

Financiering van Scale-up bedrijven in Noord-Brabant

*Ex-ante kapitaalmarktonderzoek
naar een nieuwe financiële faciliteit*



ly:ias
CONSULTING GROUP

Amersfoort, 14 juni 2017

Adviesteam: Melvin Könings, Roelof Balk, Pelle Lackamp en Miranda Ebbekink



Ex-ante kapitaalmarktonderzoek naar een nieuwe financiële faciliteit

Inhoudsopgave

Blz.

Samenvatting	3
1 Aanleiding en doel van het onderzoek	7
1.1 Aanleiding voor het onderzoek	7
1.2 Doel van het onderzoek	12
1.3 Onderzoekskader	12
1.4 Onderzoeksaanpak	14
2 Analyse van de markt	15
2.1 Noord-Brabant in macro-economisch perspectief	15
2.2 Staat van het Brabantse vestigingsklimaat	18
2.3 Het belang van snelgroeiende bedrijven	22
2.4 Stand van zaken snelgroeiende bedrijven	23
2.5 Conclusie van de analyse van de markt	27
3 Marktfalen bij snelle groeiers	28
3.1 Groeibelemmeringen snelgroeiende bedrijven	28
3.2 Beleid in Brabant om groeibelemmeringen weg te nemen	30
3.3 Inzoomen op het financieringsvraagstuk	32
3.4 Rechtvaardiging kapitaalmarktonderzoek	33
3.5 Marktfalen bij snelle groeiers samengevat	35
4 Vraaganalyse financiering snelle groeiers	36
4.1 Onderzoeksverantwoording	36
4.2 Digitale enquête snelgroeiende bedrijven	37
4.3 Onderzoeksresultaten digitale enquête snelgroeiende bedrijven	42
4.4 Werkatelier portfolio	49
4.5 De vraag uit perspectief van financiële marktpartijen	53
4.6 De vraaganalyse samengevat	57
5 Aanbodanalyse financiering snelle groeiers	59
5.1 Onderzoeksverantwoording	59
5.2 Het speelveld van het aanbod van kapitaal in kaart	59
5.3 Conclusies analyse van het aanbod	86
6 Marktfalen nader in beeld	87
6.1 Het marktfalen samengevat	87
6.2 Praktijkvoorbeelden	89
6.3 De hypothesen uit dit onderzoek getoetst	91
7 Toegevoegde waarde van een nieuw instrument	92
7.1 Varianten voor een nieuw Brabants financieel instrument	92
7.2 Direct fondsmanagement versus co-investment model	93



7.3	Het EU staatssteunrecht	95
7.4	De toegevoegde waarde samengevat	99
8	Multiplier van het nieuwe instrument	100
8.1	Biedt een <i>layered</i> constructie perspectief?	100
8.2	De beoogde hefboom van het nieuwe instrument	104
8.3	De beoogde omvang van het nieuwe instrument	105
8.4	De beoogde opzet van het nieuwe instrument	106
8.5	Assetmanagement is de sleutel voor succes	108
8.6	Aantrekkingskracht op andere private en publieke fondsen	109
9	Toepassen van geleerde lessen	110
9.1	Voorbeeld uit Duitsland: German Growth Co-Investment Facility	110
9.2	Voorbeeld uit Frankrijk: Bpifrance en het fonds SPI	112
9.3	Voorbeeld uit Groot-Brittannië: MEEF	114
9.4	Geleerde lessen samengevat	115
10	De investeringsstrategie	116
10.1	Proces voor de ontwikkeling van een investeringsstrategie	116
10.2	Samenwerking met BOM en Brainport Network	118
10.3	Samenhang met andere beleidsdoelen	119
11	Specificatie van verwachte resultaten	120
12	Aanpassingsvermogen in de toekomst	121
13	Tot slot	122
14	Bijlagen	123
14.1	Begrippenlijst	123
14.2	De BOM in perspectief	127
14.3	Overzicht financieel ecosysteem Brabant	129
14.4	Vragen questionnaire	130
14.5	Een scale-up praktijkvoorbeeld: Ultimaker	133
14.6	Gesprekspartners	135



Samenvatting

Snelgroeiende bedrijven die een schaa sprong willen maken zijn belangrijk voor de regionale economie en werkgelegenheid. Deze bedrijven hebben vaak gericht risico-dragend groeikapitaal nodig. Juist als zij een schaa sprong willen gaan maken, lijkt het beschikbare financieringsvolume in de regio niet te voldoen aan de vraag. Dat belemmert mogelijk nieuwe ontwikkelingen en economische groei in Brabant. Dit is de maatschappelijke aanleiding om een onderzoek te verrichten naar deze doelgroep.

De provincie Noord-Brabant overweegt de introductie van een nieuw financieel instrument voor de financiering van snelgroeiende bedrijven die een schaa sprong willen maken. De provincie onderzoekt of dit initiatief nuttig en kansrijk is, of het in aanmerking komt voor financiering uit het Europees Fonds voor Strategische Investerings (EFSI) en hoe het nieuwe instrument dan het beste vorm kan krijgen. Een dergelijk onderzoek heet in het EU jargon een *ex-ante kapitaalmarktonderzoek* en dat moet worden opgebouwd met een vast stramien, de zogeheten EU methodologie. Met deze aanpak maak je eerst een foto van de markt (vraag en aanbod) en kader je daarna vorm en kansen van een nieuw instrument in.

Voor de foto van de markt hebben we in dit uitgebreide rapport vraag en aanbod van groeikapitaal in kaart gebracht. Voor de vraagzijde hebben we eerst een digitale enquête gehouden onder alle (potentiële) snelgroeiende bedrijven uit Brabant en circa 350 bedrijven geïdentificeerd. Circa 80% van alle snelle groeiers wil investeren en heeft daar extern kapitaal voor nodig. Een groot deel verwacht deze financieringsvraag met hun eigen bank op te kunnen lossen. Circa 30% verwacht echter dat ze (wel) een goed businessplan hebben, maar onvoldoende respons krijgen bij banken of fondsen. Deze snelle groeiers wensen meer coulance in de beoordeling van risico's bij leningen dan de bestaande banken. Uit de enquête vloeit een belangstelling van circa 54 bedrijven voor grotere financieringen met een gevraagd financieringsvolume over 5 jaar van € 740 miljoen.

In een vertrouwelijk werkatelier met specialisten van de BOM, Brainport Network, het Ministerie van EZ, het Nederlands Investerings Agentschap (NIA), RVO en het Europese Investeringsfonds (EIF) hebben we parameters van bekende recente, actuele en aankomende scale-up investeringen op een rij gezet. Deze foto van de markt biedt inzicht in 43 potentiële concrete investeringen. Een ruime meerderheid (>70%) in deze portfolio is actueel van aard. De gezamenlijke financieringsvraag over 5 jaar is meer dan € 1 miljard. De gevraagde ticketsize concentreert zich tussen € 5 miljoen en € 50 miljoen, met een zwaartepunt op de tickets tussen € 10 miljoen en € 30 miljoen. De sectorale focus is breed, maar concentreert op HTSM en Life Sciences. De economische impact van deze investeringen is groot, de potentiële maximale werkgelegenheidseffecten zijn circa 600 nieuwe banen per jaar.

Tot slot hebben we een enquête uitgevoerd onder Venture Capital fondsmanagers die actief zijn op de Brabantse kapitaalmarkt. Twee-derde van de fondsmanagers geeft aan dat een nieuw instrument zeer gewenst is. De meerderheid van fondsmanagers geeft aan dat ze deals hadden kunnen sluiten met een nieuw financieringsinstrument. Vrijwel alle fondsmanagers zien investeringen in de nabije toekomst (pijplijn) die geholpen zouden zijn met een nieuw financieel instrument. Bruto schatten de fondsmanagers voor een periode van 5 jaar een volumevraag in naar groeikapitaal in de orde van € 800 miljoen in circa 54 investeringen.

Uit onze vraaganalyse blijkt een **significante actuele vraag naar groeikapitaal** van snelgroeiende bedrijven in Brabant voor de komende 5 jaar.



Vervolgens hebben we ook het aanbod van groeikapitaal in kaart gebracht met uitgebreide deskresearch en interviews. Het aanbod van kapitaal, instrumenten en partijen is breed en veelkleurig. Voor een ondernemer en een financier is er altijd sprake van maatwerk, met een breed pallet aan individuele en unieke voorwaarden. De hoogte van het beschikbare kapitaal lijkt aan de ene kant bijna oneindig, snelgroeiende ondernemers zijn actief op een wereldmarkt van kapitaalaanbieders. In Nederland zelf is het beschikbare kapitaal voor Venture Capital (risicokapitaal, met name voor tickets tot en met € 2,5 miljoen) en voor Private Equity (met name voor overnames) de afgelopen jaren fors gestegen. Cumulatief zien we een fors privaat financieringspotentieel. Echter, we zien ook in de afgelopen 5 jaar een *dalende trend* in het aantal investeringen specifiek voor groeikapitaal. De markt voor groeikapitaal hapert en krimpt. Een belangrijke belemmerende factor daarin is dat bij grote groeikapitaal investeringen de meeste bestaande VC fondsen te klein zijn. Vuistregel is dat doorgaans maximaal 10% van het fondsvermogen in één bedrijf gestoken kan worden; grotere investeringen kunnen daardoor eenvoudigweg niet gerealiseerd worden, aangezien de meeste VC fondsen kleiner zijn dan € 100 miljoen. Een andere belemmering is dat banken relatief weinig risico's kunnen, willen en mogen nemen, mede onder invloed van strengere regels die naar aanleiding van de financieel economische crisis zijn ingesteld.

Onze aanbodanalyse toont een actueel **tekort in het aanbod van groeikapitaal** voor snelgroeiende bedrijven in Brabant.

De markt van groeikapitaal krimpt en dat is zorgelijk, omdat juist groeikapitaal heel belangrijk is voor de concurrentie- en innovatiekracht van de regio, het vestigingsklimaat en de regionale groei van omzet en werkgelegenheid. Er is een behoefte aan groeikapitaal voor bedragen tussen € 2,5 miljoen en € 50 miljoen bij Brabantse technologie-gedreven bedrijven. Financiering van groei is altijd maatwerk. Aangezien de HTSM sector veruit de belangrijkste topsector voor Brabant is, is het plausibel dat een significant deel van het voorgenomen instrument gericht zal zijn op deze sector. Het is evenwel onverstandig om dat aan de voorkant al strikt in te kaderen, juist omdat bedrijven zich soms lastig laten indelen naar topsectoren.

Dit onderzoek heeft verkend hoe de mogelijke inzet van publieke middelen voor scale-up bedrijven zo slim mogelijk kan worden ingezet. In nauw overleg met het Nederlandse Investerings Agentschap (NIA), het Europese Investeringsfonds (EIF) en de Europese Investeringsbank (EIB) is een voorstel voor een MKB-plus Faciliteit ontwikkeld. Samenwerking van Brabant, NIA en EIF/EIB levert een buitengewoon interessante financiële multiplier op. Met EFSI middelen wordt de eigen inzet van Brabant niet verdubbeld maar verviervoudigd. Deze financiële buitenboordmotor is van groot strategisch belang. En er worden niet alleen publieke middelen gemobiliseerd, het model is ook gebaseerd op het activeren en mobiliseren van de financiële markten (fondsen en banken).

Een nieuwe MKB-plus Faciliteit Brabant kan strategisch de inzet van provincie, het rijk, Europa en financiële marktpartijen significant **mobiliseren** en **verbinden**.

Cruciale factor bij equity (aandelen via fondsen) en het verstrekken van leningen is het assetmanagement: wie bepaalt welke financiering wordt verstrekt? Dat moet een vakkundige marktpartij zijn, die losstaat van enige bestuurlijke of politieke vervlechting. Aan de equity kant (aandelen) verloopt de beoogde financiering via co-investment. De private VC-fondsmanager neemt de lead en EIF beoordeelt als fund-of-fund manager de voorstellen. Voor de equity kant is een nationaal co-investmentfund in oprichting tussen het EIF en ministerie van EZ. Met EIF en het ministerie van EZ/NIA is afgesproken dat Brabant zich als geografisch loket kan aansluiten.

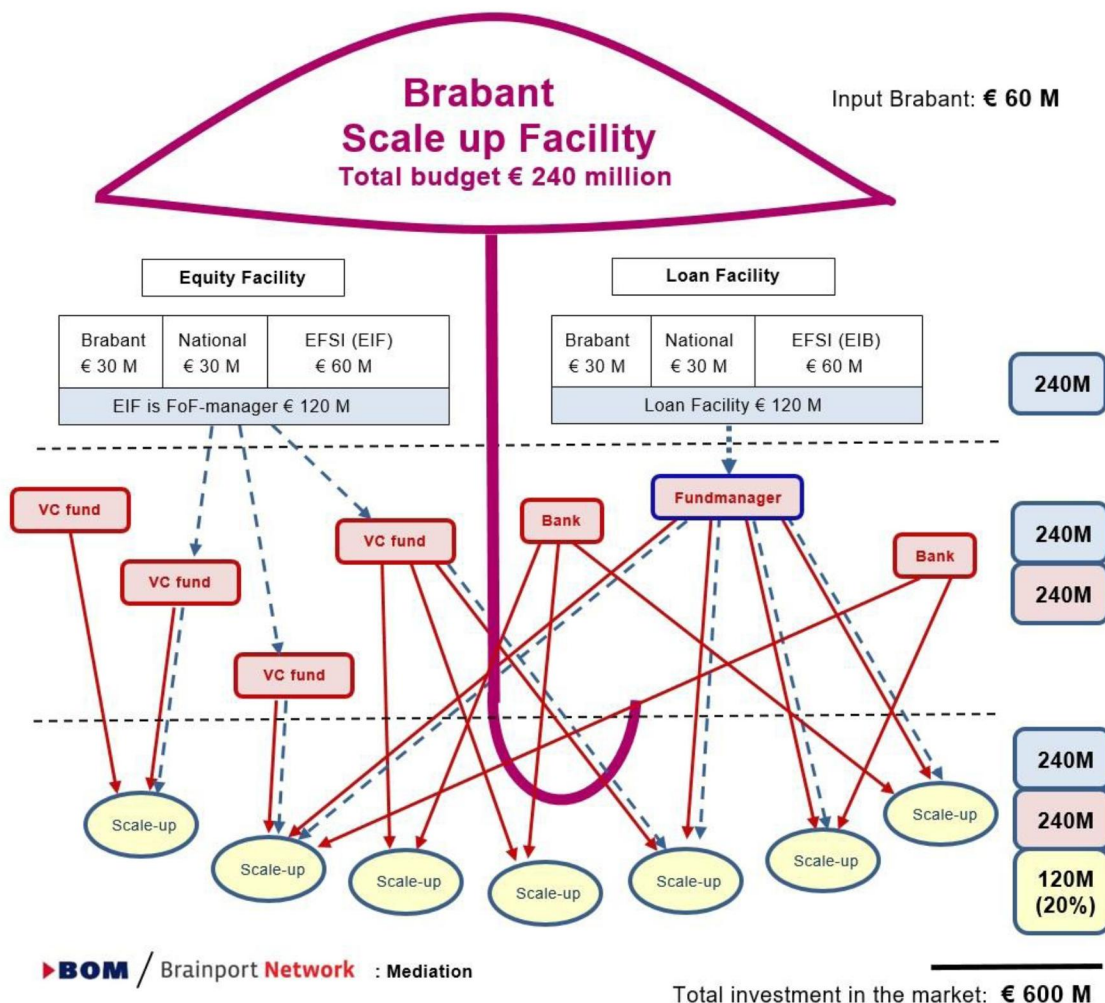


Voor de leningen uit de faciliteit is het Franse SPI fonds een voorbeeld voor Brabant. Dit fonds verstrekt momenteel achtergestelde en ook senior leningen voor scale-ups (gecofinancierd door de EIB). SPI wordt gemanaged door BPI-France (de nationale investeringsbank van Frankrijk). Het is de wens van Brabant dat het fondsmanagement van de leningsfaciliteit, zodra dit mogelijk is, door Invest-NL vervuld gaat worden. Invest-NL is de Nederlandse nationale investeringsbank (in wording). Dit vergt echter nog de nodige juridische en organisatorische uitwerking. Naar verwachting zal de Invest-NL-organisatie niet voor medio 2018 van start gaan, waarna nog opbouwtijd nodig is voor het voeren van assetmanagement. Om die reden ligt het voor de hand om voor de komende jaren een transitieperiode te arrangeren in de vorm van een private fondsbeheerder. Plan is deze fondsbeheerder aan te stellen via een gezamenlijke aanbesteding door Brabant en NIA/Invest-NL. Waarbij het fondsbeheer uiteindelijk over gaat naar Invest-NL, zodra dit kan (mogelijk eind 2019).

De provincie Brabant is voornemens om € 60 miljoen in deze faciliteit te steken. Met een cofinanciering door het ministerie van EZ van € 30 miljoen voor de equity kant en een cofinanciering uit de kapitaalstorting voor Invest-NL van eveneens € 30 miljoen voor de leningen kant, kan een EFSI impuls van € 120 miljoen gerealiseerd worden. Dat levert een publieke impuls van van totaal € 240 miljoen.

Samenwerking in een nieuwe MKB-plus Faciliteit Brabant met het rijk en Europa levert een **grote impuls van publieke middelen** op voor Brabant.

De voorgenoemde faciliteit heeft de volgende opzet:





Via deze co-investment strategie kan worden 'meegelift' met de financiële kennis, slagkracht en netwerken van de markt. Dat is aan de ene kant wenselijk om de risico's van het instrument te beperken en het instrument zo marktconform mogelijk aan te sturen. Omgekeerd levert deze opzet een significante leverage op (hefboom) voor financiële dienstverleners die actief zijn in Brabant. Of in beeldspraak: het verlengt de polsstok van investeerders en waarmee er meer en grotere investeringen in kansrijke bedrijven uitgevoerd kunnen worden. Het model leidt tot een significante financiële multiplier (hefboom) van de inzet van Brabantse middelen en model heeft een grote aantrekkingskracht op cofinanciering door private fondsen, ook uit het buitenland. Als Brabant samenwerkt met de rijksoverheid (Invest-NL) en de EU en daarmee actief gebruik maakt van het hefboomprincipe in meerdere lagen, kan een inbreng van kapitaal van de provincie van € 60 miljoen volstaan om een investeringsvolume in de markt genereren van zo'n € 600 miljoen (een factor 10 dus).



Door actieve samenwerking met andere overheden en financiële marktpartijen kan Brabant een **zeer significante hefboom** in werking zetten (multiplier 10).

Dit kapitaalmarktonderzoek omvat een uitvoerige analyse van het marktfalen in een specifiek segment van de kapitaalmarkt voor een specifieke doelgroep in Brabant, conform de EU-methodologie. Het onderzoek levert een oplossingsrichting op, die gebaseerd is op deskresearch, interviews en praktijkonderzoek. Het praktijkonderzoek omvat een inventarisatie van de concrete investeringsmogelijkheden (de vraag naar kapitaal, in beeld gebracht via enquêtes en via inventarisatie van concrete investeringen 'in de pijplijn'), en daarnaast een inventarisatie van de mogelijkheden en randvoorwaarden voor samenwerking met uiteenlopende partners aan de aanbodzijde van de kapitaalmarkt, zowel publiek als privaat. De bundeling van een grote hoeveelheid aan data, onderzoek, praktijkvoorbeelden, professionele visies en gebruiken in de markt hebben geleid tot een afgewogen voorstel voor een veelzijdige financiële faciliteit, waarin overheden en marktpartijen kennis en vermogen delen en nauw samenwerken.

Vanzelfsprekend heeft deze faciliteit nog veel praktische uitwerking nodig. Dit uitgebreide rapport geeft (nog) geen antwoord op allemaal praktische vragen en wensen, eerst zal Brabant een bestuurlijk principebesluit moeten nemen om met dit onderwerp echt aan de slag te gaan. Groot voordeel is wel dat de provincie hier niet het wiel hoeft uit te vinden, maar lidstaten als Duitsland en Frankrijk al systemen en instrumenten in de lucht hebben, waarop het provinciehuis, samen met een groot aantal betrokken partijen, vlot kan voortbouwen. Dat vergt een ambitieus implementatietraject voor het najaar van 2017.

