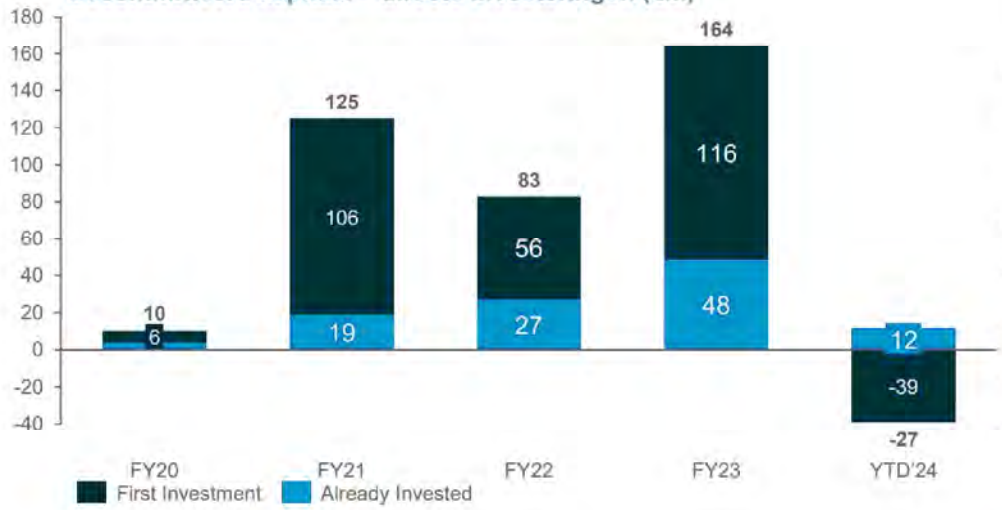
FINAAL

II. Return – revolverendheid – Portefeuille Overzicht (4/7)

Gecommitteerd kapitaal – totale portefeuille (%)



Gecommitteerd kapitaal – directe investeringen (€m)



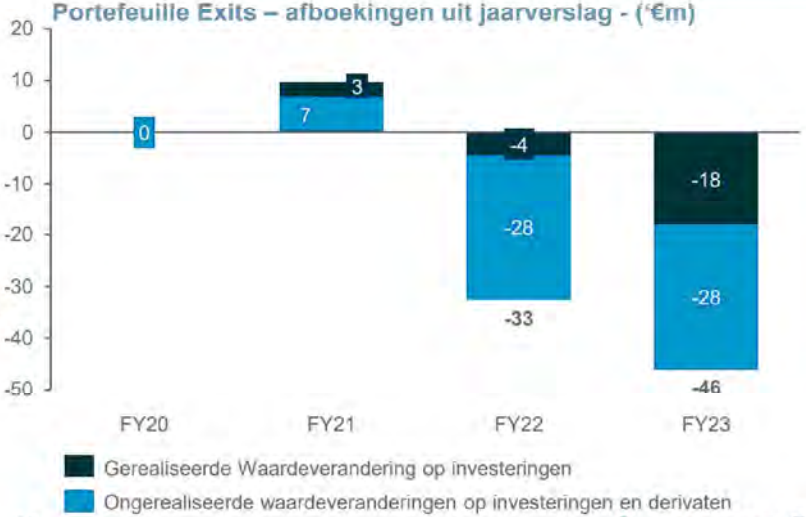
Gecommitteerd kapitaal

- De groei van de portefeuille heeft zich initieel gericht op indirecte investeringen. De focus ligt nu meer op directe investeringen. Het streven is om uiteindelijk 70% van het uitstaande kapitaal aan directe en 30% aan indirecte investeringen te alloceren.
- Zichtbaar is dat de investeringen in de bedrijven waarin al eerder is geïnvesteerd per jaar toenemen, hetgeen een logisch gevolg is van de soort investeringen die Invest-NL doet. Wij verwachten dat de vraag naar vervolg-investeringen verder zal toenemen bij verdere groei van de portefeuille.
- Van de directe investeringen betreft het c.40% op basis van totale investering en c.20% van het aantal bedrijven waarin geïnvesteerd is.

Portefeuille Exits

- Op de gedane exits voor directe equity investeringen is niet / nauwelijks waardestijging gerealiseerd. Dit is, mede gezien de opbouw van de portefeuille en de lange investeringshorizon logisch. De exits met gerealiseerde waardeverandering betreft een faillissement in 2023. Begin 2024 is een netto €48m ongetrokken commitment gecanceld met een daling in commitments / exits tot gevolg
- Wij hebben bij de geselecteerde bedrijven die wij hebben bekeken gezien dat sommige investeringsproposities (leningen) een geplande exit zouden moeten van 2-6 jaar.

Portefeuille Exits – afboekingen uit jaarverslag - ('€m)



Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

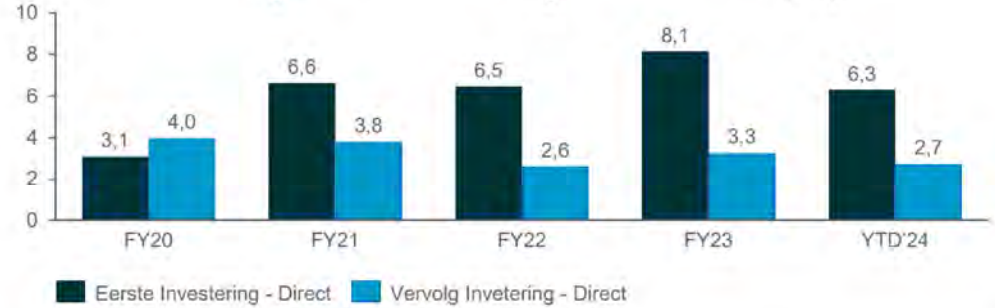
FINAAL

II. Return – revolverendheid – Portefeuille Overzicht (5/7)

Directe investeringen – Eerste vs. Vervolg (€m)

Directe Investeringen – Eerste vs. Vervolg (%)

Directe Investeringen – Eerste vs. Vervolg – Gem. Ticketsize (€m)



Introductie

- Eventuele vervolg-investeringen zijn inherent aan het investeren in Venture Capital.
- De groeiende portefeuille van directe investeringen zal leiden tot een groei van vervolg-investeringen. Wanneer Invest-NL niet zou kunnen investeren in vervolg-investeringen, kan dit een negatieve impact hebben op de verdere ontwikkeling en levensvatbaarheid van de eerdere investeringen, en dus op de portefeuille van Invest-NL
- Additionaliteit wordt bij vervolg-investeringen vooral verklaard vanuit de bescherming van het bestaande belang. Alhoewel Invest-NL zelf hanteert dat er bij aanvang van een investering in een nieuwe onderneming minimaal 18 maanden runway zou moeten zijn blijkt in de praktijk dat bij de door ons bekeken directe investeringen deze 8 van de 9 eerder cash nodig hadden, dan initieel gepland door uiteenlopende oorzaken.
- Bij vervolg-rondes met dezelfde partijen wordt over het algemeen de eerdere waardering met de nieuwe ronde erbij opgeteld, gehanteerd.

Observaties

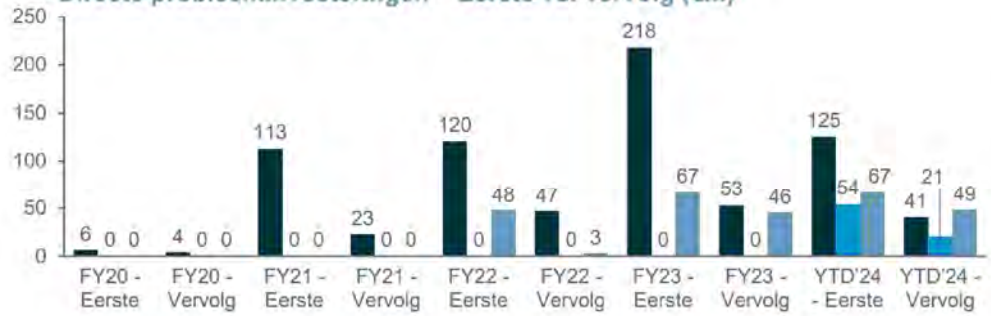
- Na een terugval in FY21, neemt het aandeel van vervolg-investeringen gestaag toe, sinds 2022.
- De gemiddelde ticketsize van een eerste investering is c.€6.5m met een uitschieter in FY23 naar €8.1m, terwijl de gemiddelde ticketsize van een vervolginvestering volatieler blijkt te zijn.