Een ambitieus plan voor ambitieuze investeringen!





1 Aanleiding en doel van het onderzoek

1.1 Aanleiding voor het onderzoek

Brabant trekt als succesvolle regio mensen, technologie en investeringen aan. Dat houdt Brabant internationaal competitief, draagt bij aan de werkgelegenheid en zorgt voor een goed vestigingsklimaat. Snelgroeiende bedrijven spelen hierin een belangrijke rol. In veel gevallen hebben zij op zeker moment een injectie van groei-kapitaal nodig om een schaa sprong te kunnen realiseren. Als het beschikbare regionale financieringsvolume niet voldoet aan de vraag naar dergelijke financiering, belemmert dat de ontwikkeling van werkgelegenheid en de economische groei. Dit is de centrale aanleiding voor dit kapitaalmarktonderzoek.

Het belang van industrie-gedreven groei

De economische en financiële crisis heeft het belang van door industrie gedreven groei duidelijk gemaakt: Europese regio's met een sterkere industriële basis lijken sterker uit de crises te komen en staan er over het algemeen beter voor. Dergelijke regio's zijn in Duitsland te vinden, maar ook in Zuid-Europa. Een regio als Midi-Pyrénées (rond Toulouse in Frankrijk) is bijvoorbeeld op weg om het Silicon Valley van Europa te worden. De Europese Commissie heeft de ambitie uitgesproken om het aandeel van de industrie in het Europese bruto binnenlands product (bbp) te laten oplopen tot 20% in 2020. De regio Brabant doet het in dit verband lang niet slecht, maar dat biedt geen garantie voor duurzame economische groei in het komende decennium. Analyse van de provincie Noord-Brabant laat zien dat er in de industrie minder mensen werken dan vroeger.¹ Het belang van de industrie voor de werkgelegenheid is niet afgenomen. Dit komt omdat elke baan in de industrie voor anderhalve baan in andere economische sectoren zorgt. Zo heeft een goedlopend industrieel bedrijf bijvoorbeeld behoefte aan accountants, schoonmakers en allerlei leveranciers. De industrie is met afstand de grootste exportsector van Noord-Brabant: 65% van de export uit Brabant komt uit de industrie. Uitdaging voor de provincie Noord-Brabant blijft dan ook om met een bredere blik te kijken hoe de Brabantse industrie nog robuuster kan worden. Ruimte faciliteren voor snelle groeiers (scale-up bedrijven) is daarin een belangrijke component.

Versterken van investeringen van het MKB

Het MKB is belangrijk voor de Nederlandse economie in het algemeen en die van Noord-Brabant in het bijzonder. Zo wordt iets meer dan de helft van de totale toegevoegde waarde (circa 55 tot 60%) in Nederland door het MKB gegenereerd. In een aantal regio's ligt dit nog hoger, namelijk tussen de 70 en 80%. Dit is niet alleen hoog in absolute zin, maar ook ten opzichte van andere Europese regio's. Een rem op de groei van het MKB is een risico voor het robuust houden van de Brabantse industrie. Als gevolg van de financiële crisis zijn snelle groeiers de afgelopen tijd sterk(er) afhankelijk geworden van externe financiering. Die externe financiering lijkt nogal eens een bottleneck voor groei. Dat lijkt te komen door verschillende factoren, zoals een gebrek aan eigen middelen, een hogere volatiliteit van de mondiale markt en strengere financieringseisen vanuit banken.

Beperking kredietverlening MKB

Sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008, zijn verschillende maatregelen genomen om financiële instellingen sterker te maken. Voor banken zijn de minimale risico-gewogen kapitaaleisen nu drie tot vijf keer hoger dan voor de crisis.²

¹ Uit de "longread" Brabant Vernieuwt van de Provincie Noord-Brabant (2016)

² Analyse uit de Miljoenennota 2017, Rijksoverheid, d.d. 20 september 2016.



Internationale kapitaaleisen schrijven voor dat een bank een lening financiert met een minimum hoeveelheid eigen vermogen. De hoeveelheid beschikbaar eigen vermogen begrenst dus de leencapaciteit van financiële instellingen. Door de kredietverliezen tijdens de financiële crisis vanaf 2008 en een aanscherping van de kapitaaleisen moeten banken hun kapitaalratio's verbeteren en vervolgens permanent op een hoger niveau aanhouden. Dit leidt structureel tot risicomijdend gedrag van de systeembanken, waardoor zij in mindere mate aan de vraag naar grotere leningsarrangementen voor een scale-up kunnen voldoen. De capaciteitsrestricties van de systeembanken kunnen niet zomaar worden weggenomen en het is maar de vraag of andere financiële marktpartijen in het teruggevallen aanbod kunnen voorzien. Wellicht kan het aanbod aan financieringsinstrumenten worden verbeterd of verrijkt.

Marktfalen bij innoverende bedrijven

Voor veel bedrijven is het moeilijk om de financiële stap te overbruggen van het ontwikkelen van technologische kennis naar het succesvol in de markt zetten van een product of dienst. Dat komt onder meer omdat er een lange- en kapitaalintensieve periode nodig is om dit te kunnen doen. Formele investeerders en banken zien dat als een risico dat ze niet graag nemen, waardoor de poging van het in de markt zetten van een product of dienst makkelijk kan stranden. De Valley of Death voor bedrijfsfinanciering is een metafoor voor ondernemers die gedurende een bepaalde ontwikkelingsperiode relatief veel geld nodig hebben om innovatie te financieren. Aan het begin van product- of dienstontwikkeling is er veel onzekerheid en is het ondernemen extra risicovol. Er moet vaak nog onderzoek verricht worden, met prototypes, doorontwikkeling, opschaling en marktverkenning. Vaak worden juist in die periode hoge kosten gemaakt, terwijl de omzet nog op zich laat wachten. Financiering in deze startup fase heeft meestal de omvang tussen € 100.000 en € 5 miljoen.

Voor de vroegste fase van ontwikkeling zijn in de markt verschillende vormen van Venture Capital ontwikkeld (b.v. seed-, start- of later stage venture financiering). In de ontwikkelfase die daar op volgt gaat het meestal om groeifinanciering of de financiering van overnames. Een belangrijk verschil tussen een later stage venturefinanciering enerzijds en een groeifinanciering anderzijds, is dat er bij de later stage ventures nog geen uitontwikkeld business model of product is en dat er geïnvesteerd wordt in de ontwikkeling hiervan. Bij een groeifinanciering is dat business model er wel en wordt de investering met name gebruikt voor schaalvergroting.

Onderscheid tussen snelle groeiers en scale-up bedrijven

De termen startup, snelle groeier, gazelle en scale-up worden nog wel eens wat door elkaar gehaald. Het zijn ten dele ook overlappende begrippen. Er zijn ook geen al te vaste begripsomschrijvingen voor deze verschillende termen. Doorgaans is een startup bedrijf een nieuw technologie-gedreven bedrijf met een vernieuwend idee waarbij een product of dienst ontwikkeld wordt die schaalbaar en herhaalbaar is. Het product of de dienst van de startup wordt één keer ontwikkeld en steeds opnieuw verkocht, de startup is dus altijd gericht op groei. Doorgaans zitten de startups in de innovatieve hoek van de economie, met nieuwe producten, diensten, productie-methoden en markten.

Snelle groeiers zijn bedrijven die gedurende een periode van 3 jaar een groei van meer dan 20% per jaar gerealiseerd hebben in werknemers en/of omzet. Aan het begin van de periode moet een bedrijf 10 of meer medewerkers hebben en/of een omzet van minstens € 5 miljoen. Deze definitie is afkomstig van de OESO en Eurostat³ en wordt gebruikt door de meeste bureaus en organisaties voor statistiek en onderzoek. De drempelwaarden (minimaal 10 medewerkers en/of een omzet van meer dan € 5

³ Eurostat-OECD (2008). *Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics*. p61.



miljoen) zijn opgenomen in de definitie om te voorkomen dat microbedrijven (waaronder startups) die snelle groei doormaken worden aangemerkt als snelgroeiend bedrijf. Zonder de drempelwaarde zou een bedrijf dat groeit van 1 naar 2 medewerkers automatisch een snelgroeiend bedrijf zijn, terwijl de economische impact maar klein is. Kortom: niet alle startups zijn snelle groeiers. Snelgroeiende bedrijven zijn dus bedrijven die de startup fase al aan het zijn ontgroeien. Bedrijven die al in staat zijn om nieuwe groeiemarkten aan te boren met personeel en omzet. Onder de snelgroeiende bedrijven bevinden zich echter ook minder innovatieve bedrijven, die hun omzetgroei realiseren door schaalvergroting of door bijvoorbeeld hogere prijzen te hanteren en niet zo zeer door innovatie of het betreden van nieuwe markten.

Gazellen zijn volgens de OESO snelgroeiende bedrijven die jonger zijn dan 5 jaar. Die dus wel al 3 jaar omzetgroei van 20% per jaar laten zien en minimaal een omzet hebben van € 5 miljoen. Echter, de Gazelle competitie van bijvoorbeeld het Financieel Dagblad laat bedrijven toe die een omzet vanaf € 100.000 hebben. Dat leidt tot aanzienlijke begripsverwarring, zeker wanneer er persberichten verschijnen dat het aantal gazellen in Nederland significant stijgt (terwijl dit uit OESO optiek mogelijk vooral een stijging van startups betreft, maar niet van gazellen).

Scale-up bedrijven zijn snelgroeiende bedrijven die aan de vooravond staan van een significante groeisprint. Bureau Deloitte hanteert een definitie dat een scale-up bedrijf gemiddeld minimaal \$ 10 miljoen omzet moet hebben en 5 jaar bestaat.⁴ Heel strikt genomen kan een scale-up bedrijf dan geen gazelle zijn. In de praktijk lopen die begrippen dus nogal door elkaar, dat is soms verwarrend.

Dit onderzoek richt zich op technologie-gedreven scale-up bedrijven. Dit zijn zowel nieuwe bedrijven (doorgroeierende startups, gazelles en snelle groeiers), maar ook bestaande bedrijven, zoals familiebedrijven, die aan de vooravond staan van een grote schaalsporg. Bedrijven die niet technologie-gedreven zijn vallen dus buiten de scope van dit onderzoek. De officiële definitie van MKB bedrijven beperkt het aantal werknemers van MKB bedrijven tot 250 (fte). We zien in de praktijk dat ook zogeheten kleine midcap-bedrijven (tot 3.000 werknemers) worstelen met scale-up investeringen. Soms worden deze kleine midcap bedrijven aangeduid als MKB+.

De “Second Valley of Death”

Ondernemers worden met de zogeheten Second Valley of Death geconfronteerd als ze na de ontwikkeling van een nieuw product of dienst willen opschalen en een nog kapitaalintensievere investering willen plegen tussen € 2,5 en € 50 miljoen. In die fase zijn er opnieuw relatief grote onzekerheden en bijvoorbeeld weinig bewezen of gegarandeerde cashflows. Systeembanken zijn dan ook zeer terughoudend in deze fase van bedrijfsontwikkeling. De afgelopen decennia is er al veel `beleidsaandacht` geweest (en nog steeds) voor het overbruggen van de (first) Valley of Death voor deze startende bedrijven. In de provincie Noord-Brabant is een behoorlijk uitgebalanceerd aanbod beschikbaar van subsidieregelingen en fondsen, in beheer bij onder meer het subsidieloket Stimulus en de regionale ontwikkelingsmaatschappij (BOM). MKB bedrijven hebben dus mogelijkheden om deze first Valley of Death te kunnen overbruggen. Voor de zogeheten Second Valley of Death is het overheidsinstrumentarium veel beperkter.

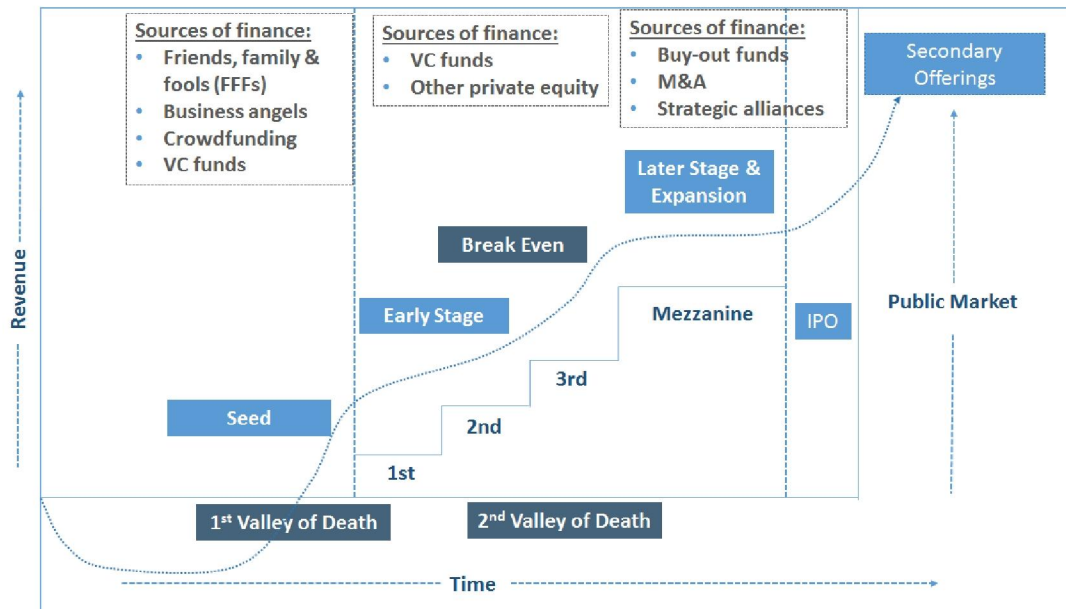
In onderstaande figuur van de het Centre for Strategy and Evaluation Services (CSES) staat de problematiek van de zogeheten Second Valley of Death schematisch weergegeven.⁵ In de figuur staat de levenscyclus van een groeiend bedrijf, uitgezet tegen

⁴ Uit het rapport: *Scale-up: The Experience Game*, van Deloitte en THNK, juli 2015

⁵ Uit het rapport: *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds*, van het CSES uit oktober 2015, geschreven in opdracht van de Europese Commissie, DG Onderzoek en Innovatie.



de omzet. In de eerste fase (First Valley of Death) is er vaak negatieve omzet (veel investeren, nauwelijks inkomsten). In de Second Valley of Death is er weliswaar een positieve omzet, maar is er ook een enorme omzetgroei, die grote investeringen vergt met risico's. Daarna kan een zogeheten IPO plaatsvinden, een Initial Public Offering (beursintroductie) waarbij een bedrijf aandelen te koop aanbiedt aan het publiek via de effectenbeurs (zoals de beursgang van Facebook).



Figuur 1.1: The First and Second Valley of Death CSES

Dit onderzoek focust dus op deze Second Valley of Death en de scale-up bedrijven die zich in deze fase begeven.

Het belang van snelgroeiende bedrijven

Snelgroeiende bedrijven leveren een belangrijke bijdrage aan de Nederlandse economie. Ze genereren per definitie veel nieuwe omzet en creëren ook veel nieuwe banen. Uit onderzoek van het Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE) uit 2016 blijkt dat gedurende de periode 2011-2014 snelgroeiende bedrijven een gemiddelde omzetgroei hebben gerealiseerd van 119% en dat de werkgelegenheid van deze bedrijven is toegenomen met 125%.⁶ Gemiddeld zijn snelgroeiende bedrijven in de afgelopen drie jaar gegroeid van 20 naar 45 fulltime medewerkers. Gedurende de periode 2011-2014 hebben 2.800 snelgroeiende bedrijven in Nederland in ruim 70.000 nieuwe banen gecreëerd. En dat in een periode waarin landelijk juist bijna 150.000 banen verloren gingen door de naweeën van de financiële crisis.

Kapitaalmarktonderzoek gewenst

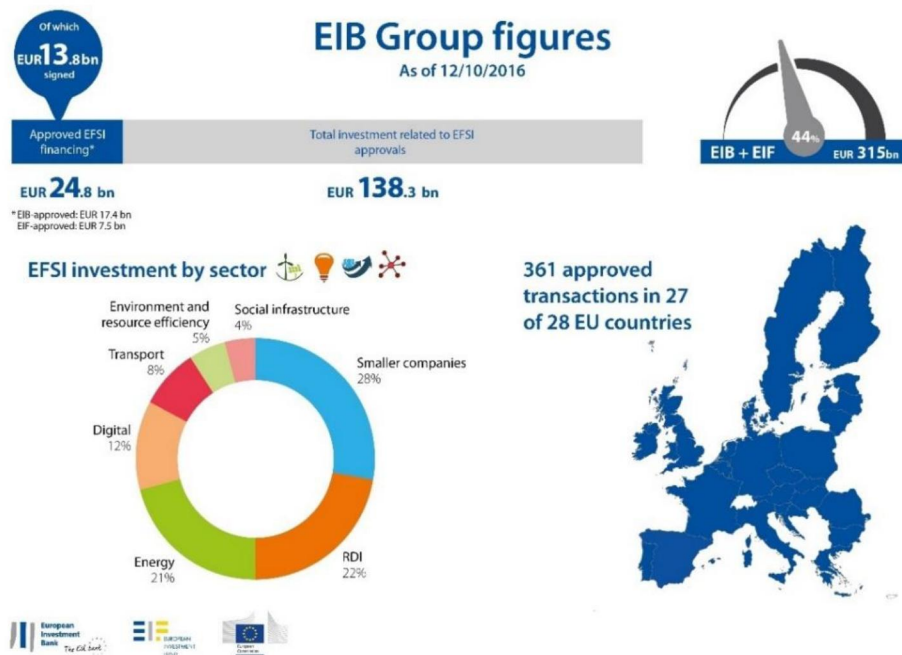
De provincie Noord-Brabant heeft besloten een kapitaalmarktonderzoek te laten verrichten om het financieringsperspectief van snelgroeiende Brabantse bedrijven beter in beeld te krijgen. De provincie wil graag weten of er in Brabant inderdaad een financieringslacune bestaat voor de snelle groeiers en als dat zo is welke oplossingsrichting de snelle groeiers daar mogelijk bij kan helpen. De gedachten gaan uit naar de inrichting van een publiek of publiek-privaat financieel instrument.

⁶ Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE): *Snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant* (2016)



Cofinanciering met EFSI

Een interessante mogelijkheid voor de provincie Noord-Brabant is om bij het oplossen van het mogelijke financieringsprobleem gebruik te maken van het Europees Fonds voor Strategische Investeringen (EFSI). Het lopende EFSI-programma zet € 16 miljard garantiekapitaal van de EU en nog eens € 5 miljard kapitaal van de Europese Investeringsbank (EIB) in om in totaal € 315 miljard aan private investeringen te mobiliseren. Doel van de Europese Commissie is om dit EFSI fonds de komende jaren zelfs te verdubbelen. De EFSI-middelen kunnen een welkome aanvulling zijn op het budget dat de provincie overweegt in te zetten. De bundeling van deze (publieke) bedragen heeft het potentieel om een significant privaat investeringsvolume te genereren. In onderstaande infographic van de Europese Investeringsbank staat de actuele stand van zaken rond EFSI schematisch weergegeven.⁷



Figuur 1.2: EFSI dashboard oktober 2016

Onderzoek volgens de EU methodologie

Bij de inzet van EU cofinanciering (zoals EFSI-middelen) is vooraf een zogeheten ex ante kapitaalmarktonderzoek gewenst. Dit onderzoek dient uitgevoerd te worden volgens een vaste EU methodologie⁸. Deze methodologie bevat een tweetrapsraket. Deel 1 omvat een marktanalyse, een 'foto' van de actuele marktsituatie rond vraag en aanbod. Als deel 1 van het onderzoek voldoende helderheid biedt en nut en noodzaak van een nieuw financieel instrument bevestigt, dan volgt de stap naar deel 2 over de opzet en werking van het (voorgenomen) instrument. Deel 2 richt zich op de investeringsstrategie, de te verwachten resultaten en de voorwaarden voor een flexibel inzetbaar instrument. Het FI-Compass loket heeft een video laten maken over het hoe en waarom van een formeel ex ante onderzoek.⁹



⁷ Dashboard van de EIB website: http://www.eib.org/efsi/efsi_dashboard_en.jpg

⁸ *Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*, gepubliceerd door de Europese Commissie en de EIB in april 2014.

⁹ https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/ExAnte_Complete_1.mp4



1.2 Doel van het onderzoek

De provincie Noord-Brabant overweegt een financieel instrument in te richten om de beschikbare financieringscapaciteit voor snelgroeiende bedrijven te vergroten en de toetredingsbarrières voor financiering te verlagen. De scope van het voorgenomen instrument is gericht op het overbruggen van de zogeheten second Valley of Death. Het instrument richt zich dus op de snelle groeiers (scale-ups). Dit kunnen MKB-bedrijven zijn en zogeheten kleine midcap-bedrijven (tot 3.000 werknemers). Aantrekkelijk voor de provincie Noord-Brabant is om een dergelijk instrument mede te financieren door EU middelen (zoals EFSI). De EU middelen kunnen een stevige impuls bieden op het budget dat de provincie overweegt beschikbaar te stellen. De bundeling van deze bedragen heeft het potentieel om een significant privaat investeringsvolume te genereren.

Het ex-ante kapitaalmarktonderzoek dient derhalve drie doelen: eerst en vooral om gefundeerde uitspraken te kunnen doen over nut en noodzaak van een voorgenomen financieringsinstrument. Het tweede doel is meer van formele aard, namelijk om voldoende onderbouwing aan te leveren voor het mogelijk betrekken van EU kapitaal. En het derde doel is praktische informatie verzamelen voor het effectief inrichten van de mogelijke financieringsfaciliteit.

Lysias Advies onderzoekt vier hypothesen in dit ex-ante kapitaalmarktonderzoek, die de opdrachtgever (provincie Noord-Brabant) vooraf zelf heeft verwoord. Mocht een hypothese door de onderzoeksresultaten worden ontkracht, dan maken we in het ex-ante onderzoek duidelijk welke stellingname dan wel kan worden verantwoord. De hoofdhypothese luidt:

1. In de provincie Noord-Brabant is er voor de overbrugging van de 'second Valley of Death' geen goede toegang tot financiering voor de snelle groeiers (MKB-bedrijven die door scale-up een MKB-plus of grootbedrijf willen worden).

Daarnaast toetsen we drie afgeleide hypothesen:

2. Het financiële instrument is vooral geschikt voor bedrijven die over een periode van 3 achtereenvolgende jaren een groei laten zien van 20% per jaar of meer.
3. Er is behoefte aan risicokapitaal in de vorm van (achtergestelde) leningen, participaties en garanties voor bedragen van € 10 miljoen of meer.
4. Dit speelt vooral binnen de brede technologische sector en specifiek binnen HTSM.

In het kapitaalmarktonderzoek volgen we nauw de procesaanpak zoals die beschreven staat in het offerteverzoek en in de EU methodiek.

1.3 Onderzoekskader

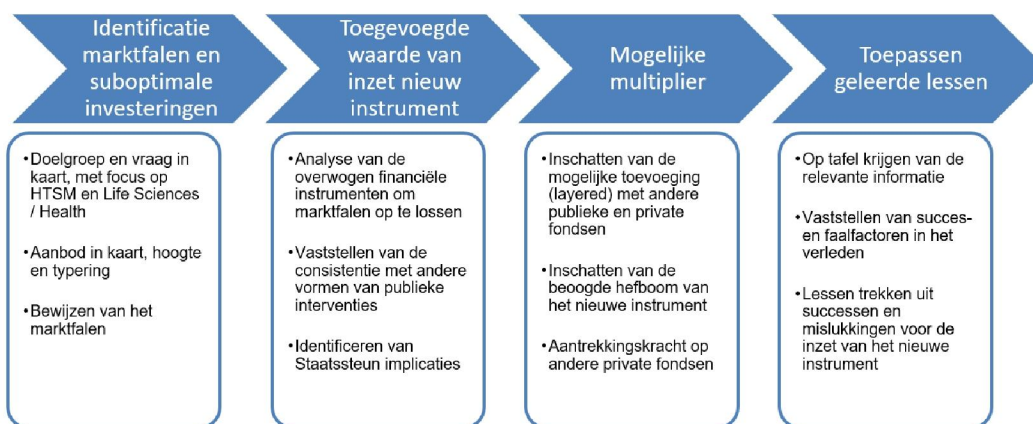
Om tot een effectieve en efficiënte uitvoering van dit onderzoek te komen, volgen wij de onderzoeksoepzet, systematiek en aanpak uit de EU methodologie. Dat is in Nederland geen onontgonnen terrein. Met name in de Randstad zijn al diverse ex-ante kapitaalmarktonderzoeken verricht voor cofinanciering uit EFRO fondsen.¹⁰ Deze onderzoeken zijn in hun methodologie, aanpak, begrippenkader en Nederlands woordgebruik in lijn met de eisen van de Europese instituties. Omwille van consistentie en herkenbaarheid hanteren we in dit onderzoek dezelfde definities en begrippen als in deze bewezen onderzoeken, die aantoonbaar passen binnen de criteria en het beleid van de EU.

¹⁰ Zie: <http://www.kansenvoorwest2.nl/financieringsinstrumenten>



In Europa is al veel onderzoek verricht naar snelgroeiende bedrijven. Bij het Nederlandse Investeringsagentschap (NIA) en bij de EIB zijn al veel onderzoeksrapporten en -gegevens beschikbaar. Belangrijk voor de oprichting van een effectief en doeltreffend instrument, is een heldere afbakening van de doelgroep, een duidelijk inzicht in vraag en aanbod van kapitaal en een heldere opzet van het instrument. Het verwerven van dergelijke inzichten is essentieel om in de praktijk tot een adequate inrichting van het instrument te kunnen komen.

Dit kapitaalmarktonderzoek zetten we conform de EU-methodologie op en dat gaat volgens een tweetrapsraket. Deel 1 omvat de marktanalyse die bestaat uit vier stappen. Het resultaat is een 'foto' van de actuele marktsituatie rond vraag en aanbod. Daaruit wordt duidelijk of er sprake is van marktfalen, of en in welke mate een (nieuw) instrument toegevoegde waarde heeft, wat de mogelijke multiplier is in termen van investeringskapitaal en welke lessen er zijn te leren zijn uit eerdere ervaringen of alternatieven. Deel 1 valt uiteen in de volgende vier stappen:



Figuur 1.3: Bouwblokken marktanalyse (conform EU methodologie)

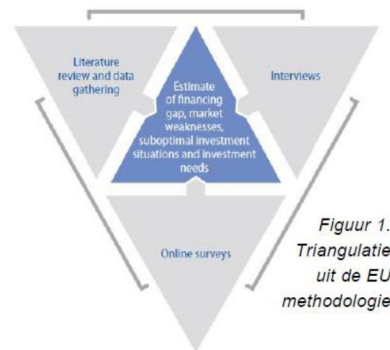
Deel 2 richt zich op de opzet en werking van een (voorgenomen) instrument. Aan de orde komen de investeringsstrategie, de te verwachten resultaten en de voorwaarden voor een flexibel inzetbaar instrument. Deze drie stappen zijn als volgt te omschrijven:



Figuur 1.4. Bouwblokken opzet en werking (conform EU methodologie)

1.4 Onderzoeksaanpak

In ons onderzoek hebben we gebruik gemaakt van verschillende informatiebronnen. Dit betreft bestaande marktinformatie over vraag en aanbod van kapitaal, over randvoorwaarden en eisen om daar gebruik van te kunnen maken en bijvoorbeeld over overheids-instrumenten. Er is al veel onderzoek in Europa gedaan naar scale-up financiering en ook in mondiaal perspectief is veel informatie beschikbaar. We hebben daar een ordening en actualisatieslag overheen gedaan. En aanvullend hebben we ook nieuwe informatie (data) opgehaald en verwerkt, omdat voor Brabant een aantal cijfers en inzichten nog niet regio-specifiek op een rij stonden.



Figuur 1.
Triangulatie
uit de EU
methodologie

De EU methodologie hanteert een driehoeksmeting (triangulatie) voor het verzamelen van informatie. We hebben deze triangulatie gehanteerd en aldus informatie verzameld via:

- **Deskresearch en bewerking van bestaande data:** we hebben allereerst data van lokaal-regionale bronnen, van nationale bronnen en van de EU op een rij gezet. Nationaal en Europees zijn er cijfers bekend over groeifinanciering (bij o.a. DNB, RVO en het Ministerie van EZ). Ook hebben we regio-specifieke data van de Kamer van Koophandel en het CBS gebruikt, alsmede informatie van de Brabantse ontwikkelingsmaatschappij (BOM). Ook hebben we data en rapporten gebruikt die we verkregen hebben via het Nederlandse Investeringsagentschap (NIA).
- **Interviews:** we zijn in gesprek gegaan met (gespecialiseerde) medewerkers en directieleden van specifieke bedrijven die zich juist in deze groeifase bevinden, instituten en marktpartijen die financieringsinstrumenten aanbieden (publiek en privaat), overheden en toezichtorganisaties en relevante sectororganisaties. In bijlage 2 staat een lijst van de personen die we geïnterviewd hebben.
- **Enquête:** als derde onderdeel van de triangulatie hebben we een digitale enquête verricht onder de doelgroep van bedrijven in Noord-Brabant, met een focus op de financieringsbehoefte en de randvoorwaarden die deze bedrijven in de praktijk tegen komen.

Voor het verzamelen van de adressen van huidige en potentiële Brabantse scale-up bedrijven hebben we gebruik gemaakt van diverse bronnen. Zo heeft de Erasmus Universiteit in opdracht van de BOM in het voorjaar van 2016 een onderzoek verricht naar het aantal Brabantse snelgroeibedrijven.¹¹ De bevindingen en resultaten van dit onderzoek hebben we meegenomen in dit rapport. Bureau KplusV heeft in opdracht van Brainport Network een ruwe inventarisatie van scale-up bedrijven in Brabant opgesteld¹². Ook deze bedrijven zijn meegenomen in de enquête. Lysias heeft voorts MKB bedrijven geselecteerd op basis van interne lijsten van subsidies die in het kader van innovatieprogramma's en -regelingen zijn verstrekt in Brabant, zoals Horizon2020, EFRO, ESF, ELFPO, het Crossroads programma (INTERREG van Vlaanderen en Nederland) en de Brabantse MIT-regeling. Met deze verschillende acties hebben wij een compleet beeld van de relevante doelgroep gekregen om een representatieve groep te kunnen benaderen en raadplegen.

¹¹ *Snelgroeibedrijven in Noord-Brabant*, rapport van het Erasmus Centre for Entrepreneurship (2016, niet openbaar)

¹² Bureau KplusV heeft deze inventarisatie verricht in het kader van de ontwikkeling van een zogeheten Scale-up dashboard, <http://www.brainportnetwork.nl/>



2 Analyse van de markt

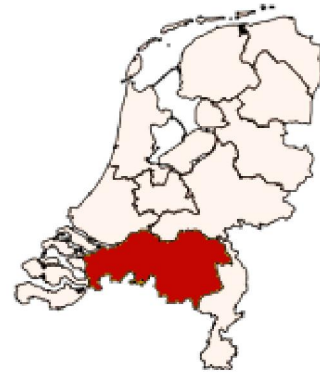
In lijn met de EU-methodologie voor ex-ante kapitaalmarktonderzoek begint dit hoofdstuk met een brede analyse van de markt waarbinnen de doelgroep van het beoogd financieel instrument, snelgroeiende bedrijven, opereert. Eerst beschrijven we de Brabantse economie en het Brabantse vestigingsklimaat. Daarna het belang en de afbakening en tot slot de stand van zaken van snelgroeiende bedrijven in Brabant.

2.1 Noord-Brabant in macro-economisch perspectief

We schetsen hieronder een beknopt beeld van de economie in Noord-Brabant, om beter te begrijpen in welke context snelgroeiende bedrijven opereren. Daarbij maken we gebruik van gangbare macro-economische indicatoren. Waar mogelijk vergelijken we de Brabantse situatie met andere Nederlandse provincies.

Bruto binnenlands product (bbp)

Het bruto binnenlands product (bbp) is de meest gebruikte maatstaf om uitspraken te doen over de welvaart in een regio. Het Nederlandse bbp bedraagt ruwweg € 900 miljard. Het bbp van Brabant heeft een omvang van meer dan € 100 miljard en draagt voor ongeveer 15% bij aan de Nederlandse economie.¹³ De laatste jaren kende Nederland een gematigde economische groei, inmiddels trekt de economie weer aan. In 2015 groeide het bbp van Nederland met circa 2% (exclusief delfstoffenwinning). In Brabant lag de groei met 2,8% hoger dan het landelijk gemiddelde. In Europees vergelijk is het bbp van Brabant groter dan alle drie de Baltische staten bij elkaar en vergelijkbaar met dat van de lidstaat Hongarije.



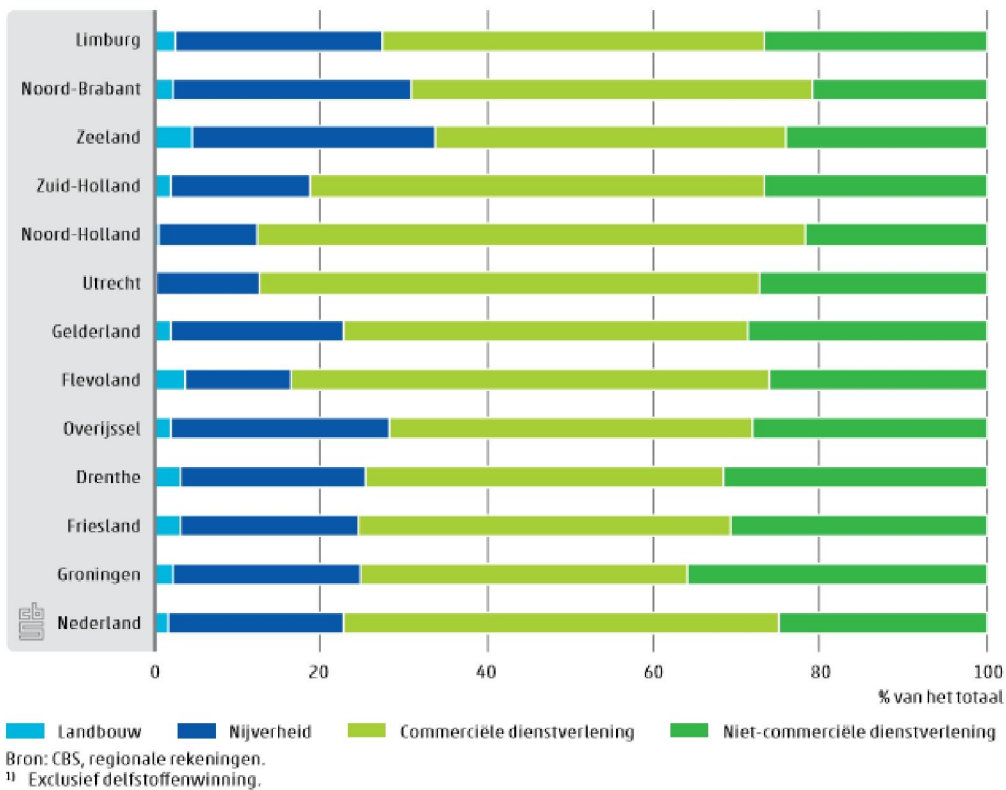
In 2014 bedroeg het bbp per hoofd van de bevolking in Nederland € 38.000. De provincie Noord-Brabant lag met € 40.500 boven het landelijk gemiddelde. In de provincie Noord-Holland was het bbp per inwoner het hoogst (€ 48.800) en in Friesland het laagst (€ 26.500). In de periode 2010-2014 is het bbp per inwoner in Nederland met 3,7% gestegen. De sterke economische groei in Noord-Brabant heeft zich vertaald in de grootste stijging van het bbp per inwoner van alle provincies (6,3%).¹⁴

Productiestructuur

De Nederlandse economie is vooral een diensteneconomie. De toegevoegde waarde van de sector diensten bedraagt 77% van het totaal. Tussen de provincies zijn op dit punt duidelijke verschillen waar te nemen. In Noord-Holland en Utrecht is dienstverlening relatief het sterkst vertegenwoordigd. Voor Noord-Brabant is dit ook een belangrijke sector. Daarnaast is er relatief veel nijverheid te vinden in Noord-Brabant, Groningen en Zeeland. In Groningen hangt het hoge aandeel industriële activiteiten samen met de delfstoffenwinning (met name aardgas).

¹³ ING Economisch Bureau (december 2015). *Regio's in 2016*. p61.

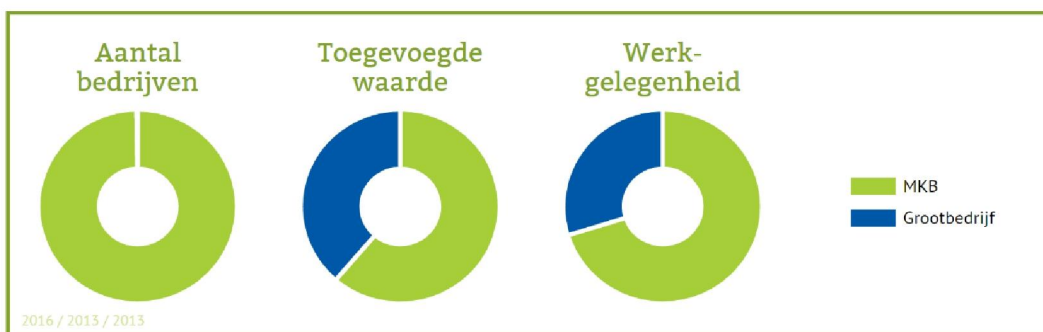
¹⁴ CBS (2015). *De regionale economie: 2014*. p10.



Figuur 2.1: Toegevoegde waarde in 2014

Bedrijfsstructuur

Het midden- en kleinbedrijf bestaat uit ondernemingen met maximaal 250 werknemers. Van alle Nederlandse bedrijven valt 96% in deze categorie. In Nederland zette het MKB in 2013 € 888 miljard om.¹⁵



Figuur 2.2: Aantal MKB bedrijven, toegevoegde waarde en werkgelegenheid

In Noord-Brabant zijn verhoudingsgewijs meer snelgroeiende bedrijven gevestigd dan in Nederland in zijn geheel, respectievelijk 5,6% en 5,4% van het totaal aan bedrijven met meer dan 10 medewerkers. Het aandeel snelle groeiers neemt echter wel gestaag af in. In 2008 viel nog 12% in die categorie. Dit betekent dat het aantal snelgroeiende bedrijven gehalveerd is in een periode van zeven jaar.¹⁶ Paragraaf 2.3 van dit hoofdstuk gaat hier verder op in.

¹⁵ Cijfers en figuur van www.staatvanhetmkb.nl, opgesteld door het CBS in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken

¹⁶ Erasmus Centre for Entrepreneurship (2016). *Snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant*. p4.