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

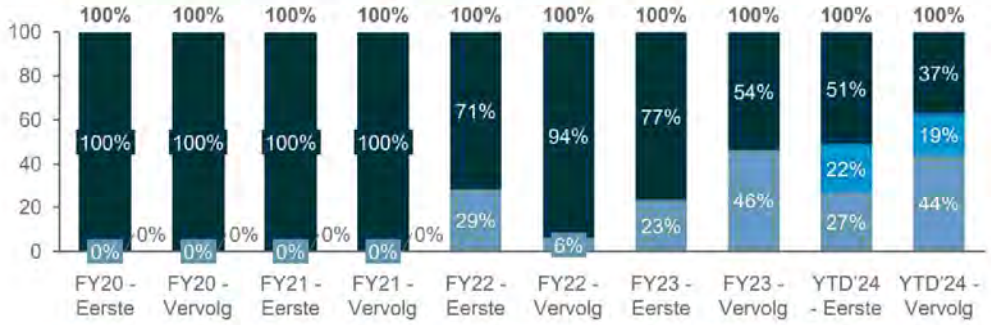
FINAAL

II. Return- revolverendheid – Portefeuille Overzicht (6/7)

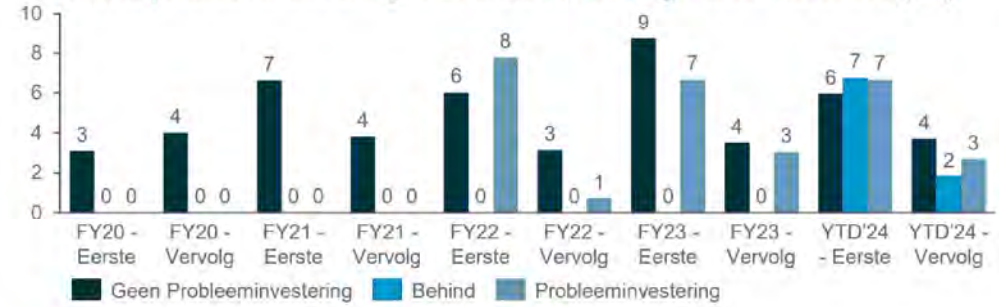
Directe probleeminvesteringen – Eerste vs. Vervolg (€m)[1]



Directe probleeminvesteringen – Eerste vs. Vervolg (%)[1]



Directe probleeminvesteringen – Eerste vs. Vervolg – Gem. Ticketsize (€m)[1]



[1] Geen data beschikbaar over welke investeringen behind zijn voor FY20-FY23

Observaties

- De "*behind*" classificatie op development van de investering hebben we via het portefeuilleoverzicht van april 2024 vastgesteld.
- Door het succesvol herfinancieren buiten Invest-NL om van een specifiek commitment van €65m begin 2024 is het relatief percentage van probleeminvesteringen zowel eerste als vervolg-investeringen in de portefeuille relatief toegenomen
- Bij de opbouw van de portefeuille is het logisch dat er aanvankelijk geen of minimale probleeminvesteringen (volgens de kwalificatie van Invest-NL) zijn en dat dit vervolgens oploopt. Het is lastig te bepalen hoe deze trend zich zou moeten ontwikkelen.
- Er is in YTD 24 cumulatief sprake van een relatief hoog percentage van vervolg-investeringen (in EUR) bij de huidige probleem- en *behind* investeringen (t.o.v. percentage initiële investeringen). Dit duidt erop dat er relatief meer vervolg-investeringen worden gedaan (in EUR) dan goedlopende investeringen.
- In het eigen document met betrekking tot het norm rendement (juni 2022) wordt uiteengezet dat op basis van studies van het EIF c.70% van de investeringen minder dan 0.25x het geïnvesteerde bedrag wordt gerealiseerd bij exit, wat moet worden gecompenseerd met *multiples* van 5-7x op succesvolle investeringen
- We kunnen op basis van de *ticket size* geen echte uitspraken doen of Invest-NL retrospectief grotere initiële (of vervolg) tickets aanvaardt bij investeringen die zich tot probleeminvesteringen ontwikkelen.

Aanbeveling

- We adviseren Invest-NL om periodiek te monitoren of het selectieproces, structurering en beheer van de investeringen in lijn is met de uiteindelijke doelstelling.

Aanvullende Analyses – Volwassenheid Organisatie

FINAAL

II. Return – Revolverendheid – Portefeuille Overzicht (7/7)

Benchmark analyse Return On Equity – Invest-NL Peers

	# of Inv.	FTE	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	Average
InvestNL	**47**	**94**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**(13.0%)**	**1.0%**	**(21.0%)**	**(11.0%)**
BOM	53	83	(29.0%)	2.0%	32.0%	(5.0%)	5.0%	0.0%	(0.1%)	(7.7%)	(2.9%)	3.5%	(0.2%)
NOM	46	74	3.4%	11.3%	3.9%	21.2%	10.0%	1.6%	(8.7%)	7.6%	36.9%	7.6%	9.5%
OOST NL	190	171	(2.3%)	6.9%	(7.3%)	(1.3%)	0.7%	2.7%	(5.0%)	28.0%	(7.0%)	0.7%	1.6%
LIOF	77	71	0.5%	(16.4%)	(13.3%)	3.1%	15.9%	7.7%	1.3%	(6.9%)	1.9%	8.2%	0.2%
Investeringfonds Zeeland	19	34	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(1.7%)	(2.3%)	(1.5%)	(0.5%)	(0.5%)	(1.3%)
Innovation Quarter	72	98	(1.5%)	(1.5%)	(9.8%)	(2.9%)	(2.4%)	(1.8%)	(7.4%)	(2.0%)	(8.3%)	(2.8%)	(4.0%)
Groeifonds Flevoland	48	31	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(1.5%)	(3.9%)	(2.7%)
Rom InWest	n.a.	14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(2.8%)	(2.8%)
Rom Regio Utrecht	20	53	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.1%	0.2%	(2.0%)	(0.6%)
Invest International	n.a.	75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(1.0%)	(5.0%)	(3.0%)
Gemiddelde ROE - ROM's - excl. InvestNL	n.a.	n.a.	(5.8%)	0.5%	1.1%	3.0%	5.8%	1.4%	(3.7%)	2.5%	2.0%	0.3%	0.7%
EPIC BPIFrance[2]	n.a.	2289.0	2.0%	5.0%	3.0%	3.0%	6.1%	1.9%	2.7%	(1.9%)	4.2%	3.0%	2.9%
KfW	n.a.	794.0	2.7%	4.2%	4.1%	3.0%	2.9%	6.1%	4.5%	1.1%	4.2%	3.0%	3.6%
Belgian Growth Fund	15.0	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(7.7%)	(1.3%)	1.0%	2.1%	(1.5%)
Gemiddelde ROE - Internationale Peers	n.a.	n.a.	2.3%	4.6%	3.6%	3.0%	4.5%	4.0%	(0.2%)	(0.7%)	3.1%	2.7%	1.7%

Rendementsverwachting huidige portefeuille

- De benchmark van ROMs (0.7% per jaar lange termijn gemiddelde excl. Invest-NL) en van internationale 'peers' (1.7%) hierboven laten zien dat er beperkte financiële rendementen op het eigen vermogen worden gerealiseerd.
  - We merken op dat de omvang van de ROMs niet te vergelijken is met de internationale peers. Impact maken is een belangrijk onderdeel van hun missie en daarmee (ook deels) verdisconteerd zijn in het getoonde financiële rendement.
- Voor de eigen directe investeringen gebruikt Invest-NL een "Pricing Beleid" gekoppeld aan de ontwikkelingsfase van de onderneming. Men hanteert hiervoor rendements-eisen van 15-45% per jaar op basis van de ontwikkelingsfase / TRL status (5-6: startup tot 9 4e fase VC Exit).
  - Deze hoge rendementseisen per investering zijn noodzakelijk gezien het hoge risicoprofiel van de investeringen. Ook kan niet uitgesloten worden dat op (te) hoge waarderingen wordt ingestapt vanuit het addtionaliteitsperspectief waarmee het uiteindelijke te realiseren rendement daalt.

Rendementsverwachting huidige portefeuille (vervolg)

- Volatiliteit in waarderingen; meerdere new money rondes; tegenvallers en lange exit processen zijn inherent verbonden aan deze vorm van investeren waarbij slechts een beperkt aantal toekomstige exits het uiteindelijke rendement van Invest-NL zal moeten bepalen.
- Voor de indirecte impact fondsen hanteert Invest-NL zelf een netto IRR (na fondsvergoeding van jaarlijks tussen 1-2.5%) eis van 8% en hoger.
  - Een gespreide portefeuille qua ontwikkelingsfase; sector en mede/leadinvesteerders is cruciaal naar de toekomst om meer financiële stabiliteit te creëren. Deze status is gezien de recentelijke opbouw van de portefeuille logischerwijs nog niet bereikt.
  - We menen dat volatiliteit in de financiële resultaten daarom voorlopig zal aanhouden en verwachten dat een beperkte positief financieel rendement op het eigen vermogen (ROE) van tussen de 1-3% gemiddeld jaarlijks over een langere termijn gerekend een goede doelstelling is.