Handel met het buitenland

Het Brabantse bedrijfsleven staat bekend om haar sterke focus op buitenlandse markten. Meer dan één op de tien ondernemingen importeert of exporteert.¹⁷ Met een exportwaarde van € 36 miljard behoort Noord-Brabant samen met Zuid-Holland (inclusief de haven van Rotterdam) tot de meest exportgerichte provincies. De industrie heeft een aandeel van 65% van de totale Brabantse exportwaarde. Daarmee is de nijverheid met afstand de grootste exportsector van de regio. Daarnaast speelt ook de groothandel een belangrijke rol in de export. De topclusters Chemie, AgroFood en Hightech Systemen en Materialen (HTSM) zijn verantwoordelijk voor het grootste deel van de Brabantse export. Voorbeelden van grote bedrijven binnen deze clusters zijn Bavaria (AgroFood) en ASML (HTSM).¹⁸

Werkgelegenheid

De werkloosheid in de provincie Noord-Brabant ligt al meer dan 10 jaar onder het landelijk gemiddelde. In 2014 was 7,5% van de Nederlandse beroepsbevolking werkloos en 7,1% in Noord-Brabant.¹⁹ In 2015 is de werkloosheid in Nederland gedaald naar 6,8%, terwijl de Brabantse werkloosheid 6,5% bedroeg. De werkloosheid was het grootst in Groningen (8,5%) en het laagst in Zeeland (5,5%). Als wat verder wordt ingezoomd op Brabant blijkt dat relatief weinig jongeren werkloos zijn, maar dat de provincie slecht scoort op ouderenwerkloosheid.²⁰ De werkloosheid daalt langzamer dan dat de economie zich herstelt. Voor 2016 verwacht het ING Economisch Bureau dat de Brabantse werkloosheid 6,1% zal bedragen, en daarmee ook in 2016 onder het landelijk gemiddelde van 6,5% blijft. Technologische veranderingen kunnen een bovengemiddeld grote invloed hebben op de Brabantse arbeidsmarkt, vanwege de concentratie van hoogwaardige technologische bedrijven in de provincie.

Volgens de economische agenda 'Brabant vernieuwt' werken er in de industrie minder mensen dan vroeger. Dat is een logisch gevolg van de technologische ontwikkeling, maar wil niet zeggen dat het belang van deze sector is afgenomen. De provincie rekent voor dat elke baan in de industrie zorgt voor anderhalve baan in andere economische sectoren. Ook ligt de gemiddelde arbeidsproductiviteit hoger in de industriële sector dan bij andere sectoren in Brabant. De arbeidsproductiviteit van onder meer de detailhandel, de landbouw en de horeca ligt onder het gemiddelde.²¹ Ondanks het relatief grote aantal technologische bedrijven in Noord-Brabant, is het kennisniveau van de Brabantse beroepsbevolking relatief laag. Het aandeel hoger opgeleiden van de beroepsbevolking in Noord-Brabant ligt onder het landelijk gemiddelde.²² Daarnaast is de afstemming tussen vraag en aanbod van arbeidsvaardigheden onvoldoende.²³

Kapitaalmarkt

Toegang tot financiering is van groot belang voor de ontwikkeling van het bedrijfsleven. Echter, het volume van uitstaande leningen van grote banken aan het MKB neemt al enkele jaren af.²⁴ In Nederland werd in de periode 2015- 2016 door het MKB voor € 15,4 miljard aan financiering aangevraagd en 72%, (€ 11,7 miljard) toegewezen. Sinds de financiële crisis in 2008 uitbrak, zijn landelijk en internationaal veel stappen gezet en maatregelen genomen om financiële instellingen sterker te maken.

¹⁷ ING Economisch Bureau (december 2015). p61.

¹⁸ *Brabant vernieuwt*, zie: www.brabant.nl/subsites/brabantvernieuwt.aspx

¹⁹ CBS (februari 2016). *Werkloosheid het hardst gedaald in Flevoland*. <<https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2016/08/werkloosheid-het-hardst-gedaald-in-flevoland>>

²⁰ ING Economisch Bureau (december 2015). p8.

²¹ Provincie Noord-Brabant (1 maart 2016).

²² ING Economisch Bureau (juni 2014). p7.

²³ Erasmus Universiteit Rotterdam en Universiteit Utrecht (10 augustus 2016). p7.

²⁴ Financieringsmonitor 2016, oktober 2016, Panteia



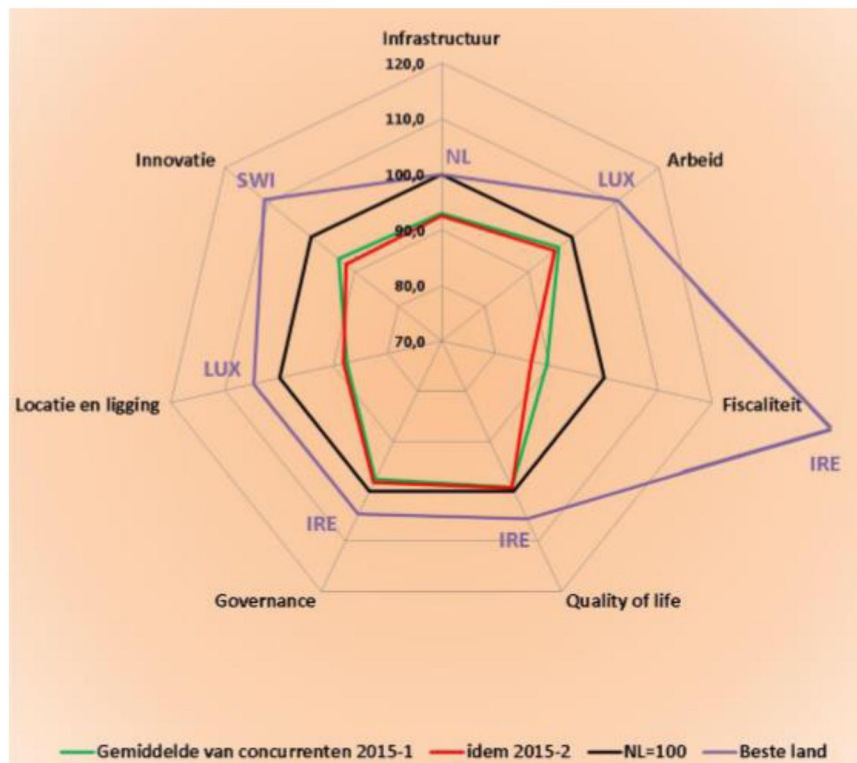
Voor banken zijn de minimale risico-gewogen kapitaaleisen nu drie tot vijf keer hoger dan voor de crisis. Daarnaast moeten banken uiterlijk in 2018 voldoen aan een kapitaaleis van minimaal 4% van de totale balansomvang (leverage ratio). Hierdoor moeten zij zich meer met eigen vermogen financieren. De leverage ratio van de totale Nederlandse bankensector is gestegen van 3,4% in 2014 naar 4% in 2016.²⁵

2.2 Staat van het Brabantse vestigingsklimaat

Deze paragraaf is gericht op het in kaart brengen van het Brabantse vestigingsklimaat: het geheel aan factoren dat bepaalt hoe aantrekkelijk het is om een vestiging van een bedrijf te openen in de regio. Dit geeft inzicht in de kansen en belemmeringen van snelgroeiende bedrijven om door te groeien in Brabant.

Het Nederlandse vestigingsklimaat

De kwaliteit van het Brabantse vestigingsklimaat is uiteraard nauw verbonden met het Nederlandse vestigingsklimaat in totaliteit. Een benchmark van de Netherlands Foreign Investment Agency (NFIA) laat zien dat het Nederlandse ondernemingsklimaat over het algemeen genomen goed is. Nederland scoort vooral gemiddeld sterk: er zijn nauwelijks echt zwakke punten. Alleen op infrastructuur presteert Nederland beter dan de belangrijkste Europese concurrenten. Bij andere factoren moet Nederland één tot vier Europese concurrenten boven zich dulden.²⁶ Dat betreft factoren die zwaar wegen voor snelgroeiende bedrijven, zoals de beschikbaarheid van talent en onderzoek, sociale premiedruk, investeringsbescherming en ontslagbescherming.²⁷



Figuur 2.3: Het Nederlandse vestigingsklimaat (NFIA)

²⁵ Uit de Miljoennota 2016, september 2016

²⁶ NFIA (oktober 2015). *Monitor vestigingsklimaat 2015*.

²⁷ Ministerie van EZ (januari 2016). *Aanbieding eerste Monitor Vestigingsklimaat*. p3.



In 2016 is Nederland gestegen van de 5e naar de 4e plaats op de wereldranglijst van meest concurrerende economieën ter wereld. Door Duitsland te passeren, is Nederland nu de meest concurrerende economie van de EU. Mondiaal zijn alleen Zwitserland, Singapore en de VS concurrerder, zo blijkt uit de jaarlijkse ranglijst van het Global Competitiveness Report dat is opgesteld door het World Economic Forum.²⁸ De vierde positie is de hoogste ranking die Nederland ooit heeft gehad en is te danken aan een infrastructuur van wereldklasse, kwalitatief hoogstaande gezondheidszorg, uitmuntend hoger onderwijs en een blijvende focus op innovatie. Het rapport stelt dat het beleid van de overheid de afgelopen jaren actief heeft bijgedragen aan het versterken van de Nederlands positie. De onderzoekers noemen onder andere het gevoerde macro-economisch beleid, het gezond maken van de overheidsfinanciën en de hervormingen op de arbeidsmarkt als positieve overheidsmaatregelen.

Naast lof, wijst het Global Competitiveness Report rapport ook op een opmerkelijke achilleshiel van het Nederlandse concurrentievermogen: de financiële dienstverlening van banken aan het bedrijfsleven. Zo wijzen de onderzoekers er onder meer op dat de krediet- en kapitaalverstrekking aan het MKB en startups nog stukken beter kan. Nederlandse banken stellen in afnemende mate risicodragend kapitaal beschikbaar aan ondernemers en start ups. Op dat punt neemt Nederland slechts de 54ste plek in op de ranglijst van 138 landen. Ook het vermogen van Nederlandse banken om het bedrijfsleven relevante financiële dienstverlening te bieden neemt af (van de 11de naar de 35ste positie in 2016).



Het Brabantse vestigingsklimaat

De provincie Noord-Brabant kent binnen Nederland en in de EU een relatief goed vestigingsklimaat. De Erasmus Universiteit Rotterdam (EUR) en de Universiteit Utrecht (UU) hebben in 2016 een benchmark uitgevoerd naar de kwaliteit van het Brabantse vestigingsklimaat. Uit de benchmark komt naar voren dat Brabant concurrerder is dan veel van haar belangrijkste concurrenten (Limburg, Gelderland, Zuid-Holland, Vlaams-Brabant, Düsseldorf, Baden-Württemberg, Beieren, Parijs en Londen). Alleen de regio's Beieren, Parijs en Londen komen beter uit de bus. Noord-Brabant mist wel agglomeratiekracht, mede omdat de grootste Brabantse steden relatief bescheiden zijn van omvang. De kleine schaal van stedelijke regio's kan Noord-Brabant onvoldoende compenseren met specialisatie en regionale clustervorming; op dat aspect doet de provincie het minder goed dan de meeste concurrenten.



Kenniseconomie

Wat opvalt in de voorgenoemde benchmark van EUR en UU is dat Noord-Brabant 'uitzonderlijk' goed scoort op de factor kenniseconomie, in het bijzonder op aspecten als patenten, private onderzoek en ontwikkeling (O&O) en de kwaliteit van universiteiten. Met grote bedrijven als Philips en ASML kent de regio enkele van de grootste investeerders van Nederland in onderzoek en ontwikkeling. In de hightech (maak)industrie in de omgeving van Eindhoven wordt relatief veel aan productinnovatie gedaan.²⁹ Alleen overheidsinvesteringen in O&O zijn relatief laag te noemen. Beieren doet het op dit vlak beter, waardoor deze regio als enigste beter scoort dan Brabant wat betreft kenniseconomie.



²⁸ The Global Competitiveness Report 2016-2017, zie ook: www.weforum.org

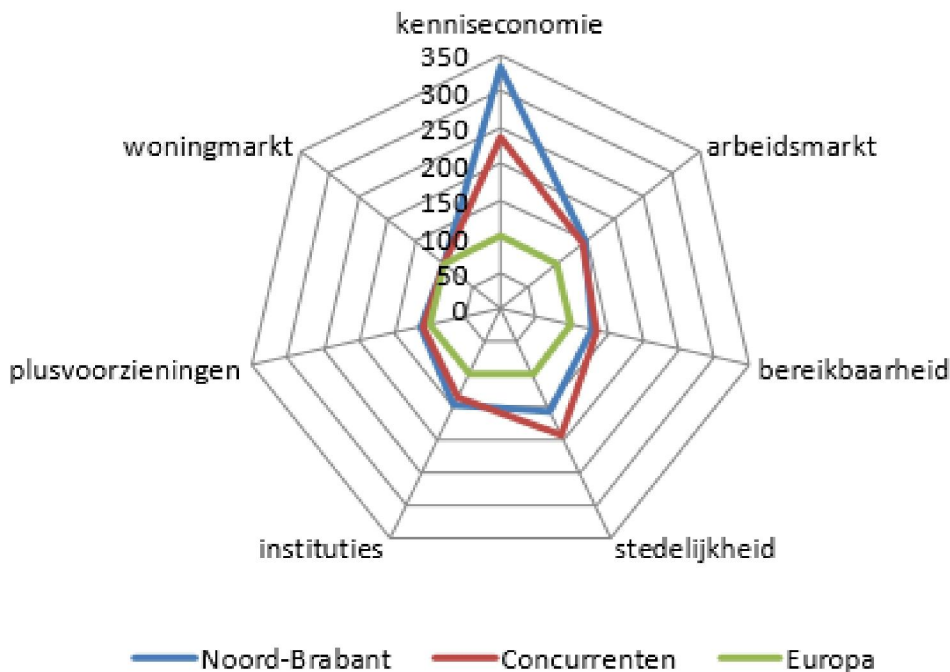
²⁹ ING Economisch Bureau (oktober 2016). *ING Innovatie Index*. p11.



Volgens de Europese Commissie (EC) behoren Utrecht en Noord-Brabant tot de meest innovatieve regio's van Europa. Zij worden beide, als enige provincies in Nederland, gerekend tot Innovatieleider: regio's met innovatieprestaties die ver boven het EU-gemiddelde liggen. In aanvulling op het onderzoek van EUR en UU roemt de EC ook het vermogen van het regionale MKB in Brabant om samen te werken en het vermogen om product- en procesinnovaties te ontwikkelen. Naast lage publieke investeringen in O&O noemt de EC niet-O&O-gerelateerde uitgaven een belangrijk aandachtspunt.³⁰

Overige factoren

Uit de benchmark van EUR en UU blijkt verder dat Brabant goed scoort op de factoren arbeidsmarkt (lage werkloosheid en hoge participatiegraad), instituties (overheid, onderwijs, belastingdienst) en plusvoorzieningen (cultuur, restaurant, natuur). Op het gebied van de arbeidsmarkt is het kennisniveau van de beroepsbevolking wel een aandachtspunt; momenteel ligt het aandeel hoger opgeleiden iets onder het landelijk gemiddelde.³¹ De prestaties van Brabant op de factor woningmarkt komt ongeveer overeen met de belangrijkste regionale concurrenten. Er zijn ook factoren waarop Noord-Brabant slechter scoort dan de concurrenten: stedelijkheid (inwoners, dichtheid, marktpotentiaal), bereikbaarheid (over weg, door de lucht, toegang tot internet) en woningmarkt (kwaliteit huizen, woonomgeving, betaalbaarheid, kosten levensonderhoud). Vooral op het gebied van stedelijkheid blijft de Nederlandse provincie achter. Dit wordt mede bepaald door de zeer hoge scores van de wereldsteden Londen en Parijs, maar ook Düsseldorf en Zuid-Holland doen het beter dan Brabant wat betreft stedelijkheid.³²



Figuur 2.4: Het Brabantse vestigingsklimaat³³

³⁰ EC (juli 2016). *Regional Innovation Scoreboard 2016*. p11.

³¹ ING Economisch Bureau (juni 2014). p7.

³² Erasmus Universiteit Rotterdam en Universiteit Utrecht (10 augustus 2016). *Internationalisering vestigingsklimaat Noord-Brabant*. p2-4

³³ Erasmus Universiteit Rotterdam en Universiteit Utrecht (10 augustus 2016). p3.



Clusters

De Erasmus Universiteit Rotterdam en de Universiteit Utrecht hebben ook de Brabantse concurrentiepositie voor de huidige en toekomstige sterke economische clusters onderzocht. Deze clusters zijn HTSM, logistiek, food, chemie, life sciences, maintenance en biobased economy en zijn toegelicht in het Economisch Programma Brabant 2020³⁴ en de economische agenda 'Brabant vernieuwt'.³⁵ Een vergelijk van regio's op clusterkracht: de mate van specialisatie van de sector, regionale cluster-vorming en internationale inbedding. Wat betreft clusterkracht scoort Brabant alleen op food beter dan de belangrijkste concurrenten. De Brabantse clusterkracht in de sector chemie is gemiddeld en laag binnen de sectoren HTSM en logistiek. In alle sectoren blijft de regionale clustervorming aanzienlijk achter bij de concurrentie.³⁶



Figuur 2.5: De Brabantse clusters

Het Economisch Programma 2020 van de provincie Noord-Brabant richt zich niet alleen op de economische groei, maar kijkt ook naar de maatschappelijke uitdagingen. Zoals de verduurzaming van onze voedselvoorziening, slimme mobiliteit en de sociale aspecten van gezond ouder worden. En ook hoe hernieuwbare groene grondstoffen de rol van eindige fossiele grondstoffen over kunnen nemen. Nieuwe technieken, businessmodellen, toepassingen en markten dienen zich aan rond nieuwe biobased materialen. Dit zijn allemaal opgaven waarbij het economisch potentieel voor een belangrijk deel nog onbekend is, maar die wel passen bij het DNA van Brabant en waar kansen liggen voor de economie van de toekomst.

Overview: Brabant in macro-economisch perspectief

De Brabantse economie staat er dus goed voor. De regio kenmerkt zich door een relatief hoge bbp-groei en een hoog bbp per inwoner, met veel industriële en innovatieve bedrijvigheid en exportgerichte ondernemingen. Hoewel de werkloosheid nog vrij hoog is, ligt de Brabantse werkloosheid al jaren onder het landelijk gemiddelde. Het nog relatief lage kennisniveau van inwoners en de disbalans tussen vraag en aanbod van arbeidsvaardigheden zijn belangrijke aandachtspunten.

Het Brabantse vestigingsklimaat is aantrekkelijk. Dit komt vooral door de uitstekende prestaties van de provincie op de factor kenniseconomie. De provincie presteert goed op het aanvragen van patenten en private investeringen in O&O. Ook kent de provincie hoge scores op de factoren arbeidsmarkt, instituties en plusvoorzieningen. Brabant mist wel agglomeratiekracht, vanwege het gebrek aan grote steden (in Europees perspectief). Het lukt nog onvoldoende om dit te compenseren met specialisatie en regionale clustervorming. Ook de financiële dienstverlening van banken aan het bedrijfsleven kan internationaal gezien beter, met name bij het verstrekken van risicodragend kapitaal. Dat laatste geldt als zwak punt voor heel Nederland.

³⁴ Provincie Noord-Brabant (13 april 2012). *Economisch Programma Brabant 2020*.

³⁵ Provincie Noord-Brabant (1 maart 2016).

³⁶ Erasmus Universiteit Rotterdam en Universiteit Utrecht (10 augustus 2016). p7.



2.3 Het belang van snelgroeende bedrijven

Vanuit de focus van dit kapitaalmarktonderzoek is de afname van het aantal snelgroeende bedrijven in Brabant een punt van zorg. Snelgroeende bedrijven zijn namelijk van groot belang voor economische groei van Brabant. De analyse van de macro-economie en het vestigingsklimaat geven een beeld van de kansen en belemmeringen voor deze bedrijven, maar dat verklaart onvoldoende waarom het aantal zo gestaag afneemt. We lichten hieronder toe waarom dit alarmerend is.

Snelgroeende bedrijven gedefinieerd

Voordat het belang van snelgroeende bedrijven voor een economie kan worden beschreven, is het noodzakelijk om scherp af te bakenen wat een snelgroeend bedrijf is. Deze groep bedrijven wordt op uiteenlopende manieren gedefinieerd, waardoor (internationale) onderzoeken over snelle groeiers zich moeilijk laten vergelijken. Wat de gebruikte definities gemeen hebben is dat snelgroeende bedrijven, oftewel scale-ups, omschreven worden als bedrijven die meerdere jaren een aanhoudende en snelle groei doormaken. In dit kapitaalmarktonderzoek kiezen we de volgende formulering:

Snelgroeende bedrijven zijn bedrijven die gedurende een periode van 3 jaar een groei van meer dan 20% per jaar gerealiseerd hebben in werknemers en/of omzet. Aan het begin van de periode moet een bedrijf 10 of meer medewerkers hebben en/of een omzet van minstens € 5 miljoen.

Deze definitie is afkomstig uit een onderzoek van het Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE) naar snelgroeende bedrijven in Noord-Brabant.³⁷ Soortgelijke definities worden gebruikt door de OESO en Eurostat³⁸ en vele nationale bureaus voor statistiek. Een drempelwaarde (<10 medewerkers en/of een omzet < € 5 miljoen) is opgenomen in de definitie om te voorkomen dat microbedrijven die snelle groei doormaken worden aangemerkt als snelgroeend bedrijf. Zonder de drempelwaarde zou een bedrijf dat groeit van 1 naar 2 medewerkers automatisch een snelgroeend bedrijf zijn, terwijl de economische impact verwaarloosbaar is. Kortom, snelgroeende bedrijven zijn bedrijven die de startup fase zijn ontgroeid. Bedrijven die in staat zijn om nieuwe groeiemarkten aan te boren en sneller te groeien dan doorsnee bedrijven.

Dit betekent overigens niet dat snelgroeende bedrijven altijd jonge, innovatieve bedrijven in de hightech zijn. Snelgroeende bedrijven zijn te vinden in alle sectoren, van commerciële dienstverlening tot industrie, en in alle maten, van klein tot heel groot. Ze zijn gevestigd in steden en op het platteland en vormen soms wel en soms niet onderdeel van een regionaal cluster. Dus ook een familiebedrijf dat al generaties lang actief is, maar wel in staat is geweest om nieuwe groeiemarkten aan te boren, kan voldoen aan de bovengenoemde definitie van een snelgroeend bedrijf.

Waarom zijn snelgroeende bedrijven belangrijk?

Deloitte heeft in 2014 een onderzoek van de Universiteit van Oxford over de impact van automatisering vertaald naar de Nederlandse arbeidsmarkt. Uit het onderzoek blijkt dat 2 tot 3 miljoen banen in Nederland een groot risico lopen om te verdwijnen door automatisering. Dit heeft consequenties voor 30% tot 40% van de Nederlandse beroepsbevolking³⁹. Er zullen echter ook nieuwe banen ontstaan door automatisering. Hoewel het erg lastig is in te schatten wat de gevolgen zijn van automatisering, ligt het voor de hand dat ook in Brabant het type werkgelegenheid zal veranderen.

³⁷ Erasmus Centre for Entrepreneurship (2016). *Snelgroeende bedrijven in Noord-Brabant*. p4.

³⁸ Eurostat-OECD (2008). *Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics*. p61.

³⁹ Deloitte (30 september 2014). *De impact van automatisering op de Nederlandse arbeidsmarkt*. p24.



In een economie die met hoog tempo automatiseert is het belangrijk dat er meer hoogwaardige banen worden gecreëerd dan er verdwijnen en dat de nieuwe banen de productiviteit verhogen. De komende decennia gaat het niet om het aantal bedrijven dat wordt opgericht, maar om hoeveel van die bedrijven het lukt om op te schalen. Economieën die daar goed in zijn zullen hoge economische groei kunnen realiseren. Dat is de mogelijk de belangrijkste reden waarom er steeds meer aandacht komt voor snelgroeiende bedrijven. Uit onderzoeken blijkt dat de meerderheid van werkgelegenheids groei komt van een relatief klein aantal van dit soort bedrijven. Ze creëren niet alleen veel banen, ze zijn over het geheel genomen ook productiever dan niet-snelgroeiende bedrijven.

Creëren van banen

Onderzoek van het ECE laat zien dat economische groei in de periode 2011-2014 in Nederland gestuwd werd door een kleine groep snelgroeiende bedrijven. Het aantal werknemers is bij deze bedrijven in deze periode toegenomen met 125%. Dat betekent een gemiddelde groei van 20 naar 45 fulltime medewerkers, goed voor in totaal 70.000 nieuwe fulltime arbeidsplaatsen. Dat is een hele prestatie in jaren van krimp en gematigde economische groei; in dezelfde periode gingen namelijk in totaal 150.000 banen verloren.⁴⁰ Dit beeld wordt bevestigd in internationaal onderzoek. Anyadike-Danes en anderen hebben berekend dat snelgroeiende bedrijven goed zijn voor 6% van alle Britse bedrijven met 10 of meer medewerkers, maar wel de helft van de nieuwe banen hebben gecreëerd tussen 2002 en 2008 (voor de economische recessie in het VK). Meer specifiek: 11.530 snelgroeiende bedrijven creëerden 1,3 miljoen van de in totaal 2,4 miljoen nieuwe banen. Een analyse voor de periode 2002-2005 leverde vergelijkbare uitkomsten op.⁴¹

Hogere productiviteit

Er is relatief weinig onderzoek uitgevoerd naar de productiviteit van snelgroeiende bedrijven, in tegenstelling tot onderzoek naar de impact op werkgelegenheid. Onderzoek van Jun Du en anderen vormt hier een uitzondering op. Zij hebben onderzocht wat de relatie is tussen productiviteit en bedrijfsgroei in het VK tussen 2001-2010. Uit het onderzoek blijkt dat snelgroeiende bedrijven snellere productiviteitsgroei realiseren dan niet-snelgroeiende bedrijven en uiteindelijk een hoger niveau van productiviteit behalen. Belangrijke kanttekening is dat snelgroeiende bedrijven vaak starten met een lager basisniveau van productiviteit, waardoor productiviteitsgroei relatief eenvoudig is te behalen.⁴² Ook transnationaal onderzoek van Bravo-Biosco, dat wordt aangehaald in het vaak geciteerde 'The Scale-up report', bevestigt dat snelgroeiende bedrijven een drijvende kracht zijn achter productiviteitsgroei.⁴³

2.4 Stand van zaken snelgroeiende bedrijven

In januari 2016 presenteerde het zogeheten NLGroeit-initiatief de whitepaper 'De haperende groeimotor van het Nederlandse kleinbedrijf'⁴⁴. Op 13 januari 2016 is NLGroeit gelanceerd: een publiek-private samenwerking tussen het Ministerie van Economische Zaken, NLevator en de Kamer van Koophandel. Doelstelling van dit

⁴⁰ Erasmus Centre for Entrepreneurship (2016). p4.

⁴¹ Anyadike-Danes, M., Bonner, K., Hart, M. en Mason, C. (oktober 2009). *Measuring business growth: high-growth firms and their contribution to employment in the UK*. NESTA. p4.

⁴² Du, J., Gong, Y., Temouri, T. (maart 2013). *High growth firms and productivity: evidence from the United Kingdom*. p.

⁴³ Coutu, S. (17 november 2014). *The Scale-up report*. p23.

⁴⁴ Opgesteld door prof. dr. Justin Jansen (RSM/Erasmus Universiteit) en Occo Roelofsen (NI2025, McKinsey & Company), www.nlgroeit.nl



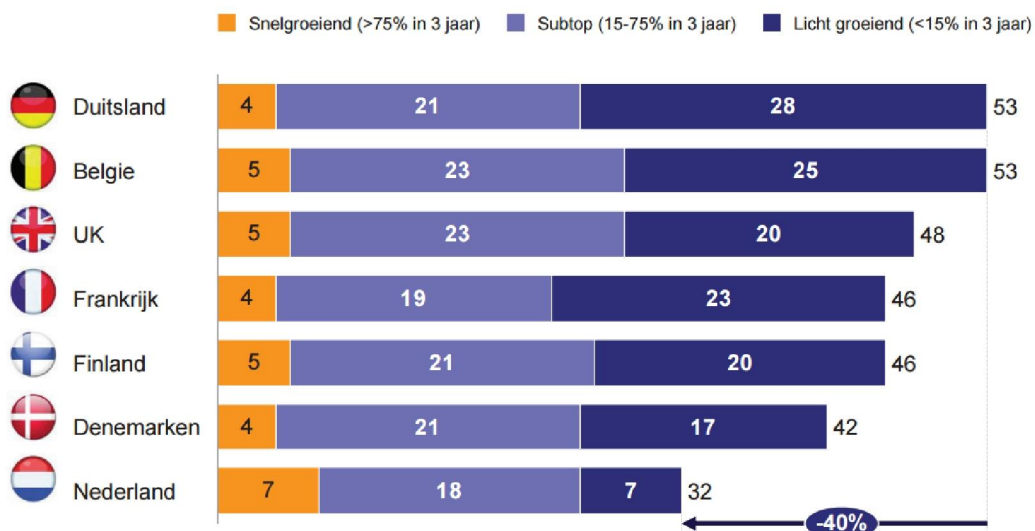
initiatief is om het groeivermogen in het midden- en kleinbedrijf in Nederland te vergroten. De whitepaper schetst een beeld van de groei in het Nederlandse MKB en van de impact hiervan op de Nederlandse economie. Het beeld dat dit onderzoek schetst, is dat Nederland de afgelopen jaren veel nieuwe initiatieven heeft ontwikkeld om het klimaat voor ondernemerschap en groei te versterken. Er zijn beleidsinstrumenten ontwikkeld voor het starten van een bedrijf, voor het aantrekken van personeel en voor financiering van nieuwe activiteiten. Daarnaast zijn er regionale ondernemersschapscentra ontwikkeld en is het ecosysteem voor startende en groeiende MKB bedrijven versterkt. Ook is ondernemerschap steeds meer een integraal onderdeel geworden binnen onderwijsprogramma's van MBO, HBO en universitaire onderwijsinstellingen. Deze initiatieven hebben hun vruchten afgeworpen.



Het aantal Nederlandse ondernemingen neemt toe, meer dan in andere landen. Er zijn nog nooit zoveel bedrijven in Nederland geweest. Eén op de zes mensen van de werkzame beroepsbevolking is inmiddels als zelfstandig ondernemer actief. In de afgelopen zeven jaar is het aantal starters in Nederland bijna verdubbeld van 5,2% tot 9,5% in 2014. Geen enkele andere kenniseconomie in de wereld kende een vergelijkbare groei in het ondernemerschap als Nederland.

Echter, het toenemend aantal bedrijven in Nederland staat in contrast met de steeds kleiner wordende groep aan bedrijven die daadwerkelijk groeien. De kloof tussen de kopgroep aan snelle groeiers en stabiele/ krimpende MKB bedrijven groeit in de afgelopen jaren. Gedurende de afgelopen zes jaar is de groep van stabiele en krimpende MKB bedrijven toegenomen tot bijna 70%. Het aandeel groeiende en snelgroeiende MKB bedrijven is in dezelfde periode juist afgenomen. Eerder onderzoek laat zien dat Nederland beduidend slechter scoort dan andere Europese landen. Uit dit onderzoek onder kleinbedrijven binnen Europese landen blijkt dat het aandeel kleinbedrijven in Nederland dat groeit 40% lager ligt dan bijvoorbeeld in Duitsland en België.

Verdeling kleinbedrijven¹ in Europese landen naar groeicohorten op basis van omzetgroei %, 2007-2010



¹ Gedefinieerd als bedrijven met 10-49 werknemers volgens Europese definitie
BRON: Panteia, 2007-2010

Figuur 2.6: Uit rapport "De haperende groeimotor"



Snelgroeïende bedrijven in Brabant

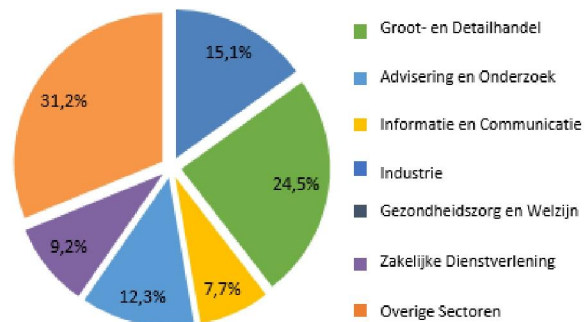
Het Erasmus Centre of Entrepreneurship (ECE), een onderzoeksinstituut dat verbonden is aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, heeft onderzoek naar gedaan naar snelgroeïende bedrijven, zowel landelijk als regionaal. In opdracht van de provincie Noord-Brabant en de Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM) heeft dit onderzoeksinstituut ook gekeken naar de provincie Noord-Brabant.

Aantal snelle groeiers

Volgens het Erasmus Centre of Entrepreneurship (ECE) waren er in 2014 in de provincie Noord-Brabant in totaal 466 snelgroeïende bedrijven gevestigd. In dat jaartal was 5,6% van de bedrijven te kwalificeren als een snelgroeïend bedrijf, iets meer dan het landelijke percentage van 5,4%. Het aandeel snelle groeiers neemt echter wel gestaag af in, in 2008 viel nog maar 12% in die categorie. Het aandeel snelgroeïende bedrijven in Brabant is dus, net als in de rest van Nederland, gehalveerd in een periode van zeven jaar. Naast de 466 snelgroeïende bedrijven, identificeert het ECE 170 potentiële snelle groeiers. Dit zijn bedrijven die in 2014 niet voldeden aan de definitie van een snelgroeïend bedrijf, maar al 2 jaar op rij gemiddeld 20% groei hebben gerealiseerd.

Topsectoren

De meeste snelgroeïende bedrijven in Noord-Brabant zijn actief binnen de groot- en detailhandel (60%). Vooral rondom Breda zijn er relatief veel bedrijven actief binnen deze sector. Daarnaast zijn er snelgroeïende bedrijven in de sectoren industrie (15,1%) en advisering en onderzoek (12,3%). Den Bosch kent relatief veel snelle groeiers in deze laatste categorie, Eindhoven in zakelijke dienstverlening. Het aandeel snelle groeiers in de zakelijke dienstverlening (9,2%) is lager dan het landelijk gemiddelde (12,3%).



Figuur 2.7: Aandeel snelgroeïende bedrijven per sector

Snelgroeïende bedrijven in de sector zakelijke dienstverlening groeien het hardst, waaronder uitzendbureaus. Een gemiddeld snelgroeïend bedrijf in deze sector heeft in de afgelopen drie jaar een werknemersgroei van 143% gerealiseerd. In de sectoren groot- en detailhandel en advisering en onderzoek bedroeg de groei in dezelfde periode ongeveer 125%. Binnen de sector industrie was de groei het laagst, met een gemiddelde groei van 100%. Wanneer we kijken naar het aandeel snelgroeïende bedrijven per topsector (AgroFood, Chemie, Creatieve Industrie, Energie, Hightech systemen, Life Sciences & Health, Logistiek, Tuinbouw en Water), dan blijkt dat de meeste bedrijven actief zijn in Hightech systemen, AgroFood en Logistiek. Het aandeel van Hightech systemen is bijna 3% hoger dan het landelijk gemiddelde.

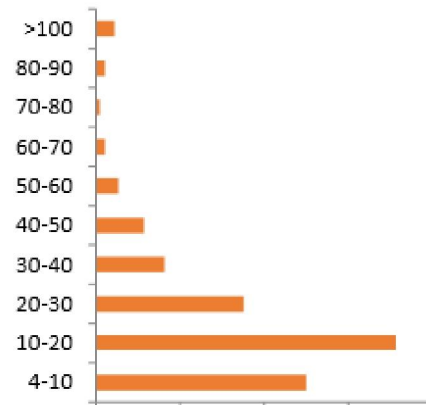


Omvang en leeftijd

De mate waarin snelgroeiende bedrijven banen creëren, hangt af van de grootte van die bedrijven. In Noord-Brabant zijn, net als in de rest van Nederland, veel kleine snelgroeiende bedrijven te vinden. Bijna 60% heeft tussen de 10-50 werknemers in dienst. De kleine snelgroeiende bedrijven opereren naar verhouding vooral binnen de communicatie- en informatietechnologie. Ongeveer 20% van de snelle groeiers heeft tussen de 50-100 medewerkers, de resterende 20% heeft er meer dan 100. De meeste snelgroeiende grote bedrijven zijn actief binnen de groot- en detailhandel, en behalen hun groei door andere bedrijven over te nemen.

Kleinere bedrijven groeien juist organisch. Over het algemeen geldt dat groei vooral op het conto komt van jonge bedrijven die na de startfase op een vernieuwende manier opereren, aldus onderzoek van de OESO.⁴⁵ Voor Noord-Brabant echter is het beeld of de verwachting dat snelgroeiende bedrijven meestal jonge bedrijven zijn onjuist. Meer dan 75% van de Brabantse snelle groeiers is ouder dan 10 jaar, waarvan de meeste bedrijven tussen de 10 en 20 jaar oud zijn. Juist bedrijven die al langere tijd meedraaien zijn blijkbaar in staat om nieuwe afzetmarkten te betreden en innovatieve producten en diensten te ontwikkelen. Ongeveer 10% van de snelgroeiende bedrijven is zelfs meer dan 50 jaar oud.

Figuur 2.8: Leeftijd snelgroeiende bedrijven



Familiebedrijven

Nederland telt meer dan 270.000 familiebedrijven. Dit betreft circa 63% van alle bedrijven met meer dan één werkzame persoon.⁴⁶ Van de bedrijven in de horeca is 81% een familiebedrijf en in de landbouw zelfs 92%. Maar ook in de industrie is 70% een familiebedrijf. De meeste familiebedrijven hebben niet meer dan 50 werkzame personen in dienst. Er zijn landelijk 365 familiebedrijven met meer dan 250 mensen in dienst. In Noord-Brabant zitten relatief veel familiebedrijven, meer dan 68% van alle bedrijven met meer dan één werkzame persoon. In het stedelijk gebied ligt het aandeel familiebedrijven doorgaans wat lager. Van de bedrijfsvestigingen in de gemeente Eindhoven, de vijfde stad van Nederland, hoort 54% tot een familiebedrijf. Dit is relatief meer dan in de vier grote steden. In Utrecht en Amsterdam zijn bijvoorbeeld 38% en 45% van de bedrijfsvestigingen onderdeel van een familiebedrijf.

Trendontwikkelingen samengevat

Noord-Brabant heeft relatief veel snelgroeiende bedrijven. Maar liefst 5,6% van alle bedrijven is een snelle groeier en dat is meer dan het landelijk gemiddelde. Een belangrijk aandachtspunt is de dalende trend in het aantal snelgroeiende bedrijven. Tussen 2008 en 2014 is het aandeel snelgroeiende bedrijven gehalveerd. Dit terwijl snelgroeiende bedrijven juist wel heel belangrijk zijn voor de economie. Snelgroeiende bedrijven in Brabant zijn relatief vaak familiebedrijven, en dan vooral in de groot- en detailhandel. Het idee dat snelle groeiers vooral jonge kennisintensieve bedrijven in de hightech zijn, is daarmee verworpen. Meer dan 75% van de Brabantse snelle groeiers is ouder dan 10 jaar.

⁴⁵ Idem. p10.

⁴⁶ CBS 2016. CBS voert voor het eerst onderzoek uit naar familiebedrijven. Het onderzoek wordt uitgevoerd met een financiële bijdrage uit het COSME Programma (2014-2020) van de EU.



2.5 Conclusie van de analyse van de markt

De Brabantse economie staat er goed voor met een relatief hoge economische groei, veel industriële en innovatieve bedrijvigheid en exportgerichte ondernemingen. Het Brabantse vestigingsklimaat is aantrekkelijk. De werkloosheid ligt al jaren onder het landelijk gemiddelde. Dit komt vooral door de uitstekende prestaties van het Brabantse bedrijfsleven op de factor kenniseconomie, bedrijven presteren goed op het aanvragen van patenten en private investeringen in O&O. Ook zijn er hoge scores op de factoren arbeidsmarkt, instituties en plusvoorzieningen. In Europees perspectief mist de provincie wel zogeheten agglomeratiekracht, vanwege het gebrek aan echt grote steden. Voorts is de financiële dienstverlening van banken aan het bedrijfsleven voor verbetering vatbaar, met name als het gaat om het verstrekken van risicodragend kapitaal.