Noot: 1 The # of Investments and the FTE numbers are based on FY22

FINAAL

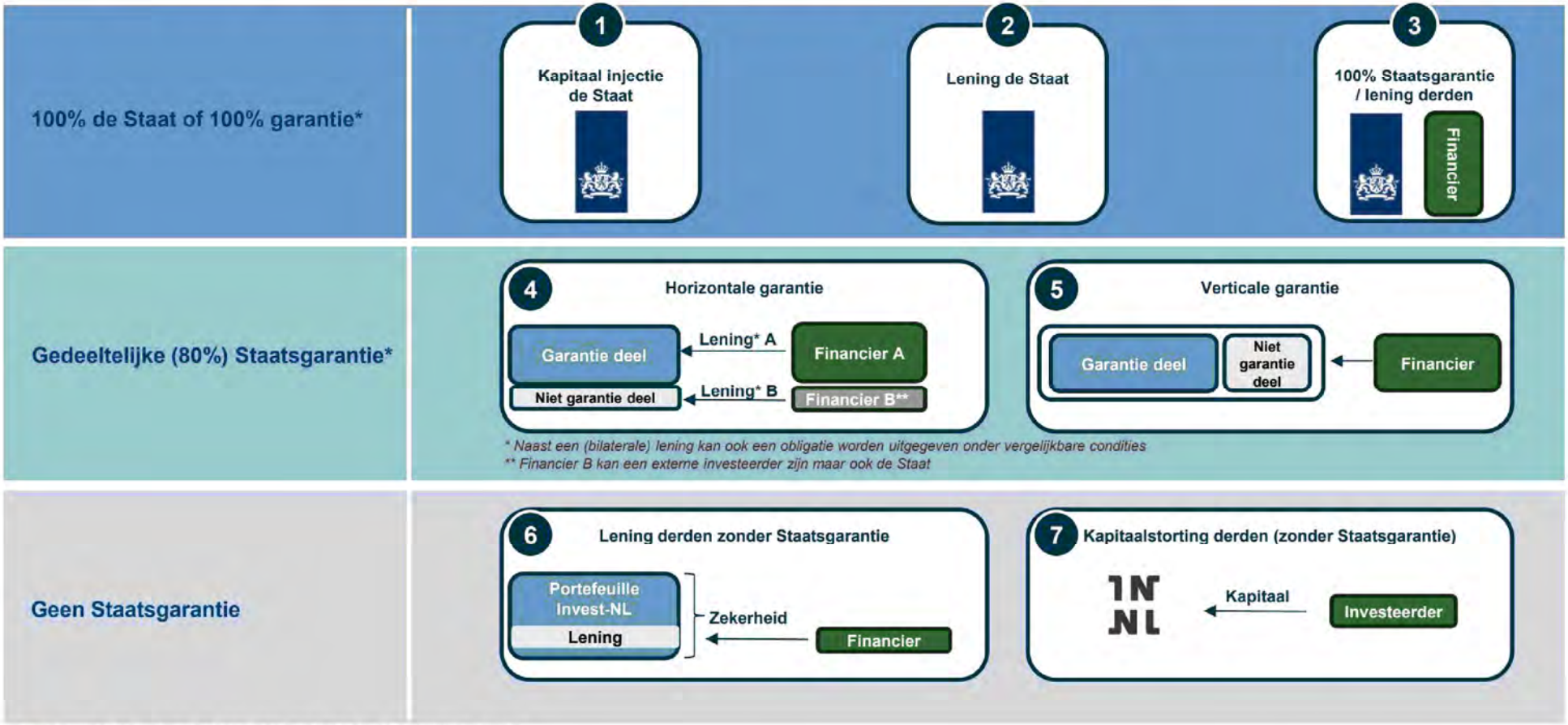
3. Mogelijke Financieringsopties

Aanvullende Analyses – Mogelijke Financieringsopties

FINAAL

Welke financieringsopties passen het beste bij de kapitaalbehoefte van Invest-NL en welke tegenprestaties horen daar mogelijk bij? (1/2)

Op basis van de huidige karakteristieken van Invest-NL identificeren wij zeven financieringsopties.



Noot: Garantie kan mogelijk ook door een instantie als het EIF worden verstrekt

(#) = financieringsoptie

Aanvullende Analyses – Mogelijke Financieringsopties

FINAAL

Welke financieringsopties passen het beste bij de kapitaalbehoefte van Invest-NL en welke tegenprestaties horen daar mogelijk bij? (2/2)

1 2 Kapitaal storting staat / Lening staat	3 Lening derden 100% garantie	4 5 Lening derden 80% garantie	6 7 Kapitaal / Lening 0% garantie
++	+ –	+ –	– –
Voordelen ▪ Geen / lage financieringskosten ▪ Passend bij huidig risicoprofiel en rendementsdoelstellingen Invest-NL	**Voordelen** ▪ Relatief lage rendementseisen van financiers (c.65–85bps boven swap), nadere analyse vereist ▪ Hoog risicoprofiel van huidige portefeuille geen issue ▪ Schaalbaar (vervolgissues) ▪ Doorlooptijd 4–8 maanden	**Voordelen** ▪ Garantie-deel tegen gunstige voorwaarden financierbaar (in lijn met optie 3) ▪ Door 80% garantie mogelijk minder EU staatssteunimplicaties dan bij 100% garantie ▪ Schaalbaar (vervolgissues) ▪ Doorlooptijd 3-9 maanden	**Voordelen** ▪ Geen staatssteun implicaties ▪ Schaalbaar (vervolgissues)
Nadelen ▪ Eigen positie wordt niet versterkt, afhankelijkheid van overheid blijft ▪ Doorlooptijd 9–12 maanden	**Nadelen** ▪ Normrendement niet haalbaar bij lening derden, ondanks relatief lage rendementseisen van financiers ▪ Garantieaanvraag kost tijd en vergoeding aan staat voor afgeven garantie verhogen kosten Invest-NL ▪ Mogelijk EU staatssteunimplicaties ▪ Deze optie zorgt voor een cash out door de te betalen rente.	**Nadelen** ▪ Niet garantie-deel bij horizontale split zal hoge financieringskosten hebben. Deze lening kan echter ook door Staat worden verstrekt. ▪ Bij verticale split zullen algehele financieringskosten hoog zijn gegeven hoog risicoprofiel van algehele portefeuille ▪ Garantieaanvraag kost tijd en vergoeding aan staat voor afgeven garantie verhogen kosten Invest-NL ▪ Mogelijk EU staatssteunimplicaties	**Nadelen** ▪ Gegeven hoog risicoprofiel en laag verwacht rendement kan slechts financiering van beperkte omvang worden aangetrokken, waarbij volledige portefeuille als onderpand zal moeten dienen ▪ Lange doorlooptijd

= financieringsoptie

FINAAL

4. Financieel Model

Financieel Model – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

Balans en resultaat ontwikkeling zoals geprojecteerd door Invest-NL (1/6)

Onderwerp	Model en onderbouwing - Observaties	A&M opmerkingen
Introductie	▪ Management heeft een model opgesteld ter onderbouwing van de kapitaalbehoefte. Hiermee wordt inzicht gegeven in dat in aanvulling op de huidige €1.2mrd en begrootte €0.5mrd additioneel kapitaal van €1.0mrd kan worden uitgezet. Management plant €550m van het additionele kapitaal aan te wenden voor '*blended finance*', en 'Mobiliseren institutioneel kapitaal'. ▪ Wij hebben kennis genomen van twee versies van het model: Het eerste model was per 15 januari 2024 opgesteld (jaarcijfers 2023 nog aan wijziging onderhevig en *deep tech* werd in dit model niet meegenomen), de tweede per 1 juli 2024. In de eerste was het DeepTech Fonds buiten beschouwing gelaten. In de tweede was dit meegenomen, als ook de 'mobilisatie van institutioneel kapitaal. ▪ In aanvulling op het model is een spreadsheet door Invest-NL beschikbaar gemaakt waar de investeringen was ook de allocatie naar investeringsthema's toegevoegd. De input is vergaard door de respectievelijke investment manager van het betreffende team. ▪ *Blended finance* investeringen kwalificeren als niet-saldoneutraal en hoeven ex ante niet te voldoen aan de Eurostat / CBS vereisten volgens het memo wat door Management aan MinFin en EZK is gericht. Voor een deel van de middelen zou een normrendement gelden, maar de voorwaarden zijn soepeler om meer risicovolle en impact volle investeringen mogelijk te maken. ▪ Te investeren kapitaal met betrekking tot het *Blended Finance* initiatief zou met name voor *early stage* en *scale up* fase bedrijven worden aangewend, en de genoemde initiatieven zouden vooral infrastructuur incl. energie en project financiering gerelateerd zijn. ▪ Mobilisering institutioneel kapitaal is door Management geïdentificeerd als investeringsthema waar Management investeert in initiatieven die institutionele beleggers zoals pensioenfondsen de kans geven om meer in Nederland te investeren, en met het oog op impact. Invest-NL plant €250m aan te wenden voor dit thema in de FY25-FY27 periode. De reden dat dit na FY27 niet nog additionele investeringen benodigd zou volgens Management zijn omdat de institutionele beleggers de weg naar de impact fondsen na deze periode zelf wel zouden vinden.	▪ De energie transitie is breed van gedocumenteerd dat dit een decennia lange transitie is waar tot 2050 €94mrd in moet worden geïnvesteerd (tegen prijspeil 2020, per PwC rapport: "De energietransitie en de financiële impact voor netbeheerders"). Pensioenfondsen hebben kenbaar gemaakt bereid te zijn 'miljarden' te willen investeren in de energie transitie. ABP maakte bekend voor €10mrd in impact fondsen te willen investeren. ▪ Gezien de omvang van de uitdaging waar Nederland voor staat met betrekking tot de energie transitie lijkt het niet onwaarschijnlijk dat hier investeringskansen zijn waar binnen de investeringscriteria van Invest-NL in geïnvesteerd kan worden. ▪ Met betrekking tot project financiering gerelateerde investeringen heeft Invest-NL reeds ervaring door de investering in Avantium. Management geeft aan dat twee leden van het business development team meer ervaring hebben met het identificeren van project financiering opportunities. Vanuit de omvang van de vraag naar dergelijke financiering, en de huidige ervaring binnen Invest-NL lijkt hierin dus te kunnen worden voorzien door Invest-NL. ▪ Het is aan te bevelen het nulscenario expliciet uit te modelleren in het financiële prognose model. Binnen de tijdslijnen tot aan de datum van dit rapport kon dit niet door Management worden aangeleverd. In een dergelijke uitwerking zou naast de portefeuille ontwikkeling en het resultaat ook de expliciete aannames / plannen in relatie tot de ontwikkeling van de personeelsformatie en grotere andere kosten posten, zoals de huur, kunnen worden uitgewerkt. ▪ Invest-NL geeft aan wijzigingen in relatie tot de rekenkundige juistheid aan het model te hebben gereflecteerd in het memo d.d. 19 juli jl. maar gaf aan het onderliggende Excel spreadsheet niet beschikbaar te stellen.