Snelgroeiende bedrijven zijn volgens de meest gebruikte definitie bedrijven die gedurende een periode van 3 jaar een groei van meer dan 20% per jaar realiseren in werknemers of omzet. Dit zijn niet alleen jonge innovatieve bedrijven in de hightech, maar ook familiebedrijven die al jaren opereren in een bepaalde sector. Deze bedrijven leveren een disproportioneel grote bijdrage aan de werkgelegenheid en productiviteit. Verwachtingen over de effecten van automatisering op de werkgelegenheid van Nederland, geven reden om vol in te zetten op het creëren van hoogwaardige banen bij bedrijven die de productiviteit verhogen. Juist snelgroeiende bedrijven doen dit.

Noord-Brabant heeft relatief veel snelgroeiende bedrijven, meer dan het landelijk gemiddelde. Maar er is ook sprake van een dalende trend. Tussen 2008 en 2014 is het aandeel snelgroeiende bedrijven gehalveerd. Een problematisch gegeven, omdat snelgroeiende bedrijven juist heel belangrijk zijn voor de economie. Snelgroeiende bedrijven in Brabant zijn relatief vaak familiebedrijven. En meer dan 75% van de Brabantse snelle groeiers is ouder dan 10 jaar.



3 Marktfalen bij snelle groeiers

Conform de EU-methodologie⁴⁷ bekijken we in dit hoofdstuk wat de mogelijke oorzaken zijn voor het dalende aantal snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant en welk beleid de provincie daarvoor heeft ontwikkeld. Vervolgens onderbouwen we waarom een van die oorzaken, namelijk beperkte kredietverlening aan snelgroeiende bedrijven, een ex-ante kapitaalmarktonderzoek legitimeert. De hypothese is dat er sprake is van marktfalen omdat een deel van de snelgroeiende bedrijven haar financieringsvraag niet krijgt ingevuld.

3.1 Groeibelemmeringen snelgroeiende bedrijven

De initiatiefnemers van NLGroeit verklaren de haperende groei van de Nederlandse MKB bedrijven door zes specifieke oorzaken.⁴⁸ En deze oorzaken versterken elkaar in meer of mindere mate.

1. Nederlandse MKB ondernemers lijken gemiddeld **minder ambities** te hebben dan die in ons omringende landen. Daar waar gemiddeld 26,1% van de starters binnen Europa verwacht om binnen vijf jaar tenminste vijf nieuwe medewerkers aan te nemen, is dat percentage in Nederland 19,5%. Onderzoek onder ZZP'ers toont dat 75% van de ondervraagden verwacht om altijd als ZZP'er werken. Slechts een kleine groep verwacht daadwerkelijk door te groeien naar een groter bedrijf met personeel.
2. MKB bedrijven zijn vaak **bovengemiddeld conjunctuurgevoelig**: de economische crisis die in 2009 begon heeft het kleinbedrijf relatief hard geraakt. MKB bedrijven in Nederland zijn meer afhankelijk van de binnenlandse vraag die de afgelopen jaren sneller is gedaald dan in de landen waarnaar het Nederlandse bedrijfsleven exporteert. De internationaliseringsgraad ligt van veel MKB bedrijven ligt lager dan het Europese gemiddelde.
3. Sectoren van het MKB worden geconfronteerd met **structurele veranderingen** waar menig kleine ondernemer onvoldoende goed op weet te reageren. Voorbeelden zijn de transitie naar dienstverlening en productverkoop via online kanalen.
4. MKB ondernemers kunnen relatief **moeilijk aan extra kapitaal** komen (zowel eigen als vreemd vermogen). Ondanks verschillende maatregelen is het nog steeds moeilijk voor het midden- en kleinbedrijf om financiering te krijgen.⁴⁹ Nederland scoort op de toegankelijkheid van financiering nog altijd relatief laag ten opzichte van het EU gemiddelde. Het aantal leningsvoorstellen dat wordt afgewezen door financiers blijft hoog. Relatief hoge kosten en hoge(re) risico's van leningen aan kleinere, jongere en innovatieve bedrijven maakt het voor het kleinbedrijf lastig om aan financiering te komen.⁵⁰ Het aanbod van alternatieve financieringsbronnen, hoewel groeiend, is nog beperkt.
5. Nederlandse MKB bedrijven **ontbreekt het vaak aan vaardigheden** om groei te initiëren en te faciliteren. Groeiende ondernemers moeten niet alleen snel leren en inspringen op veranderende marktomstandigheden, maar ook hun organisatie inrichten, verbeteren en uitbreiden. Dit vergt specifieke managementvaardigheden en kennis die slechts beperkt aanwezig zijn onder Nederlandse MKB bedrijven.
6. **Administratieve lasten** zijn relatief onvoordelig voor het kleinbedrijf. Hoewel de totale regeldruk voor het kleinbedrijf in de periode 2007-2013 licht is gedaald, is die lastendruk in de beleving van ondernemers juist toegenomen. Er zijn telkens veel wijzigingen in de regelgeving en onduidelijkheden over de uitvoeringspraktijk.

⁴⁷ EC en EIB (april 2014). *Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*. p33.

⁴⁸ Opgesteld door prof. dr. Justin Jansen (RSM/Erasmus Universiteit) en Occo Roelofsen (NI2025, McKinsey & Company), www.nlgroeit.nl

⁴⁹ McKinsey, Het kleinbedrijf Grote Motor van Nederland, 2014

⁵⁰ Europese Commissie, SBA Factsheet 2015, 2015



Er is tot nu toe maar beperkt onderzoek uitgevoerd naar de oorzaken van de afname van het aandeel snelgroeiende bedrijven in Nederland. In het buitenland zijn er wel meer specifieke studies voor handen. Zo formuleert onderzoekster Sherry Coutu in 'The Scale-up report' op basis van interviews met 362 directeuren van snelgroeiende bedrijven vijf uitdagingen die geadresseerd moeten worden om snelle groei te realiseren⁵¹:



1. **Het werven van mensen met de juiste vaardigheden en ambitie voor technische en zakelijke functies.** Uit de interviews blijkt dat snelgroeiende bedrijven problemen ondervinden met het werven van mensen met vooral technische en zakelijke vaardigheden. Deze vaardigheden zijn essentieel om producten en diensten te ontwikkelen, nieuwe markten te betreden en de organisatie te verbeteren. Veel snelgroeiende bedrijven zijn genoodzaakt om in het buitenland mensen te rekruteren.
2. **Het opleiden van zakelijke leiders die snelle groei kunnen managen.** De overgrote meerderheid van snelgroeiende bedrijven zou sneller groeien als het makkelijker was om hun leiders op te leiden, aldus Coutu. Het blijkt ingewikkeld om management talent te ontwikkelen wanneer organisaties snel groeien, en er veel op hun afkomt. Hoewel talent met leiderschapservaring geworven kan worden, moet een snelgroeiend bedrijf ook talent 'in-house' kunnen opleiden om aan specifieke wensen te beantwoorden.
3. **Het verkopen van producten en diensten aan grote bedrijven en overheden, het betreden van nieuwe markten en het verkrijgen van overheidsgoedkeuring voor nieuwe producten.** Voor snelgroeiende bedrijven die opereren in relatief kleine landen, zoals Nederland, is het noodzakelijk om internationale markten te betreden om op te schalen. Contracten met grote bedrijven en overheden zorgen voor stabiele inkomsten die omgezet kunnen worden in investeringen om nieuwe markten te betreden. De relaties die ontstaan met deze bedrijven en overheden kunnen ook benut worden om hindernissen te overwinnen in nieuwe markten, zoals het verkrijgen van overheidsgoedkeuring voor nieuwe innovaties.
4. **Het aantrekken van geschikt groeikapitaal.** Volgens het Coutu is het probleem voor snelgroeiende bedrijven niet een gebrek aan kapitaal in de economie, maar dat het niet geïnvesteerd wordt in bedrijven die het snelst groeien. Investeerders hebben vaak korte termijn doelen die niet overeenkomen met de lange termijn doelen van het bedrijf, terwijl banken niet geïnteresseerd zijn in het financieren van expansie en innovatieve bedrijven.⁵²
5. **Toegang tot onderzoeks- en ontwikkelingsfaciliteiten en het vinden van geschikte bedrijfspanden.** De geïnterviewden directeuren van snelgroeiende bedrijven wijzen op de uitdagingen in het gebruiken van onderzoeksfaciliteiten voor onderzoek en ontwikkeling (O&O) van nieuwe producten en diensten. Tevens zijn er uitdagingen wat betreft de fysieke en digitale infrastructuur, zoals de mogelijkheid om gebouwen uit te breiden.

Hoewel de interviews zijn gehouden met directeuren die met name actief zijn in het Verenigd Koninkrijk, lijken de geformuleerde uitdagingen niet plaatsgebonden. De genoemde vijf uitdagingen zijn ook herkenbaar voor snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant, hoewel de volgorde van belangrijkheid mogelijk verschilt met die in het VK.⁵³ Als deze uitdagingen niet geadresseerd worden, kunnen ze de groei van bedrijven belemmeren. Er is een breed scala aan aspecten in succesvol ondernemerschap voor snelgroeiende bedrijven. Financiering is daar maar een onderdeel van, een schakel in een lange ketting van groeifactoren. Met andere woorden, er zijn dus mogelijk talrijke oorzaken voor het afnemende aandeel van snelle groeiers in Brabant. Een mogelijk financieel marktfalen ("Second Valley of Death") is daar maar één van.

⁵¹ *The Scale Up Report on UK Economic Growth*, Sherry Coutu CBE, november 2014, zie ook: www.scaleupreport.org

⁵² Big Innovation Centre (2013). *Credit and the crisis: access to finance for innovative small firms since the recession*. p3.

⁵³ Erasmus Centre for Entrepreneurship (2016), p29-33.

Als vervolg op het scale-up report van Sherry Coutu heeft bureau Deloitte in het Verenigd Koninkrijk het rapport *The Scale-Up Challenge* geschreven.⁵⁴ Dit rapport is bedoeld om verder handen en voeten te geven aan de bevindingen van Coutu en te kijken naar mogelijke maatregelen. Dit Deloitte rapport is gericht op alle geconstateerde knelpunten van Coutu, dus werving, opleiding, marketing, kapitaal en onderzoek. Het rapport had niet de intentie een volledige business case te presenteren voor interventie (concrete maatregelen), maar bevat wel belangrijke inzichten en kerncijfers. Over bestaand en potentieel instrumentarium van de overheid is het rapport glashelder:



It is also widely accepted that there is no 'silver bullet' solution to business support. The evidence required to 'prove' specific impacts accruing from a programme such as Scale-up will occur, does not exist in its current form, and it is not likely to exist anytime soon.

Over toegang tot kapitaal van scale-up bedrijven meldt het rapport beknopt:

*It is apparent that the evidence does not exist at the moment to say "access-to-finance will generate X per cent of benefits", or "mentoring will lead to an increase in job creation of Y per cent". This should be an aim of any monitoring and evaluation process around Scale-up, though **it will be very difficult to isolate the impacts of specific interventions** and, by implication, isolate the impact of the coordination role central to the programme.*

We zien dus een belangrijke kanttekening: de impact van mogelijke (nieuwe) financiële maatregelen is lastig te isoleren van andere knelpunten voor snelle groeiers en de overheidsmaatregelen die daarvoor genomen worden.

3.2 Beleid in Brabant om groeibelemmeringen weg te nemen

De groeibelemmeringen, zoals geconstateerd door NLGroei.nl en in het scale-up rapport van Coutu verklaren de afname van het aantal snelgroeiende bedrijven in Brabant. De onderlinge verhouding (wat is nu het belangrijkste) en de afzonderlijke impact van bestaande en potentiële overheidsinstrumenten is echter moeilijk in te schatten. Het zijn overigens in eerste instantie uitdagingen voor de bedrijven zelf. Zij moeten zelf oplossingen vinden om de uitdagingen te adresseren. Desalniettemin kunnen overheden ook een rol spelen in het adresseren van deze uitdagingen. De provincie Noord-Brabant heeft voor de meeste uitdagingen beleid en instrumentarium ontwikkeld. We brengen dat hieronder in beeld.

De **eerste** uitdaging van snelgroeiende bedrijven is het **werven van mensen voor technische en zakelijke functies**. In het 'Economisch Programma Brabant 2020' onderschrijft de provincie Noord-Brabant deze uitdaging en noemt het 'menselijk kapitaal de achilleshiel van de Brabantse economie'.⁵⁵ De provincie stelt als doel dat bedrijven en instellingen op het juiste moment kunnen beschikken over de juiste hoeveelheid mensen met de juiste kwalificaties. Er dient voldoende technisch personeel voorhanden te zijn, dat voldoet aan de kennis en competenties van de toekomst. De aansluiting tussen het onderwijs en de arbeidsmarkt moet beter. Ook het aantrekken van buitenlandse kenniswerkers is een aandachtspunt. Om dit te bereiken maakt de provincie Noord-Brabant zich hard voor onder meer het inrichten van mobiliteitsnetwerken en het faciliteren van bijzondere projecten. De provincie werkt deze plannen uit in een aanpak veerkrachtige arbeidsmarkt.⁵⁶

⁵⁴ Deloitte: *The Scale-up Challenge*, 2014

⁵⁵ Provincie Noord-Brabant (13 april 2012). *Economisch Programma Brabant 2020*. p10.

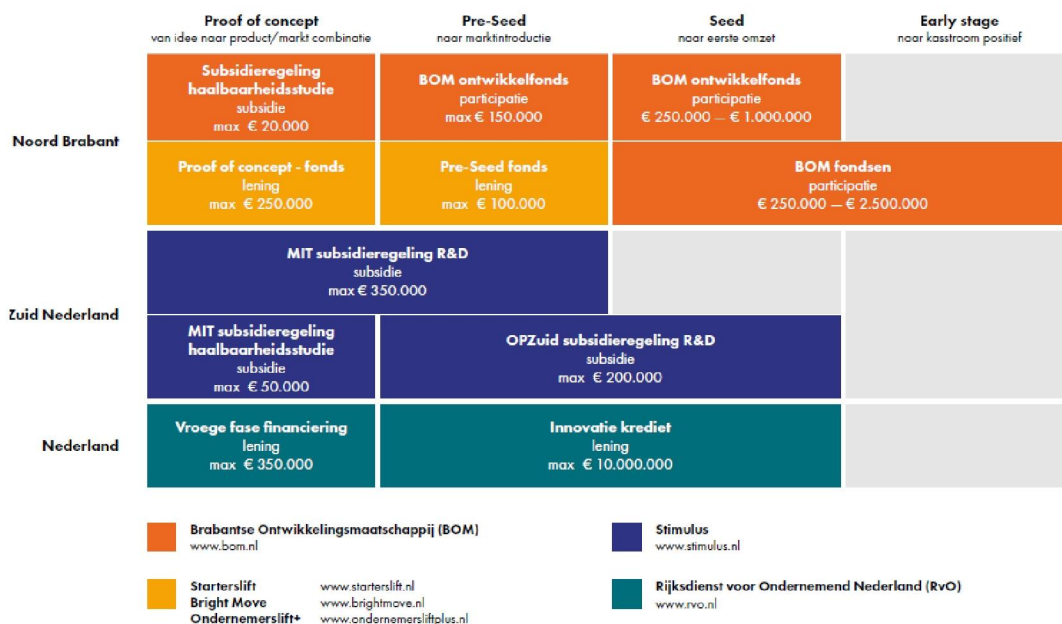
⁵⁶ Provincie Noord-Brabant (1 maart 2016). *Brabant vernieuwt, een economische agenda*. p4.



De **tweede** uitdaging van snelgroeiende bedrijven is het **opleiden van zakelijke leiders**. De provincie reserveert structureel budget voor de uitvoering van valorisatie-programma's gericht op ondersteuning van innovatieve starters (Ondernemerslift, Bright Move, Starterslift). Onderdeel daarvan is ook coaching van ondernemers bij het intern opleiden van personeel. Snelgroeiende bedrijven vallen echter vaak buiten de doelgroep van deze programma's, die meer op starters gericht zijn.

De **derde** uitdaging is het verkopen van producten en diensten aan grote bedrijven en overheden, het **betreden van nieuwe markten** en het verkrijgen van overheids-goedkeuring voor nieuwe producten. Dit zijn drie verschillende uitdagingen die alle samenhangen met internationalisering. De provincie Noord-Brabant onderschrijft dat internationalisering de sleutel is voor verdere groei van de economie, en heeft vooral beleid geformuleerd dat bedrijven helpt in het betreden van nieuwe markten. Europese programma's en projecten worden ingezet om export, kennisuitwisseling en werken over de grens te bevorderen. De BOM zet zich in om internationale netwerken te verbinden met het Brabantse bedrijfsleven. Het provinciale beleid richt zich minder op de uitdaging van het verkopen van producten aan grote bedrijven en overheden; dat is een aangelegenheid van snelgroeiende bedrijven zelf. De provincie benut haar eigen inkoopbeleid wel om voorrang te geven aan innovatieve bedrijven. Het verkrijgen van overheidsgoedkeuring voor nieuwe producten is geen provinciale taak. De provincie helpt wel met het creëren van regelarme ruimten (proeftuinen) waarbinnen innovatieve oplossingen sneller naar de markt worden gebracht.⁵⁷

De **vierde** uitdaging is het **aantrekken van groeikapitaal**. De provincie Noord-Brabant benadrukt dat bedrijven alleen groeien en innoveren als ze beschikken over voldoende financieringsbronnen. De provincie investeert daarom in diverse fondsen, zoals is weergegeven in onderstaande figuur.⁵⁸



Figuur 3.1: Financiële instrumenten voor MKB-innovatie

Een voorbeeld van een provinciaal fonds is het Innovatiefonds dat wordt uitgevoerd door de BOM. Met dit fonds draagt de provincie bij aan risicodragende en revolverende financiering van bedrijven in de pre-seed en seed fase.⁵⁹

⁵⁷ Provincie Noord-Brabant (13 april 2012). p37.

⁵⁸ Provincie Noord-Brabant (1 maart 2016). *Brabant vernieuwt*. p14.

⁵⁹ Provincie Noord-Brabant (13 april 2012). p37.



Wat opvalt is dat dit fonds en andere provinciale fondsen zich richten op MKB-bedrijven, maar niet op snelle groeiers van MKB naar de status van MKB-plus of grootbedrijf (scale-up). Bedrijven met een hogere financieringsbehoefte dan € 2,5 miljoen kunnen niet of lastig bij een door de provincie ingericht fonds terecht. Een ander provinciaal fonds in ontwikkeling richt zich op 'shared facilities'. Het doel hiervan is dat een grote groep bedrijven (en soms kennisinstellingen) gezamenlijk kan investeren fysieke faciliteiten, van apparatuur voor onderzoek tot proeftuinen voor markttesten. De provincie kan het risico van de investeerders afdekken door kredieten, eventueel in combinatie met subsidie. In bijlage 1 is een overzicht overgenomen van uiteenlopende financiële instrumenten die beschikbaar zijn in Brabant.

De **vijfde** uitdaging betreft **faciliteiten**: de toegang tot onderzoeks- en ontwikkelingsfaciliteiten en het vinden van geschikte bedrijfspanden. De provincie Noord-Brabant heeft beleid ontwikkeld om de werklocaties van bedrijven te verbeteren. Een belangrijke overtuiging van de provincie is dat bedrijven en bedrijventerreinen niet langer concurrerend zijn, maar regio's en ketens van samenwerkende bedrijven. De provincie faciliteert daarom ketens van samenwerkende bedrijven.⁶⁰ Onder meer door met de regionale triple helix campussen te ontwikkelen en te ondersteunen. Hierbij is het gezamenlijk benutten van faciliteiten en open innovatie een speerpunt. Het beleid van de provincie wordt verder uitgewerkt in het uitvoeringsprogramma werklocaties.⁶¹

3.3 Inzoomen op het financieringsvraagstuk

Van alle uitdagingen waar snelgroeiende bedrijven voor staan, staat het aantrekken van kapitaal als vierde op de lijst in het eerder aangehaalde 'The Scale-up report'. Deze vierde plaats betekent niet dat deze uitdaging minder aandacht verdient. Integendeel. Om de neerwaartse trend van het aandeel snelle groeiers in Brabant te keren dienen alle uitdagingen geadresseerd te worden. De provincie Noord-Brabant heeft nog geen financieringsinstrumenten ingericht voor grotere snelgroeiende bedrijven en wil de mogelijkheden daartoe laten onderzoeken.

De hypothese in dit onderzoek is dat er voor de overbrugging van de 'Second Valley of Death' geen goede toegang is tot financiering voor de snelle groeiers in Brabant. Deze aanname is onder meer gestoeld op verschillende onderzoeken naar de financiering van het MKB in geheel Nederland. De Nederlandsche Bank (DNB) komt in de studie 'Kredietverlening en bancair kapitaal' tot de conclusie dat banken hun kredietaanbod hebben beperkt in de periode na de financiële crisis. De toegenomen kredietrisico's zijn de belangrijkste reden hiervoor. Een andere reden is dat banken hun kapitaalposities willen verstevigen om te voldoen aan de vereisten van Basel-III. Grote bedrijven, zoals beursgenoteerde multinationals, hebben zelf voldoende financiële buffers. Voor het MKB, dus ook MKB-bedrijven die willen groeien naar de status van MKB-plus of grootbedrijf, ligt dat anders. Vooral voor kleinere bedrijven met een lage solvabiliteit en rentabiliteit is het ingewikkeld om aan krediet te komen, aldus de DNB.⁶²

In de studie '*Verbreiding en versterking financiering MKB*' concludeert de Sociaal Economische Raad (SER) dat banken weliswaar hun kredietaanbod hebben beperkt, maar dat tegelijkertijd de vraag naar krediet ook is afgenomen. De SER stelt dat het financieringsprobleem niet volledig oplosbaar is door financiers of overheden omdat sommige MKB-bedrijven er structureel eenvoudigweg slechter voor staan. Maar bedrijven die er wel goed voor staan, hebben onvoldoende toegang tot bancaire kredietverlening.



⁶⁰ Provincie Noord-Brabant (1 maart 2016). *Brabant vernieuwt*. p13.

⁶¹ Provincie Noord-Brabant (1 maart 2016). *Statenmededeling*. p9.

⁶² De Nederlandsche Bank (2014). *Kredietverlening en bancair kapitaal: DNB occasional studies*. p7-8.



De kleine Nederlandse private equity markt is volgens de SER niet in staat dit te compenseren met risicodragend vermogen.⁶³ Dit volumeprobleem remt de groei van het MKB in Nederland. Snelgroeiende bedrijven behoren vaak ook tot het MKB en lopen deels tegen dezelfde problemen aan.

De overtuiging dat bedrijven in 'Second Valley of Death' financieringsproblemen hebben, is gebaseerd op verschillende onderzoeken. Volgens de Europese Commissie (EC) en de Europese Investeringsbank (EIB) wordt het (on)vermogen van bedrijven om externe financiering aan te trekken mede bepaald door de fase waarin het bedrijf zich bevindt. De second Valley of Death bestaat uit een gebrek aan groeikapitaal voor bedrijven die willen opschalen door nieuwe producten te ontwikkelen, markten te betreden en/of verdienmodellen te ontwikkelen.⁶⁴ Snelgroeiende bedrijven bevinden zich vaak in deze second Valley of Death.

In het eerder aangehaalde CSES rapport staan ook belangrijke conclusies over de zogeheten Second Valley of Death.⁶⁵ Venture Capital fondsen in Europa zijn vaak klein en richten zich op relatief kleine tickets. Grote investeerders (zoals pensioenfondsen) richten zich daarom vaak op Amerika, waar wel grote VC fondsen zijn en investeringen op fondsniveau van meer dan € 100 miljoen mogelijk zijn. Er is een belangrijke wens dergelijke investeringen "terug te halen" naar Europa. Het CSES rapport constateert een belangrijke behoefte om te voorzien in groeifinanciering, juist voor echte opschaling. Overheden hebben veel aandacht besteed aan risicokapitaal voor de groeifase (met tickets tussen € 1 miljoen en € 15 miljoen), maar onvoldoende aan de grotere tickets waar marktfalen aan de orde is. Het onderzoek toont een financieringsgat (funding gap) tussen het Europese VC ecosysteem en het Amerikaanse VC ecosysteem. Een groot aantal veelbelovende gazellen met stevige groeipotentie verhuizen van Europa naar Amerika, waarmee de Europa een kraamkamer van de economie dreigt te worden. De onderzoekers constateren:

Whilst recognising that the reasons that high-growth European firms move to the US extends beyond access to finance issues and relates equally to framework conditions (e.g. tax and incentives, regulatory environment), strengthening the European VC ecosystem through more commercially-oriented instruments able to provide support at all stages of their growth and expansion would represent a major step forward.

3.4 Rechtvaardiging kapitaalmarktonderzoek

In de EU-methodologie wordt marktfalen gedefinieerd als een inefficiënte allocatie van aanwendbare bronnen, leidend tot een onder- of overproductie van bepaalde goederen en diensten.⁶⁶ Wanneer gezonde snelgroeiende bedrijven niet in staat zijn om voldoende externe financiering aan te trekken vanwege marktproblemen, kan gesproken worden van marktfalen in de financiering van snelle groeiers. Dat betekent nog niet dat de inzet van een publiek financieel instrument gerechtvaardigd is. Volgens de methodologie is marktfalen pas afdoende aangetoond als ook onderliggende oorzaken daarvan vastgesteld kunnen worden.

In onderstaande tabel lichten we de enkele voorbeelden van erkend marktfalen toe, wat daarbij aan de orde is en in hoeverre dat speelt bij snelgroeiende bedrijven.

⁶³ Sociaal Economische Raad (oktober 2014). *Verbreding en versterking financiering MKB*. p59.

⁶⁴ EC en EIB (april 2014). *Ex-ante assessment methodology: volume III (research, technological development and innovation)*. p25.

⁶⁵ Uit het rapport: *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds*, van het CSES uit oktober 2015, geschreven in opdracht van de Europese Commissie, DG Onderzoek en Innovatie.

⁶⁶ EC en EIB (april 2014). *Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*. p33.



Oorzaken marktfalen	Definities	Voorbeelden	Bij scale-ups
Negatieve of positieve externe effecten	Onbedoelde bijwerking van productie die door anderen dan de veroorzaker worden ervaren.	Milieuvervuiling bij productie van goederen	Geen aanwijzingen voor, zeer situatie specifiek.
Publieke goederen	Gebruik maken van een goed of dienst zonder bij te dragen aan de instandhouding ervan (free-rider).	Investeringskosten in defensie	Niet van toepassing.
Informatie-asymmetrie	Twee partijen die een overeenkomst willen sluiten, hebben ongelijke informatie, wat besluitvorming beïnvloedt.	Innovatieve startups die geen financiering kunnen krijgen omdat de financiers het product of de markt niet kennen.	Sterk van toepassing, zie toelichting hieronder.
Tegenstrijdige prikkels	Partijen die een overeenkomst willen sluiten, hebben verschillende belangen.	Verhuurder wil investeringskosten minimaliseren terwijl de huurder lagere servicekosten wil.	Bedrijven zoeken risico's op, banken willen risico's juist mijden of moeten ze vermijden door strengere regelgeving
Instabiele markten	Irrationeel marktgedrag, dat tot crises kan leiden.	Handelsverstoringen, speculatieve bubbles en kuddegedrag.	Markten zijn hoog volatiel met lage voorspelbaarheid.
Falend overheidsbeleid	Beleid, wetten en regelgeving die tot marktinefficiënties leiden.	Verlenen van subsidies aan inefficiënte bedrijven waardoor nieuwe bedrijven moeilijker de markt op kunnen.	Soms aan de orde, Nederlandse bedrijven klagen dat in het buitenland voorzieningen beter zijn.
Onvoldoende bescherming eigendomsrechten	Moeilijkheden in het aanvragen van of beschermen van eigendomsrechten.	Bedrijven worden ontmoedigd om te innoveren, vanwege free-rider gedrag.	Er zit veel beweging in deze markt. Sommige markten zijn niet meer gedreven op IPR.
Ongelijkheid in de markt	Alleen een kleine groep profiteert van markttransacties, waardoor ongelijk wordt vergroot.	Toegang tot onderwijs en discriminatie.	Door de mondialisering neemt concurrentiedruk toe en ongelijkheid eerder af.
Onderproductie van goederen die van algemeen nut zijn	Het voordeel voor de consument van deze goederen zijn onbekend op het moment van consumptie.	De overheid moet investeren in onderwijs en zorg om deze voorzieningen te garanderen.	Niet primair aan de orde bij snelgroeiende bedrijven.

Figuur 3.3: Onderliggende oorzaken van marktfalen

Voor de financiering van snelgroeiende bedrijven lijkt met name **informatie-asymmetrie** een belangrijke oorzaak van marktfalen. In de studie 'Kredietverlening en bancaire kapitaal' wijst de DNB op de aanwezigheid van informatiegebreken. Voor banken is het ingewikkeld en relatief duur om tot een beoordeling te komen van de kredietwaardigheid van kleinere bedrijven, waar ook snelgroeiende bedrijven toe kunnen behoren. Die bedrijven zijn onvoldoende in staat om de benodigde informatie aan te leveren op basis waarvan banken een investeringsbesluit nemen.⁶⁷ De SER neemt deze analyse over in haar studie over kredietverlening aan het MKB.⁶⁸ De

⁶⁷ De Nederlandsche Bank (2014). p33.

⁶⁸ Sociaal Economische Raad (oktober 2014). p38.



Nederlandse overheid, met inbegrip van de provincie Noord-Brabant, heeft wel uiteenlopende financieringsinstrumenten ingericht voor jonge innovatieve bedrijven, maar niet of nauwelijks voor snelgroeiende bedrijven die de startup fase zijn ontgroeid.

Tegenstrijdige prikkels vormen eveneens een plausibele verklaring voor marktfalen voor start ups en scale-ups. De traditionele bancaire financiers zijn over het algemeen uit op het beperken en vermijden van risico's, terwijl de ondernemer deze juist opzoekt. In de fase van snelle groei wordt de natuurlijke balans tussen risicomijdend en risicozoekend gedrag tijdelijk niet gevonden door de markt.

Ondernemers klagen soms dat groei geremd wordt door **falend overheidsbeleid**, dat in het buitenland ondernemers veel ruimere financieringen en subsidies krijgen en dat deze bedrijven de concurrentiekracht van de Nederlandse bedrijven aantasten. We kunnen daar geen algemeen oordeel over vellen, het lijkt hoe dan ook uit beleidsoptiek geen krachtige drijfveer voor de introductie van een (nieuw) publiek-gefinancierd instrument, zeker niet als er ook een doelstelling ligt dit instrument met Europees geld te co-financieren (EFSI).

3.5 Marktfalen bij snelle groeiers samengevat

Samengevat kan het afnemende aandeel snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant deels verklaard worden door het gebrek aan investeringen door MKB-ondernemers in het betreden van nieuwe markten en bij de ontwikkeling van nieuwe verdienmodellen en producten. Financiering vormt een belangrijke barrière. Onderzoek laat zien dat snelgroeiende bedrijven ook veel andere uitdagingen moeten adresseren om door te ontwikkelen. Het oplossen van een financieringsknelpunt is er één van.

De provincie Noord-Brabant heeft geen beleid of programma's ontwikkeld die zich specifiek richten op snelgroeiende bedrijven. Dat is opvallend omdat er wel programma's zijn opgesteld die zich bijvoorbeeld focussen op startende ondernemingen. Toch adresseert het provinciaal beleid wel een aantal uitdagingen waar snelgroeiende bedrijven voor staan: voor drie van de vijf uitdagingen waar snelgroeiende bedrijven voor staan, heeft de provincie beleid ontwikkeld. Dat geldt echter niet voor de uitdagingen van het opleiden van zakelijke leiders en het aantrekken van groeikapitaal. Vooral op het gebied van het aantrekken van groeikapitaal kan de provincie mogelijk een belangrijke rol spelen. Het probleem is niet dat er een gebrek aan kapitaal is in de economie, maar dat het beschikbare kapitaal weinig geïnvesteerd wordt in bedrijven die het snelst groeien. Investeerders zijn vaak gericht op korte termijn doelen en banken geven geen prioriteit aan het financieren van opschalende bedrijven.

Er kan gesproken worden van marktfalen in de financiering van snelle groeiers als gezonde snelgroeiende bedrijven niet in staat zijn om voldoende externe financiering aan te trekken vanwege marktproblemen. Volgens de EU-methodologie moeten de onderliggende oorzaken van marktfalen vastgesteld worden, om een kapitaalmarkt-onderzoek te rechtvaardigen. De literatuur indiceert dat er vooral een informatie-asymmetrie is tussen kredietverstrekkers en MKB-bedrijven, waaronder snelgroeiende bedrijven. Ook zijn er tegenstrijdige prikkels die in bepaalde ontwikkelingsfasen contraproductief uitpakken. Voor banken is het ingewikkeld en relatief duur om de kredietwaardigheid van kleinere bedrijven vast te stellen en om risico's van snelle groei kwantitatief te kunnen duiden of te managen. Groeifinanciering van scale-ups heeft dan ook veel meer het karakter van risicokapitaal (met Venture Capitalist specialisten en fondsen als financiers) dan een bancaire karakter (gevoed door systeembanken). In Nederland is de private markt voor het risicokapitaal echter zwak ontwikkeld. In het navolgende gaan wij na of deze generieke constatering en analyses specifiek en op dit moment in Noord-Brabant aan de orde zijn.



4 Vraaganalyse financiering snelle groeiers

In lijn met de EU-methodologie brengen we in dit hoofdstuk de specifieke en concrete vraag naar financiering van snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant in kaart.⁶⁹ We hanteren drie aanvliegroutes.

- Ten eerste hebben we een enquête gehouden onder de (potentiële) snelgroeiende bedrijven. Daartoe hebben we een onderzoekspopulatie samengesteld en een digitale enquête verricht. De resultaten uit deze enquête hebben we vervolgens in breder perspectief geplaatst, aangevuld met bevindingen die we van marktpartijen gehoord hebben tijdens de enquête.
- Een tweede aanvliegroute voor het in kaart brengen van de vraag is het opstellen van een vertrouwelijke en overzichtelijke portfolio van concrete potentiële investeringen. Samen met de BOM, Brainport Network, het Ministerie van EZ, NIA, RVO en EIF hebben we een besloten werkatelier georganiseerd, waarin we in vertrouwelijk gezelschap de belangrijkste parameters per bekende prospect (investering) op een rij hebben gezet. In het werkatelier hebben we gezamenlijk een geaggregeerd totaaloverzicht gemaakt van de bekende recente, actuele en aankomen scale-up investeringen. Daarmee hebben we een gezamenlijke foto van de markt gemaakt die inzicht biedt in 43 potentiële investeringen en de karakteristieken daarvan.
- Derde aanvliegroute is een enquête onder financiële marktpartijen die actief zijn in Brabant of actief zouden kunnen zijn. We hebben gebruikt gemaakt van het bestaande netwerk vanuit EIF, BOM Capital, Brainport Development, NLII, EZ/NIA en de NVP. We hebben een vragenlijst rondgezonden, die gericht was op de vraag of marktpartijen financieringen zien die geholpen kunnen worden met een nieuwe faciliteit, hoeveel additionele investeringen dat zou kunnen opleveren en de specificaties van dergelijke financieringen (sector, aantallen, omvang, risico's).

Het hoofdstuk sluiten we af met conclusies op basis van deze drie aanvliegroutes.

4.1 Onderzoeksverantwoording

In de EU-methodologie zijn meerdere aspecten van een vraaganalyse benoemd. Welke aspecten relevant zijn is afhankelijk van de doelgroep van het beoogde financiële instrument en de markt waarbinnen die opereert. In de uitwerking van het thema 'Competitiviteit van het MKB' van de EU-methodologie, dat van alle thematische uitwerkingen het meest in de buurt komt van de doelgroep van dit kapitaalmarkt-onderzoek (snelgroeiende bedrijven), worden suggesties gedaan voor andere aspecten van een vraaganalyse.⁷⁰

1. De verschillende type financiële producten die bedrijven momenteel gebruiken
2. De type investeringen waar financiering voor wordt gezocht
3. Hoeveel financiering bedrijven hebben gezocht en hoeveel ze hebben ontvangen
4. Welke moeilijkheden bedrijven momenteel ervaren in het aantrekken van kapitaal
5. Hoeveel financiering bedrijven in de nabije toekomst nodig hebben
6. De mate waarin deze financieringsvraag ingevuld kan worden door het bestaande aanbod aan financiële producten

⁶⁹ EC en EIB (April 2014). *Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*. p47.

⁷⁰ EC en EIB (April 2014). *Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period: Enhancing the competitiveness of SME*. p29.



In dit kapitaalmarktonderzoek onderzoeken we deze 6 aspecten. De benodigde data daarvoor waren nog niet beschikbaar. We hebben daarom digitale enquêtes opgesteld en uitgezet onder de doelgroep, alsmede verdiepende gesprekken gevoerd en de opbrengsten daarvan geanalyseerd. De onderzoeksmethoden zijn zowel kwantitatief als kwalitatief van aard.

4.2 Digitale enquête snelgroeiende bedrijven

Dit kapitaalmarktonderzoek richt zich op snelgroeiende bedrijven of potentiële snelgroeiende bedrijven die geregistreerd staan in de provincie Noord-Brabant, zoals gedefinieerd in paragraaf 2.2.1 van dit rapport: bedrijven die gedurende een periode van 3 jaar een groei van meer dan 20% per jaar gerealiseerd hebben in werknemers en/of omzet. Aan het begin van de periode moet een bedrijf 10 of meer medewerkers hebben en/of een omzet van minstens € 5 miljoen. Voor dit onderzoek zijn niet alleen bedrijven interessant die al aan deze definitie voldoen, maar ook bedrijven die daar bijna aan voldoen, omdat ze bijvoorbeeld al 2 jaar groeien of omdat ze in het eerste groei-jaar onder de € 5 miljoen omzet hadden. Deze bedrijven voldoen (nu) nog niet aan de formele definitie, maar volgend jaar wellicht wel en zijn daarmee relevant voor dit onderzoek.

Op basis van uitgebreid eigen onderzoek en onderzoek van derden hebben we individuele bedrijven geïdentificeerd, die de initiële populatie vormen van dit kapitaalmarktonderzoek. Het samenstellen van de lijst met namen voor de enquête bleek geen gemakkelijke opgave. Het Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE) heeft recent onderzocht hoeveel snelgroeiende bedrijven er zijn in de provincie Noord-Brabant.⁷¹ Op basis van analyse, inschatting, extrapolatie en internationaal vergelijk komt ECE op een totaal van 466 snelgroeiende bedrijven. Dat is ongeveer 17% procent van het totaal aantal snelgroeiende bedrijven in Nederland. Al met al is 5,6% van de bedrijven in Brabant aan te merken als een snelgroeiend bedrijf – iets meer dan het landelijke percentage van 5,4%. Snelgroeiende bedrijven blijken zich in en rond de stedelijke gebieden in Noord-Brabant te bevinden. Alhoewel er een redelijke spreiding is in het aantal snelgroeiende bedrijven, blijkt ruim een kwart, dus bijna 125 snelgroeiende bedrijven, zich rondom Eindhoven te bevinden. Naast Eindhoven is er ook een concentratie van snelgroeiende bedrijven binnen de driehoek tussen 's-Hertogenbosch, Tilburg en Breda.