Bron: Model en onderbouwing kapitaalbehoefte: 20240701 Kapitaal behoefte INNL 2025 2029.xlsx

Financieel Model – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

Balans en resultaat ontwikkeling zoals geprojecteerd door Invest-NL (2/6)

Onderwerp	Model en onderbouwing - Observaties	A&M opmerkingen
Grondslagen van opstelling van het financieel model	▪ Invest-NL heeft een model opgesteld ten behoeve van het inzichtelijk maken van de omvang van de kapitaalvraag die Invest-NL heeft, gegeven de door Management ingeschatte marktvraag. ▪ Voor directe investeringen, waar per Dec23 een positie van €440m in is opgebouwd, worden verdere investeringen geleidelijk uitgebreid naar €350m p.a. vanaf FY28, 50/50 voor nieuwe commitments en opvolgings-investeringen in bestaande posities. ▪ Belangrijkste aannames in het model betreffen een rendement na kosten van 2.0% welke wordt gerealiseerd ten tijden van exit. Voor directe investeringen is de gemiddelde aangenomen *holding period* 7 jaar, voor indirect is dit 8 jaar. Er wordt geen resultaat verwerkt gedurende de *holding period*. Het model is daarmee op cash basis opgesteld. ▪ Het model is op cash basis opgesteld (i.e. kasstelsel, derhalve niet verplichtingenstelsel). Dit heeft een impact op de winstgevendheid in tijd, en daarmee op het belastbare inkomen, wat op zichzelf een cash impact kan hebben. Dat op cash basis is opgesteld is een beperking van het model. Het betekent onder andere dat voor enige impact op het resultaat ten gevolge van aanpassingen in de reële waarde van de investeringen, onder het kasstelsel dit niet in het resultaat is verantwoord. – Mbt de impact hiervan op de te betalen of ontvangen belasting positie heeft Management aangegeven dat belastbaar inkomen in enig jaar gering zal zijn omdat het merendeel van de investeringen vrijgesteld is van belasting. De belastingadviseur van Invest-NL, KPMG Meijburg, zou dit hebben beoordeeld. In geval rendementen op het merendeel van de portefeuille zou zijn vrijgesteld zou de cash accounting gereflecteerd in het financiële model niet of nauwelijks impact hebben op het netto resultaat. ▪ Het model is gebaseerd op aannames mbt portefeuille performance in prognose periode. De informatie mbt de afwikkeling van de huidige portefeuille wordt slechts zeer beperkt gebruikt, terwijl van dit deel van de portefeuille betere zicht is danwel zuiverder is in te schatten hoe de waarde en realisatie van rendement bij exits zich zullen ontwikkelen (timing en omvang). ▪ Tijdens onze portefeuille review werd bij de besprekingen van indirecte investeringen aangegeven dat hier in principe geen exit op plaatsvindt, tenzij het fonds wordt geclosed.	▪ Doordat het model enkel commiteringen, verstrekkingen, resultaat en eigen vermogen laat zien is het checken op juistheid en volledigheid van de aannames ingewikkeld. Er wordt geen geïntegreerde balans, winst & verliesrekening, en cash flow gepresenteerd in het model. ▪ Het is aan te raden dat een model wat als basis dient voor een onderbouwing van €1.0mrd kapitaal behoefte deze op een geïntegreerde balans, verlies & winst, en cash flow wordt opgesteld. ▪ Het is aan te raden de afwikkeling en ontwikkeling van de bestaande portefeuille en nieuwe investeringen afzonderlijk van elkaar uit te modelleren omdat de ontwikkeling van de huidige portefeuille met meer zekerheid en informatie kan worden onderbouwd dan nog te verkrijgen posities. ▪ Hoewel Management aangeeft qua personeelsbestand goed gepositioneerd te zijn voor groei en per heden reeds de capaciteit hebben om meer investeringen onder handen te hebben wordt een verdere toename voor FY24 geprojecteerd. De aannames zijn op hoog niveau gepresenteerd en maken de onderbouwing moeilijk te koppelen aan de ontwikkelingen in enig jaar. Het is aan te bevelen in dergelijke modellen de grotere kosten posten zoals personeel, huur, en IT meer expliciet uit te modelleren. ▪ De onderliggende waarde van bestaande investeringen reflecteert huidig prijspeil. – Gezien de investeringscriteria voor maximale absolute investering op historisch prijspeil is gebaseerd en niet wordt gecorrigeerd kan de exposure naar historische investeringen groter worden (bij positieve inflatie) dan die kan worden verkregen tegen huidig prijspeil. – Het aandeel wat tegen huidig prijspeil kan worden verkregen bij nieuwe investeringen is geringer dan de investeringen die in het verleden konden worden gedaan tegen het dan geldende prijspeil. – Het lijkt aan te raden het investeringscriterium van maximale omvang per investering aan te passen door een jaarlijkse inflatie correctie toe te passen.

Bron: Model en onderbouwing kapitaalbehoefte: 20240701 Kapitaal behoefte INNL 2025 2029.xlsx

Financieel Model – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

Balans en resultaat ontwikkeling zoals geprojecteerd door Invest-NL (3/6)

Onderwerp	Model en onderbouwing - Observaties	A&M opmerkingen
Scenario's	▪ In het model wordt in de Direct sheet onderaan drie scenario's gepresenteerd, *Successfull, Entry = Exit, Default – "Beyond 2026 planning dashboard"*. De gepresenteerde verdeling bedraagt 10%, 40%, en 50% respectievelijk. ▪ In de memo "Advies Bepaling Normrendement - 20220621.pdf" wordt aangegeven dat het rendement van venture capital investeringen onderscheid gemaakt kan worden naar Up, Mid, Down investeringen gekenmerkt door hoge rendementen (multiplier 7.23x), gemiddeld (1.5x), en lage (verlieslatende) rendementen (0.25x, allen afgezet tegen geïnvesteerde bedrag. De corresponderende kansen op Up, Mid, Down investeringen bedragen 10%, 20%, en 70% respectievelijk. ▪ Management heeft aangegeven dat in het verleden wel Monte Carlo simulaties zijn opgesteld om tot een gesimuleerde range van portfolio rendement te komen, gegeven inschattingen van key parameters, zoals risico, rendement, en correlatie maar geeft aan dat dit niet tot een observeerbare verbetering kwam van de inschatting van het toekomstige resultaat. ▪ Management heeft toegelicht dat de waarschijnlijk per scenario in het model (10-40-50) hun huidige risico inschatting reflecteert dan de in het "Advies Bepaling Normrendement–20220621.pdf" gerefereerde verdeling per het EIF onderzoek (10-20-70).	▪ Door de inherente onvoorspelbaarheid en beheersbaarheid van rendementen op venture capital investeringen in het algemeen, en zo ook die binnen de portefeuille van Invest-NL en waar Invest-NL zich op richt in de toekomst te investeren lijkt het presenteren van puntwaarden voor wanneer de rendementen op investeringen worden gerealiseerd, als ook wanneer wordt geherinvesteerd, of nieuwe investeringen worden gedaan niet een volledig beeld te geven van de ontwikkeling van de huidige portefeuille en de portefeuille toevoegingen in de prognose periode. ▪ De kapitaalbehoefte is hier vanaf geleid en de inschatting van de omvang hiervan wordt beïnvloed door het portfolio rendement, en de gemiddelde looptijd, welke beiden onzeker zijn. Omdat met meer betrouwbaarheid is vast te stellen wat de verdelingen zijn van i) waardering en rendement, ii) gemiddelde looptijd, iii) aantal en omvang van vervolg investeringen, lijkt de uitdaging van het prognosticeren van de portefeuille ontwikkeling en het portefeuille resultaat zich te lenen voor een Monte Carlo simulatie. – Management heeft aangegeven dat de Monte Carlo simulatie die in het verleden wel is opgesteld resultaten volgden die niet vanuit de portefeuille beheerders konden worden uitgelegd en hiermee is besloten dat het niet bruikbaar is.

Financieel Model – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

Balans en resultaat ontwikkeling zoals geprojecteerd door Invest-NL (4/6)

Onderwerp	Model en onderbouwing - Observaties	A&M opmerkingen
Risico / distributie van rendementen (incl. revolverendheid)	▪ Invest-NL heeft verschillende deelnemingen in de directe portefeuille welke ook een indirect aandeel (via de EIF fonds investeringen) is genomen. Daarnaast hebben enkele van de deelnemingen operationele relaties met andere deelnemingen in de Invest-NL portefeuille. ▪ Rendementen worden zekerder (de volatiliteit, wat een reflectie is van de onzekerheid en 'risico', wordt minder) naargelang de onderneming waarin is geïnvesteerd meer volwassen is. Succesvolle opvolgende investeringsrondes zijn een reflectie van de progressie in volwassenheid. Hoewel volwassenheid van de organisatie op verschillende wijzen is uit te drukken betreft de activiteit bij VC investeringen vaak een technologie die wordt ontwikkeld wat ten grondslag ligt aan een product of dienst. In dit geval wordt de volwassenheid binnen Invest-NL geclassificeerd o.b.v. een '*technology readiness level*'. ▪ Waar het meer research (e.g. health, medtech) betreft wordt dit beoordeeld op *value inflection points* waar nieuwe investeringsrondes vaak aan worden gerelateerd, i.e. behalen van *milestones* die het vermarkten van het product of de dienst in dichter bereik brengen. Bron: "20240212 Analyse funding opties Invest-NL_FINAL DRAFT.pdf" en "Rating en Pricing beleid v1.5_20221123.pdf" (toelichting *technology readiness*). ▪ Volgens Management zou het rendement van de deelnemingen door gevorderde kennis van de portfolio managers meer beheersbaar worden door toegevoegde waarde te kunnen inbrengen op (prioritering van) de ontwikkelagenda dan in het geval het een doel op zich zou zijn om breder te investeren en de kennis er niet of nauwelijks is. ▪ Vanuit een rendement en risico verhouding is vanuit de portfolio theorie het wenselijk te diversifiëren waarbij negatieve onderlinge correlaties van de rendementen van de deelnemingen positief zijn voor het rendement bij een gegeven niveau van risico. Vanuit die relatie is het niet wenselijk dat er deze onderlinge verhoudingen zijn. Management heeft uitgelegd dat zij meerwaarde ziet in het opbouwen van kennis over de activiteiten van de deelnemingen onder de portfolio beheerders.	▪ Venture Capital rendementen zijn grillig: de distributie hiervan heeft 'dikke staarten' (*fat tails*): 'extreme' rendementen (e.g. meer dan +/- drie standaard deviaties uit gemiddelde) komen vaker voor dan in een normaal verdeling. Verder is de verdeling scheef, gezien slechts enkele investeringen hoge rendementen rapporteren, en deze de negatieve rendementen op de meerderheid (een veelvoud van de succesvolle investeringen) van de investeringen moet compenseren. Het moment van exit is niet op voorhand bekend en laat zich moeilijk voorspellen. – Met de impact van uiteenlopende resultaten per investering wordt in het financiële model geen rekening gehouden en ook niet met de gemiddelde *holding period*. – In plaatst daarvan wordt een gemiddeld, uitgesmeerd rendement gepresenteerd. In werkelijkheid kunnen succesvolle exits zich in het ene jaar voordoen, en negatieve resultaten van andere posities in het andere jaar. Met andere woorden het is waarschijnlijk dat het resultaat in werkelijkheid grilliger is (volatieler) dan in het model is gepresenteerd, inherent aan het risico profiel van venture capital investeringen. ▪ Het is aan te raden om het model en de presentatie van de portefeuille ontwikkeling, het resultaat, en de daaruit voortvloeiende kapitaal behoefte dusdanig te modelleren dat de onzekerheid van timing en omvang hierin is gereflecteerd. Door middel van een meer dynamisch model met bandbreedtes en verschillende scenario's.

Bron: Voor bronnen over research naar rendementen en risico op Venture Capital wordt verwezen naar literatuur van Mr. J. Lerner (HBS, NBER), Mr. J. Cochrane (NBER), en Mr. Korteweg (NBER). Een beperking van onderzoek naar Venture Capital resultaten en risico kan zijn dat de gebruikte databases relatief veel 'overlevende' ondernemingen zijn meegenomen, omdat ondernemingen die out of business gingen niet langer een rendement van kon worden meegenomen.

Financieel Model – Omvang Financieringsuitdaging

FINAAL

Geprojecteerde Balansontwikkeling en Rendementsontwikkeling (5/6)

Commitments

€'m	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29
Commitments - Openings saldo	718	855	1,288	1,721	2,104	2,455
Direct	155	250	280	310	350	350
Indirect	55	60	65	70	100	120
Blended Finance	-	50	50	50	50	50
Institutioneel	-	100	100	50	-	-
Nieuwe commitments	210	460	495	480	500	520
Direct	(72)	(11)	(31)	(47)	(88)	(119)
Indirect	-	(16)	(31)	(50)	(61)	(73)
Blended Finance	-	-	-	-	-	-
Institutioneel	-	-	-	-	-	-
Exits	(72)	(27)	(62)	(97)	(149)	(192)
Commitments - Eind saldo	**855**	**1,288**	**1,721**	**2,104**	**2,455**	**2,784**
Waarvan:						
Direct	455	694	943	1,205	1,467	1,698
Indirect	400	444	479	499	538	585
Blended Finance	-	50	100	150	200	250
Institutioneel	-	100	200	250	250	250
Commitments - Eind saldo	855	1,288	1,721	2,104	2,455	2,784

Bron: 20240701 Kapitaal behoefte INNL 2025 2030.xlsx

Opmerking: Management geeft aan het model te hebben geüpdatete i.v.m. aansluitingen en rekenkundige juistheid en heeft gereflecteerd in het laatste kapitaalbehoefte "memo kapitaalbehoefte Invest NL 20240719 v2 incl. beschrijving nulscenario.pdf" d.d. vrijdag 19 juli 2024. Het onderliggende Excel spreadsheet hebben wij niet ontvangen en derhalve hebben wij hiervoor niet geüpdatet in bovenstaande tabel.

Commitments

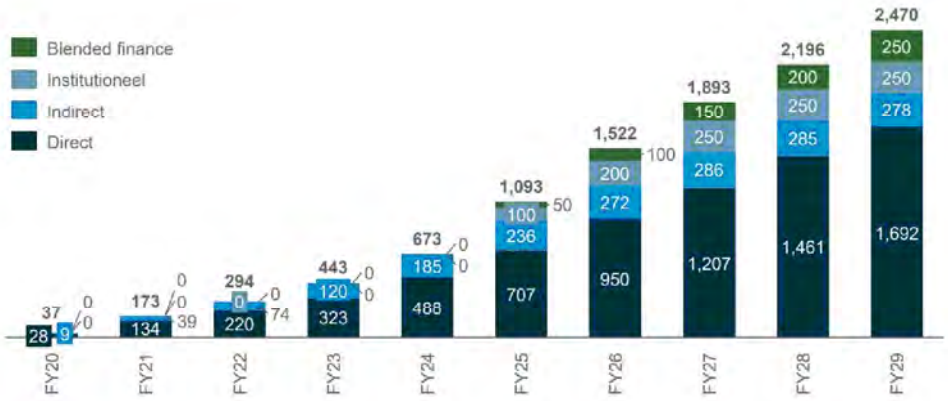
- In de naastgelegen tabel wordt de verloopstaat van de commitments gepresenteerd. Management heeft aangegeven dat het model op reële basis is opgesteld, zodoende nemen de bedragen niet jaarlijks toe met inflatie.
- De commitments zijn geprognosticeerd toe te nemen tot €2.8b in FY29. Per het financiële model is Invest-NL gedurende de periode zoals gereflecteerd in de naastgelegen tabel afhankelijk van kapitaalbijdragen van de Staat. Vanaf FY28 wordt €350m aan directe investeringen in gedaan. Investeringen in indirecte fondsen lopen geleidelijk op tot €120m in FY29.
- De *blended finance* investeringen zijn in relatie tot financieringen die op basis van een mix van subsidies / middelen vanuit de ministeries zijn en Invest-NL kapitaal, en is gepland voor €250m over de FY25-FY29 periode te worden uitgezet. Dit zou ondernemingen betreffen die voorbij de fase zijn waar zij activiteiten voldoende kunnen ontplooien met middelen uit subsidies, maar nog niet in een fase van ontwikkeling zijn, waar er interesse zou zijn vanuit commerciële fondsen om te financieren.
- Investeringen geclassificeerd als institutioneel hebben betrekking op investeringen die tezamen met pensioenfondsen worden gedaan en worden in FY25-FY27 gedaan. Na FY27 worden geen verdere investeringen gepland hierin, omdat in de marktvraag dan zou zijn voldaan.
- Management gaf aan dat pensioenfondsen plannen €25mrd aan middelen ter beschikking te stellen voor investeringen in relatie tot de energie transitie, en dat dit een aandachtsgebied is mbt waar mogelijkheden liggen om gezamenlijk te investeren.

Financieel Model – Omvang Financieringsuitdaging

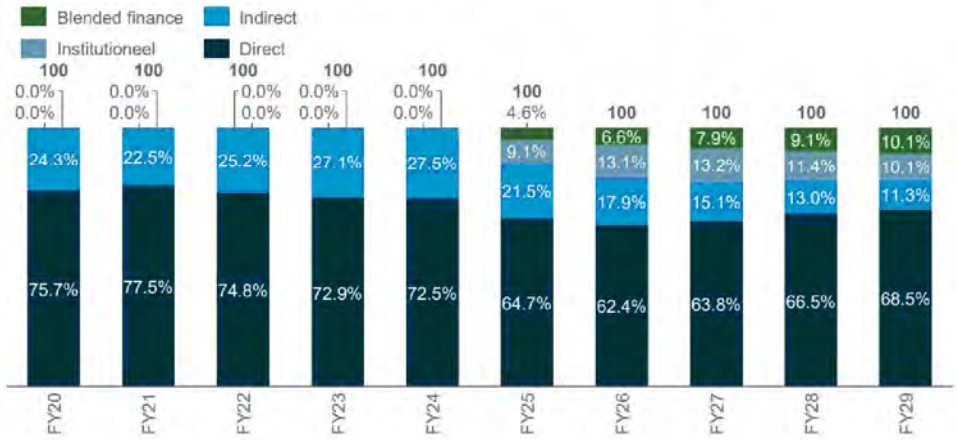
FINAAL

Geprojecteerde Balansontwikkeling en Rendementsontwikkeling (6/6)

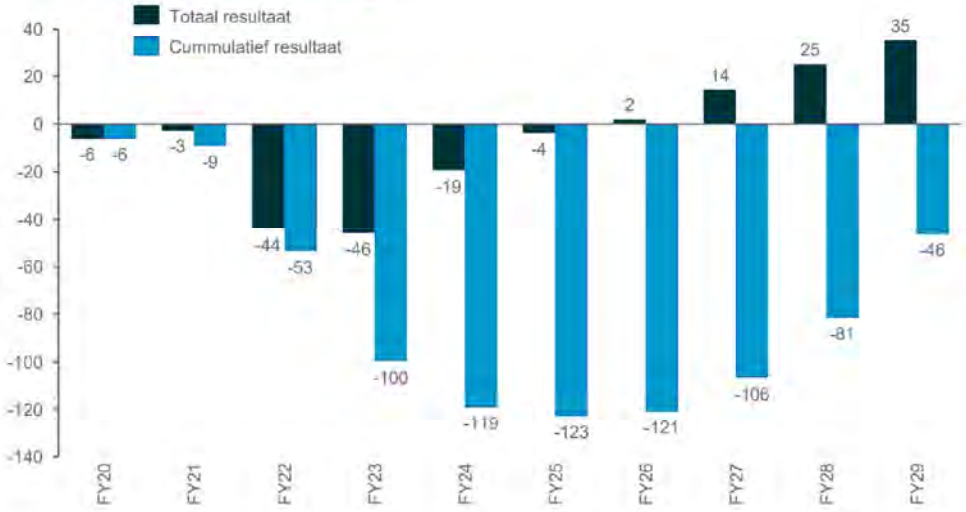
Geïnvesteerd kapitaal



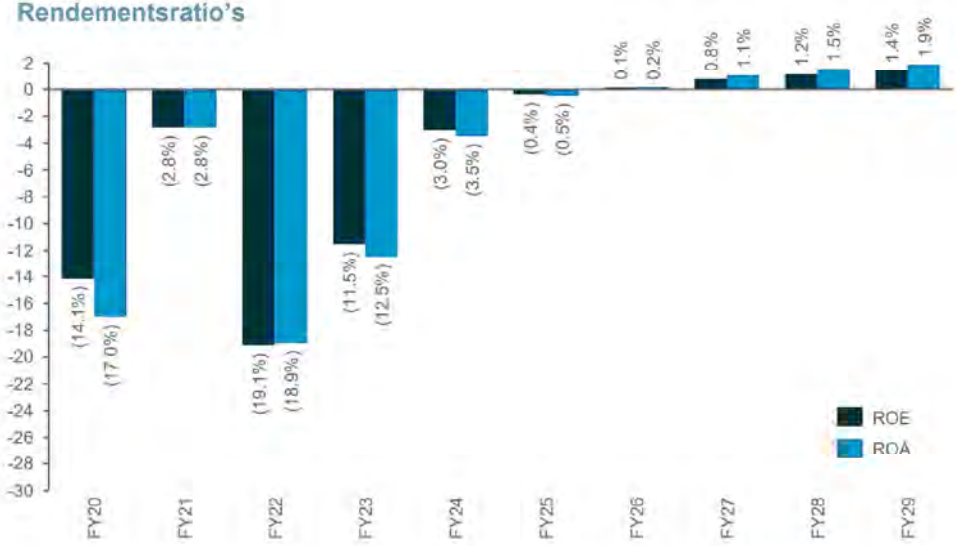
Portefeuille overzicht als % van totaal geïnvesteerd kapitaal



Netto resultaat voor belasting



Rendementsratio's



5. Appendices

A. Contract

Contract

FINAAL

Nadere overeenkomst bij Raamovereenkomst
Project Flex II
op basis van de ARVODI-2018

tussen

het ministerie van Financiën
de directie Financieringen

en

Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V.

inzake

Project Mendelssohn

met kenmerk

201865007.603.024

Persoonsgegevens

Uitvoering Raamovereenkomst Project Flex II met kenmerk 201865007.603

NADERE OVEREENKOMST met kenmerk 201865007.603.024 inzake Project Mendelssohn perceel 2

Verplichtingennummer: FINAN-23322

De ondergetekenden:

1. De Staat der Nederlanden, waarvan de zetel is gevestigd te Den Haag, te dezen vertegenwoordigd door de minister van Financiën, namens deze,
Persoonsgegevens
hierna te noemen: Opdrachtgever;

en

2. Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V.,
(statutair)gevestigd te Amsterdam,
te dezen vertegenwoordigd door,
managing director, de heer A. Lindenbergh,
hierna te noemen: Opdrachtnemer.

Hierna gezamenlijk te noemen: de Partijen

OVERWEGENDE DAT:

1. Opdrachtgever met Opdrachtnemer op 1 november 2021 een Raamovereenkomst met betrekking tot het uitvoeren van werkzaamheden op het gebied van financiële advisering met kenmerk 201865007.603 (hierna te noemen: de "Raamovereenkomst") heeft gesloten die van toepassing is op alle opdrachten tot het verrichten van Diensten die Opdrachtgever gedurende de looptijd van de Raamovereenkomst verstrekt;

2. Opdrachtgever aan Opdrachtnemer (en de overige dienstverleners waarmee een overeenkomstige Raamovereenkomst is gesloten) middels de nadere offerteaanvraag met kenmerk 201865007.603.024 heeft verzocht een offerte met betrekking tot het verrichten van de daarin beschreven Diensten uit te brengen. Deze offerteaanvraag maakt als Bijlage 1 integraal deel uit van deze Nadere overeenkomst;

3. Opdrachtnemer op 6 mei 2024 een offerte zonder kenmerk aan Opdrachtgever heeft uitgebracht;

4. Opdrachtgever op basis van het gunningscriterium de economisch meest voordelige inschrijving de opdracht zoals omschreven in de offerteaanvraag aan Opdrachtnemer heeft gegund;

5. In deze Nadere overeenkomst de specifieke voorwaarden zijn vastgelegd met betrekking tot het verrichten van de in de offerteaanvraag gespecificeerde Diensten door Opdrachtnemer.

KOMEN OVEREEN:

1. Toepasselijke voorwaarden

1.1 Op deze Nadere overeenkomst zijn de bepalingen van de Raamovereenkomst van toepassing, voor zover daarvan in deze Nadere overeenkomst niet wordt afgeweken. Daar

Kenmerk: 201865007.603.024

Pagina 2 van 4

Persoonsgegevens

Contract

FINAAL

waar in deze Nadere overeenkomst begrippen met een beginhoofdletter worden aangeduid wordt hiervan de betekenis toegekend zoals bepaald in de Raamovereenkomst. Daar waar in de ARVODI-2018 de "Overeenkomst" staat vermeld wordt voor de doeleinden van deze Nadere overeenkomst dat begrip vervangen door "Nadere overeenkomst".

1.2 In de offerte opgenomen voorwaarden (waaronder prijsindexering, korting, garanties) zijn niet van toepassing indien en voor zover deze voor Opdrachtgever minder gunstig zijn dan opgenomen in de Raamovereenkomst.

2. Voorwerp van de Nadere overeenkomst/ nadere invulling van de Diensten

2.1 Opdrachtgever verleent hierbij aan Opdrachtnemer opdracht tot het verrichten van de Diensten zoals gespecificeerd in de op basis van de offerteaanvraag uitgebrachte offerte, welke opdracht Opdrachtnemer bij deze aanvaardt, voor zover daarvan niet in deze Nadere overeenkomst wordt afgeweken.

2.2 De navolgende documenten vormen gezamenlijk de Nadere overeenkomst. Voor zover deze documenten niet elkaar in tegenspraak zijn, prevaleert het verdergenoemde document boven het later genoemde:

1. deze Nadere overeenkomst;
2. de Raamovereenkomst d.d. 1 november 2021;
3. de ARVODI-2018;
4. de offerteaanvraag inclusief Bijlagen zoals aangevuld of gewijzigd bij de nota van inlichtingen d.d. 23 april 2024;
5. de door Opdrachtnemer aan Opdrachtgever uitgebrachte offerte van 6 mei 2024, zonder kenmerk inclusief Bijlage.

2.3 De resultaten van de Diensten worden geleverd in de vorm van c.q. afgerond door middel van een eindrapport. Het eindrapport bevat in elk geval een opgave van de bereikte resultaten, de daarbij gebruikte methoden en technieken, alsmede de daarop gebaseerde conclusies. Het eindrapport wordt in digitale vorm opgeleverd uiterlijk 4 juli 2024. In het eindrapport wordt in ieder geval vermeld dat Opdrachtgever de auteursrechthebbende is.

2.4 Het eindrapport wordt voorafgegaan door een conceptrapport. Het conceptrapport wordt in digitale vorm opgeleverd op uiterlijk 28 juni 2024. Het conceptrapport wordt voorafgegaan door een tussenrapportage. De tussenrapportage wordt in digitale vorm opgeleverd op uiterlijk 5 juni 2024.

3. Duur van de Nadere overeenkomst

3.1 Deze Nadere overeenkomst treedt in werking per 30 mei 2024 en duurt voort tot en met 31 december 2024.

4. Financiële bepalingen

4.1 In aanvulling op de financiële bepalingen genoemd in de Raamovereenkomst geldt het volgende:

Opdrachtnemer verricht de op basis van deze Nadere overeenkomst te verrichten Diensten tegen een vaste totaalprijs overeenkomstig het bepaalde in artikel 4.1 van de Raamovereenkomst. Deze vaste totaalprijs bedraagt

Fin. eco. belang staat

Fin. eco. belang staat

4.2 Opdrachtnemer zendt de facturen onder vermelding van bovengenoemd contractnummer en verplichtingennummer aan het centrale aanleverpunt voor e-facturen bij de Rijksoverheid:
- Factuuradres/OIN nummer: 00000001003214394000

Kenmerk: 2024665007.603.024

Pagina 3 van 4

Persoonsgegevens

Ministerie/afdeling: Financiën, directie Deelnemingen EAD

5. Contactpersonen & rapportage

5.1 Contactpersonen namens Opdrachtgever zijn

Persoonsgegevens

Persoonsgegevens

20 76 71 102 en per mail via elindenbergh@alvarezandmarsal.com.

5.2 In afwijking van het bepaalde in artikel 10.2 van de ARVODI-2018 binden de contactpersonen hun Partij niet.

6. Plaats werkzaamheden

6.1 De werkzaamheden worden in beginsel verricht op het kantoor van Opdrachtnemer.

Aldus op de laatste van de twee hierna genoemde data overeengekomen en in tweevoud ondertekend.

Plaats: Den Haag
Datum: [illegible]-2024

de Minister van Financiën,

namens deze,

Persoonsgegevens

Plaats: Amsterdam
Datum: [illegible]-2024

Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V.,
namens deze,
managing director,

Persoonsgegevens

Persoonsgegevens

Persoonsgegevens

Persoonsgegevens

Bijlagen (vormt in het beryl van Partijen):
1. Nadere offerteaanvraag inclusief Bijlagen d.d. 11 april 2024 met kenmerk 2018665007.603.024;
2. Nadere offerte inclusief Bijlagen d.d. 6 mei 2024 zonder kenmerk.

Kenmerk: [illegible]

Pagina 4 van 4

Persoonsgegevens

B. Aansluitingen naar Jaarverslag

Overige – Winst & Verlies Rekening

FINAAL

Externe rapportage

Winst & verlies rekening FY20 – FY23

€'000	FY20	FY21	FY22	FY23
Rente inkomsten uit financiële vaste activa	0.1	1.2	2.8	6.6
Rente inkomsten uit liquide middelen	-	-	0.2	3.3
Rente lasten	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.0)
Netto rente	(0.1)	0.8	2.6	9.9
Commissie inkomsten	0.6	0.5	1.3	2.6
Commissie kosten	(0.7)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
Netto commissie	(0.1)	0.4	1.2	2.5
Bijdrage ministerie EZK	6.8	7.6	10.4	13.8
Inkomsten uit investeringen (gerealiseerd)	-	2.8	(4.5)	(18.0)
Inkomsten uit investeringen (ongerealiseerd)	(0.1)	6.8	(28.1)	(28.0)
Operationele inkomsten	6.7	17.3	(22.3)	(32.3)
Inkomsten	**6.5**	**18.5**	**(18.5)**	**(19.9)**
Personeelskosten	(7.5)	(9.2)	(12.0)	(16.8)
Afschrijving vaste activa	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Afschrijving op recht van verbruik	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
Overige operationele kosten	(3.3)	(5.2)	(7.9)	(11.1)
Voorziening voor garanties en commitments	(1.6)	(6.6)	(5.2)	(1.1)
Operationele kosten	(12.8)	(21.4)	(25.7)	(29.6)
Operationele winst	**(6.3)**	**(3.0)**	**(44.2)**	**(49.5)**
Vennootschapsbelasting	-	4.2	(4.3)	-
Netto resultaat	**(6.3)**	**1.3**	**(48.5)**	**(49.5)**
KPIs				
Personeelskosten als % van de inkomsten	*(114.6%)*	*(49.7%)*	*n.m.*	*n.m.*
Operationele marge	*(96.3%)*	*(16.1%)*	*n.m.*	*n.m.*
Netto marge	*(96.3%)*	*6.8%*	*n.m.*	*n.m.*
# FTE	*49.9*	*70.8*	*86.0*	*110.0*
Personeelskosten per FTE	*149.7*	*129.6*	*139.9*	*152.9*

Bron: Jaarrekeningen

Observaties

In de historische periode is het netto resultaat gedaald van €6.3m negatief in FY20 tot €49.5m negatief in FY23 gedreven door de volgende mutaties:

- Een daling van de inkomsten (-€26.4m):
  - Stijging van de netto rente als gevolg van een toename in het aantal verstrekte financieringen en een stijging van de rente op de kasgelden;
  - Stijging van de netto commissie welke bestaan uit inkomsten van het ministerie van EZK voor het DTF en kosten voor garantieprovisies (EIF).
  - Daling van de operationele inkomsten, voornamelijk als gevolg van afboekingen op de portefeuille en een daling van de reële waarde van de investeringsportefeuille (in FY23 is €22.1m afgeboekt op Lightyear). Daarnaast is de bijdrage van het ministerie van EZK voor ontwikkelingsactiviteiten gestegen.
- Toename van de operationele kosten (+€16.8m):
  - Invest-NL's personeelskosten zijn gestegen door een toename van het aantal medewerkers (+c.60 FTEs) om de groei te ondersteunen.
  - Afschrijvingskosten zijn gestegen met c.€0.2m van FY20 naar FY23.
  - Overige operationele kosten bestaan voornamelijk uit accountants & advieskosten en kosten ten aanzien van beheer EIF mandaten (accountants & advieskosten +€5.7m en EIF kosten +€1.2m , FY20=€0). De accountants & advieskosten zijn kosten gemaakt voor BD en Capital activiteiten en gerelateerd aan: marktonderzoek, technisch en juridisch advies evenals due diligence kosten gerelateerd aan de investeringen. Wij vermoeden dat de toename mede te verklaren is door de management vergoeding voor beheer van de indirecte investeringen welke gestegen is in lijn met de omvang van de portefeuille van indirecte investeringen.
  - Voorziening voor garanties en commitments betreft ECL voorzieningen op overbruggingskredieten en onherroepelijke toezeggingen voor leningen.
- FY21 vennootschapsbelasting bestaat uit een passieve en actieve belasting latentie van €580k en €4,850k respectievelijk.
  - De passieve belasting latentie is ontstaan door een verschil tussen de commerciële en fiscale winst;
  - De actieve latentie heeft betrekking op verrekenbare verliezen uit het verleden.

  In FY22 is gebleken dat de verliezen in de toekomst waarschijnlijk niet verrekenbaar zijn wat geresulteerd heeft in een vrijval van de actieve latentie.

Overige – Balans

Externe rapportage

FINAAL

Balans Dec20 – Dec23

€'m	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23
Materiële activa	1.0	0.8	0.6	0.7
Recht van gebruik	1.3	0.9	0.6	1.4
Financiële vaste activa	21.5	134.1	219.9	354.2
Vaste activa	23.8	135.8	221.1	356.3
Kasmiddelen	21.4	26.7	66.4	202.1
Derivaten	-	2.5	6.6	7.4
Overige activa	5.9	6.0	14.2	6.2
Active belastinglatentie	-	4.9	-	-
Overlopende activa	0.5	9.6	9.8	2.8
Vlottende activa	27.8	49.6	97.0	218.6
Activa	**51.6**	**185.4**	**318.1**	**574.9**
Eigen vermogen	44.4	170.7	297.2	497.7
Passieve belastinglatentie	-	0.6	-	-
Overlopende passiva	3.2	3.7	11.8	68.4
Overige verplichtingen	0.9	1.3	1.7	2.7
Voorzieningen	1.6	8.2	6.8	4.6
Huur-en leaseverplichtingen	1.4	1.0	0.7	1.5
Te betalen vennootschapsbelasting	-	0.0	0.0	0.0
Schulden	7.2	14.7	21.0	77.2
Passiva	**51.6**	**185.4**	**318.1**	**574.9**

Bron: Jaarrekeningen

Observaties

- Vaste activa bestaan voornamelijk uit de investeringen welke worden gewaardeerd op reële waarde (financiële vaste activa). Op Dec23 bestaat de financiële vaste activa voor c.€166m uit aandelen, c.€109m uit investeringen via fondsmandaat in samenwerking met EIF en andere fondsen en c.€80m in converteerbare leningen. De overige vaste activa is relatief beperkt.
- Vlottende activa bestaan uit:
  - Kasmiddelen betreft voornamelijk banktegoeden bij de Rabobank.
  - Derivaten: bestaan uit warrants welke het recht maar niet de verplichting geven een onderliggende waarde tegen een vaste prijs op of voor een vervaldatum te kopen.
  - Overige activa betreft saldi op rekeningen die door EIF namens Invest-NL beheerd worden voor het opvragen van kapitaal dat nog niet geïnvesteerd is in fondsen en niet vrij ter beschikking is.
  - Actieve belastinglatentie heeft betrekking op verrekenbare verliezen uit het verleden.
  - Overlopende activa bestaat voornamelijk uit vooruitbetalingen. Op Dec21 en Dec22 stond hier c.€8.2m te vorderen van het ministerie van EZK.
- Eigen vermogen is toegenomen van Dec20 naar Dec23 als gevolg van een kapitaal injectie van €550m. De geaccumuleerde verliezen hebben tot gevolg gehad dat de waarde van het eigen vermogen lager is dan het cumulatief gestorte kapitaal.
- Kortlopende schulden
  - Passieve belastinglatentie heeft betrekking op een tijdelijk verschil in VPB.
  - Overlopende passiva op Dec23 bestaat uit terug te betalen gelden aan EZK voor ongetrokken leningsfaciliteiten aan het Sif (€48.6m), vooruit ontvangen subsidies (€10.4m) en opgevraagd financieringen (€6.4m).
  - Overige verplichtingen bestaan voornamelijk uit crediteuren en personeel gerelateerde verplichtingen (loonbelasting, pensioenen etc.)
  - Voorzieningen bestaan uit onherroepelijke toezeggingen van leningen en overbruggingskredieten.

Overige – Aansluiting Portefeuille op Jaarrekening

FINAAL

Aansluiting portfolio op jaarrekening

€'m		FY20	FY21	FY22	FY23	Apr'24
Portfolio - Gecommitteerd		**210**	**452**	**627**	**859**	**867**
Avantium	Warrant			(11)	-	
Lionix International	Equity			1	-	
Vicentra	Loan / Convertible		5	-	-	
Duurzaam MKB Fonds	Loan	0	-	-	-	
Protix	Loan / Convertible	3	-	-	-	
Vicentra	Loan / Convertible	3	-	-	-	
Co-Investment vehicle	Fund	15	-	-	-	
EIF	Equity	2	-	-	-	
Nearfield	Equity	4	-	-	-	
Eclectic IQ	Equity	4	-	-	-	
Verschillen		**30**	**5**	**(10)**	**(0)**	
Jaarrekening - Gecommitteerd		**241**	**457**	**617**	**859**	**n.a.**

Bron: Investeringsportefeuille

Aansluiting portefeuille

- In de tabel op deze pagina is de aansluiting van de commiteringen in het portfolio van Invest-NL naar de committeringen zoals weergegeven in de gecontroleerde jaarrekening.
- In de jaarrekening wordt dit gepresenteerd als het netto-gecommitteerde investeringsvolume.
- De portefeuille data, die de basis heeft gevormd voor de gepresenteerde analyses in dit document, werden lagere bedragen in gereflecteerd dan in de jaarrekening in FY20 en FY21.
  - De verschillen in FY20 waren niet meer zichtbaar in FY21, zodoende is de portefeuille data van FY20 waarschijnlijk niet compleet geweest.
  - Hetzelfde geldt voor het verschil in het Vicentra belang in FY21, die in de volgende jaren niet meer zichtbaar is.
- De aansluiting in FY22 voor Avantium (€11m) is het gevolg van een wijzing in de verslaglegging van derivaten.

Overige – Aansluiting Pijplijn op Jaarrekening

FINAAL

Aansluiting pijplijn op jaarrekening

€'m	FY20	FY21	FY22	FY23	Apr'24
Direct			223	453	422
Indirect			380	426	436
Pijplijn - Gecommitteerd	**-**	**-**	**603**	**879**	**858**
Direct	21	152	247	439	430
Indirect	190	300	380	420	438
Verschillen			**(25)**	**20**	**(10)**
Portfolio - Gecommitteerd	**210**	**452**	**627**	**859**	**867**
Direct					
Indirect					
Verschillen			**14**	**(20)**	
Jaarrekening - Gecommitteerd	**241**	**457**	**617**	**859**	**n.a.**

Consolidatie pijplijn rapportages

- Om tot het pijplijnoverzicht per kwartaal te komen voor de periode Q1-22 tot Q1-24, is de volgende methodologie gebruikt:
- Eerst zijn de gegevens gecategoriseerd op Thematic Team, waarbij elk lead en investering is toegewezen aan een specifiek thematisch team. Aanvankelijk stonden indirecte investeringen ("*Funds*") als categorie binnen deze thema's, maar dit is later aangepast en als afzonderlijk investeringstype behandeld. Verder is er gebruik gemaakt van de financieringsaanvraag (€) als gecommitteerde waarde, aangezien in FY22 de gecommitteerde bedragen (€) niet beschikbaar waren.
- Bij deze classificatie zijn de categorieën niet opgesplitst zoals in de portfolio-analyse, maar samengevoegd tot indirecte en directe investeringen. Het DeepTech Fonds (DTF) werd bijvoorbeeld niet apart geclassificeerd omdat het wordt gezien als een investeringsafbakening, vergelijkbaar met 'Carbon Neutral & Circulaire Economie', '*Growth & Innovation*' en '*Life sciences and Health*'.
- Echter, DTF werd in de pijplijn van Q4-23 als directe investering beschouwd. Omdat DTF-gegevens voor FY22 niet beschikbaar waren, is er daarom geconsolideerd op investeringstype. Vanaf FY23 wordt pas geclassificeerd of het een convertible, debt of equity investment is. Voor de periode daarvoor worden dergelijke investeringen als directe investeringen gezien. Om een vergelijking te presenteren op like-for-like basis met FY22, zijn deze allemaal als directe investeringen gepresenteerd.

Aansluiting pijplijn

- In naastgelegen tabel is de aansluiting van de pijplijn data met de in de jaarrekening gepresenteerde gecommitteerde saldi weergegeven. Er zijn verschillen zichtbaar tussen de portfolio en de pijplijndata, en de jaarrekening zichtbaar.
- Er is nagegaan of deze verschillen te verklaren zijn doordat er geen rekening is gehouden met de netto gecommitteerde bedragen, maar met de financieringsaanvraag. Dit bleek echter geen verklaring te bieden. Bovendien moet worden opgemerkt dat de classificaties per kwartaal zijn veranderd, er leads in bepaalde kwartalen zijn verwijderd, en dat er classificaties ontbreken voor zowel de sector als de fase van de leads.

Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V. All rights reserved. ALVAREZ & MARSAL®, A&M® and A&M® are trademarks of Alvarez & Marsal Holdings, LLC.

© Copyright 2024