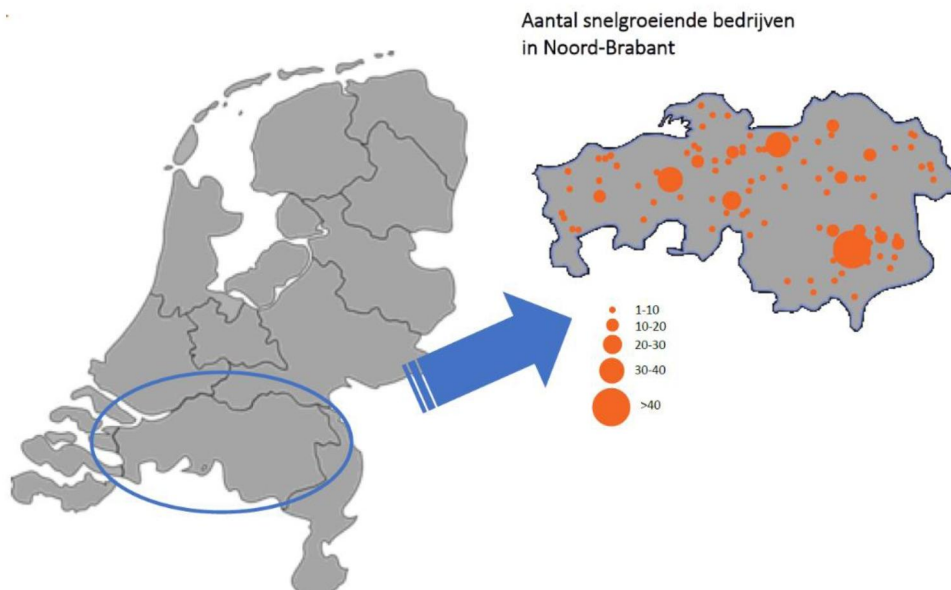
Echter, het getal van 466 snelle groeiers in Brabant blijft een momentopname uit het peiljaar 2015. De definitie van een snelgroeiend bedrijf lijkt vrij eenvoudig (3 jaar op rij 20% groei van werknemers en/of omzet en bij de start minimaal 10 medewerkers en/of omzet € 5 miljoen), maar deze cijfers (werknemers en omzet) zijn niet altijd actueel traceerbaar. Ieder bedrijf dat in Nederland geregistreerd staat moet jaarlijks zijn jaarcijfers deponeren bij de Kamer van Koophandel, maar in de praktijk loopt dat heel anders. Uit onderzoek door kredietmanagementbureau Graydon blijkt dat veel bedrijven hun jaarcijfers te laat of helemaal niet deponeren. In 2012 werd gemeten dat van alle deponering-plichtige bedrijven slechts 24% haar jaarcijfers deponeert binnen de daarvoor gestelde termijn van 7 maanden. Meer dan driekwart van de bedrijven (76%) is dus doorgaans *te laat* met het inleveren van de jaarcijfers.

⁷¹ Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE): *Snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant* (2016)

En na 13 maanden heeft nog steeds 32% van de bedrijven niet de jaarcijfers gedeponneerd.⁷² Bovendien zijn juist snelgroeïende bedrijven vaak terughoudend in het delen van (in hun ogen) bedrijfsvertrouwelijke informatie over groei van omzet en aantal werknemers, of traag bij het genereren van die cijfers omdat de administratieve kant vaak niet de grootste prioriteit heeft in een dergelijke fase van groei. De kans is dus reëel dat een aanzienlijk deel van de snelgroeïende bedrijven simpelweg onder de radar blijft bij de databases van de Kamer van Koophandel.

Voor de lijst van 375 te enquêteren bedrijven hebben we daarom gebruik gemaakt van twee hoofdbronnen:

- Het onderzoeksrapport van het Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE): *Snelgroeïende bedrijven in Noord-Brabant* (2016) leverde een overzicht van **166** bedrijven die gedurende de periode 2011-2012-2013 of 2012-2013-2014 aan de OESO-definitie voldeden. Deze 166 bedrijven zijn een door ECE geïdentificeerde selectie van bedrijven die naar aanleiding van hun bedrijfscode (SBI) binnen een topsector vallen. Het is dus een select deel van een door hen ingeschat totaal van 466 snelgroeïende bedrijven in Brabant. ECE heeft daartoe gegevens van de Kamer van Koophandel gebruikt.
- Het bureau KplusV heeft in september 2016 in opdracht van Brainport Network een overzicht opgesteld van **153** snelgroeïende bedrijven in Brabant, gelieerd aan de topsectoren. Deze bedrijven, die zijn gevonden in het bedrijvenbestand Reach van Bureau van Dijk, voldeden in 2013-2015 of in 2012-2014 aan de OESO-definitie.



Figuur 4.1: Snelgroeïende bedrijven in Noord-Brabant

Opmerkelijk was dat de lijsten van ECE en KplusV niet overeen kwamen, met slechts één gemeenschappelijke vermelding. Dit is moeilijk te verklaren en bevestigt voor ons dat de doelgroep lastig grijpbaar is via de gestandaardiseerde databases van onder meer de Kamer van Koophandel.

Naast deze 318 snelgroeïende bedrijven gelieerd aan de topsectoren (die voortkomen uit de officiële cijfers) hebben we de initiële populatie voor de enquête uitgebreid met 57 potentiële snelgroeïende bedrijven. Deze bedrijven zijn geïdentificeerd met behulp van de volgende overzichten:

⁷² Bericht op www.nu.nl d.d.16 maart 2012: *Een derde bedrijven te laat met jaarcijfers.*
www.nu.nl/economie/2764976/derde-bedrijven-laet-met-jaarcijfers.html

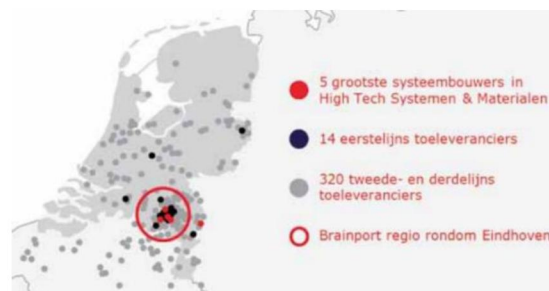


- De Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM) heeft een lijst met 29 bedrijven aangeleverd. Dit zijn bedrijven die door de BOM zelf geïdentificeerd zijn als potentiële snelgroeiende bedrijven. Lysias heeft hier een selectie van gemaakt en komt uit op **18** potentiële snelgroeiende bedrijven, die een bepaalde grootte hebben in omzet en/of medewerkers en relevant zijn voor het beoogde financiële instrument vanwege de sector waarin ze opereren.
- De provincie Noord-Brabant heeft een lijst aangeleverd met 62 bedrijven die een aanvraag hebben gedaan voor subsidie van Crossroads2, een project binnen het Europese programma Interreg Vlaanderen-Nederland. Dit subsidie-instrument richt zich op MKB-bedrijven die bereid zijn om grensoverschrijdend samen te werken om innovatieve projectideeën te realiseren. Lysias heeft een analyse uitgevoerd op deze lijst en **17** potentiële snelgroeiende bedrijven geïdentificeerd, die een bepaalde grootte hebben in omzet en/of medewerkers, gevestigd zijn in Noord-Brabant, en relevant zijn voor het beoogde financiële instrument vanwege de sector waarin ze opereren.
- Tot slot heeft de provincie Noord-Brabant een lijst met daarop **377** bedrijven aangeleverd, die in de afgelopen jaren subsidiemiddelen hebben ontvangen uit EU-programma's als OPZuid/EFRO, Horizon2020, ESF, Erasmus+, Eurostars, ELFPO. Lysias heeft ook op deze lijst een analyse uitgevoerd en **20** potentiële snelgroeiende bedrijven geselecteerd, wederom vanwege hun grootte en relevantie voor het beoogde financiële instrument (de sector waarin ze opereren).

Samengevoegd levert dit een initiële populatie op voor de enquête van **375 bedrijven**, die alle gelieerd zijn aan de topsectoren. Van deze lijst met 375 bedrijven voldoen er 318 bedrijven aan de definitie van de OESO gedurende de periode 2011-2015.

Focus op sectoren

De provincie Noord-Brabant wenst een zekere focus te leggen op bedrijven die actief zijn in de sector High Tech Systems and Materials (HTSM), omdat de toegevoegde waarde van deze sector voor de Brabantse economie groot is en HTSM bedrijven de potentie hebben om verder te kunnen groeien in mondiale markten. In mindere mate dan HTSM, maar nog steeds relevant, geldt dat ook voor het cluster Life Sciences / Health. In het adviesrapport van het topteam HTSM (in het kader van het topsectoren beleid van het rijk) staat het belang van de HTSM sector en het brandpunt in Brabant treffend verbeeld. In termen van productie en toegevoegde waarde is HTSM de grootste topsector in Nederland en ook in Brabant. Deze topsector vertegenwoordigt ongeveer 10% van de totale Nederlandse productie en 7% van de toegevoegde waarde.⁷³



Uit het onderzoek van ECE blijkt dat veel snelgroeiende bedrijven in Brabant zich binnen de sector groot- en detailhandel bevinden. Deze snelgroeiende bedrijven maken veelal gebruik van nieuwe mogelijkheden om consumenten direct te bedienen. Ze focussen zich op een bepaald productsegment en gebruiken internet om groei te realiseren. Voorbeelden van dit soort snelgroeiende bedrijven zijn lampdirect.nl, sanitairwinkel.nl en orangebag.nl. In vergelijking tot andere provincies, kent Brabant verder een relatief groot aantal snelgroeiende bedrijven in de advisering en onderzoek en industrie. Het relatieve aantal snelgroeiende bedrijven binnen de zakelijke dienstverlening is juist iets lager dan het landelijk gemiddelde.⁷⁴

⁷³ CBS, dashboard monitor topsectoren 2015

⁷⁴ Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE): *Snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant* (2016)



ECE stelt dat in heel Nederland 41% van de snelgroeiende bedrijven tot een topsector behoort, in Brabant ligt dit percentage iets lager op 39%. De grootste topsectoren in zowel Nederland als geheel en in Brabant afzonderlijk is HTSM gevolgd door AgroFood en Logistiek. De bijdrage van HTSM in snelgroeiende bedrijven is in Brabant bijna 3% hoger dan in Nederland als geheel. Dat lijkt ook logisch in het licht van het hierboven beschreven en uitgebeelde brandpunt rond Eindhoven.

In de praktijk is het lastig om bedrijven secuur in een bepaald economisch cluster in te delen. Bedrijven laten zich bij de start van het bedrijf registreren met een bepaalde SBI code in het handelsregister (Standaard Bedrijfsindeling), maar na verloop van tijd kan het bedrijf de focus verleggen en heel andere kenmerken krijgen. Zo kan een metaalbewerkingsbedrijf grote innovatieve stappen zetten met kennisinstellingen en toonaangevend worden in de toepassing van bepaalde technologieën. In de SBI administratie komt zo'n bedrijf niet automatisch bovendrijven in een HTSM selectie. Het is dan ook niet zo zeer de bedrijfscode die bepaalt of een bedrijf al dan niet tot de HTSM sector of een andere topsector behoort, maar of er sprake is van innovatie. Innovatie en snelle groei zijn vaak aan elkaar verbonden. Scale-up bedrijven kunnen vaak snel groeien omdat ze met nieuwe producten of nieuwe diensten in nieuwe markten aan de slag zijn.

SCALE-UP IN BEELD

Naam: TechAccess Value Added IT Distribution
Locatie: Son en Breugel
Sector: Groot- en Detailhandel

TECHACCESS
VALUE ADDED IT DISTRIBUTION

Werkzaamheden: Distributie en ondersteuning van IT oplossing op het gebied van Networking, Security, Wireless, Outdoor Wireless, Storage & Servers en IP-Camera

Periode 2011-2014
Omzetgroei: 95,7%
Werknemersgroei: 95,5%

In onze enquête hebben we geen nadere indeling gemaakt of bedrijven wel of niet tot de topsector HTSM of Life Sciences / Health behoren, omdat we dit in hoge mate als een subjectieve beoordeling beschouwen. Ook zien we dat bedrijven in verschillende topsectoren aangehaakt kunnen zijn (omdat ze bijvoorbeeld zowel een energiebesparing opleveren, met nieuwe materialen in een biobased oplossing met impact op de waterhuishouding). Aanhaken bij een topsector is dan altijd subjectief en we zien in praktijk dan ook veel overlap. Tot slot, uit het ECE rapport blijkt dat circa 1 op de 3 bedrijven in Brabant die gelieerd zijn aan de topsectoren tot HTSM behoren. HTSM is daarmee veruit de grootste topsector in Brabant.

Omvang populatie

Van de initiële populatie van 375 (potentiële) snelgroeiende bedrijven was er van 24 bedrijven geen emailadres beschikbaar. We hebben wel gezocht naar nadere bedrijfsinformatie, maar deze bedrijven zijn van de radar verdwenen. De bruikbare populatie bedraagt daarom 351 bedrijven, die per e-mail zijn benaderd om mee te doen aan de digitale enquête. Van deze bruikbare populatie hebben 32 bedrijven expliciet aangegeven geen interesse te hebben in deelname aan de enquête. Tien emailadressen zijn niet bereikt, bijvoorbeeld door te volle mailboxen of omdat bedrijven waren overgenomen en het e-mail adres niet meer actief bleek.



Benaderingswijze

Directeuren / eigenaren van bedrijven uit de bruikbare populatie hebben een uitnodiging per e-mail ontvangen om deel te nemen aan de enquête, en ontvingen indien ze niet reageerden een aantal dagen later een reminder. Om de respons te verhogen, is de uitnodiging verstuurd vanuit het e-mailaccount van de gedeputeerde Bert Pauli (Economie en Internationalisering). In de begeleidende tekst in deze e-mail



is gewezen op het belang van het onderzoek en de cruciale bijdrage die de respondenten hieraan kunnen leveren. Ook is een link opgenomen naar de website waarop de enquête werd gehost. De enquête kon ingevuld worden tussen 16 september 2016 en 14 oktober 2016.

Vragenlijst

Lysias heeft een vragenlijst opgesteld in nauw overleg met het kernteam van de provincie Noord-Brabant dat dit kapitaalmarktonderzoek begeleidt. De invulduur van de vragenlijst bedroeg ongeveer 8 minuten. In de vragenlijst kwamen de volgende thema's aan de orde:

- Investeringsplannen
- Groeiuitdagingen
- Financieringsproducten
- Financieringsbronnen
- Toegevoegde waarde investeringsfonds
- Verwacht investeringsbedrag
- Financieringsverleden
- Financieringsfaciliteiten overheid

Deze thema's overlappen met alle aspecten van de beoogde vraaganalyse, zoals beschreven in de EU-methodologie. De vragen over financieringsverleden en de faciliteiten van de overheid zijn in breder kader gesteld, mede met het oog op de ontwikkeling van een zogeheten scale-up dashboard voor Brainport Network.

Respons

Uiteindelijk hebben 48 bedrijven de enquête ingevuld. Op de 351 bereikte bedrijven is de responsrate (responspercentage) daarmee circa 14%.

Omvang enquête	Aantal bedrijven	Percentages
Populatie initieel	375	
Geen emailadres beschikbaar	24	6,4%
Dubbelingen	0	0%
Populatie bruikbaar (responsbasis)	351	90,9%
Bouncers	10	2,8%
Afmelders (geen interesse)	32	9,2%
Respons	48	13,7%
Non-respons	261	74,4%

De responsrate van 14% is niet hoog, maar voor dergelijke enquêtes is dat niet ongebruikelijk. In het uitgebreide onderzoek naar de evaluatie van de regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) bijvoorbeeld, uitgevoerd door Ecorys, was de responsrate 16%, terwijl Ecorys daar vooral de bedrijven benaderde die geregistreerd stonden in de databases van de ROM's zelf.⁷⁵ Deze bedrijven hadden dus zelf al actief contact gezocht met de ROM's en waren dus 'warme contacten' Voor het voorliggende onderzoek was dat niet het geval.

Foutenmarge

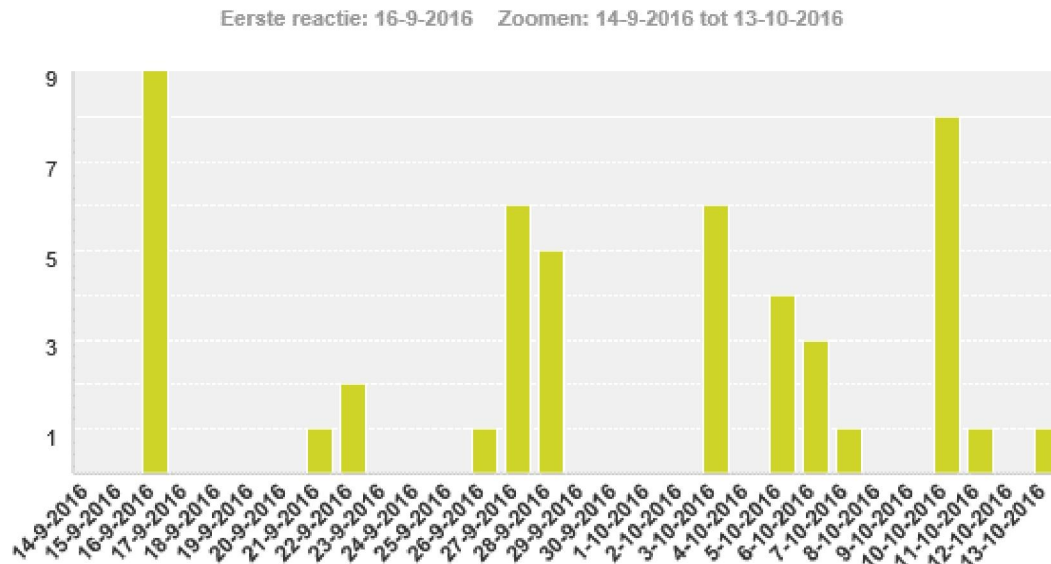
Met een populatie van 351 bedrijven, een respons van 48 bedrijven en een betrouwbaarheidsniveau van 95% is er sprake van een foutenmarge van 13,1% op de totale populatie.

⁷⁵ Eindrapportage *Evaluatie van de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)*, Ecorys mei 2016, in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken



Responsgedrag

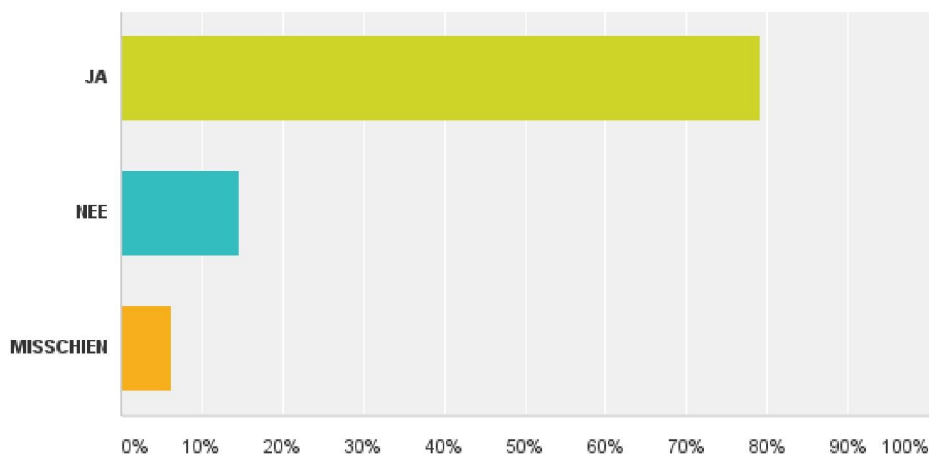
Uit het responsverloop blijkt dat meer dan de helft van de respons is behaald na de eerste uitnodigingsmail. Deze uitnodigingsmail is op verschillende momenten verstuurd naar de groepen binnen de bruikbare populatie (afkomstig uit verschillende lijsten met snelgroeiende bedrijven en potentieel snelgroeiende bedrijven). Uit het responsverloop blijkt ook het effect dat iedere reminder e-mail heeft gehad (ook verstuurd op verschillende momenten).



Figuur 4.2: Responsgedrag

4.3 Onderzoeksresultaten digitale enquête snelgroeiende bedrijven

Op de vraag of de ondernemer serieuze plannen heeft om in de komende 3 jaren te investeren in de verdere groei van mijn bedrijf antwoordde 80% met ja. Een helder beeld dat snelle groeiers hun groei wensen voort te zetten.



Figuur 4.3.: Plannen te investeren

Op de vraag wat de grootste twee uitdagingen voor de groei van bedrijf zijn, antwoordden de meeste ondernemers dat het werven en opleiden van gekwalificeerd personeel de grootste uitdaging vormt. Tweede (grootste) uitdaging is het verkopen van producten en diensten op nieuwe markten. Het aantrekken van geschikt groeikapitaal volgt als derde prioriteit.

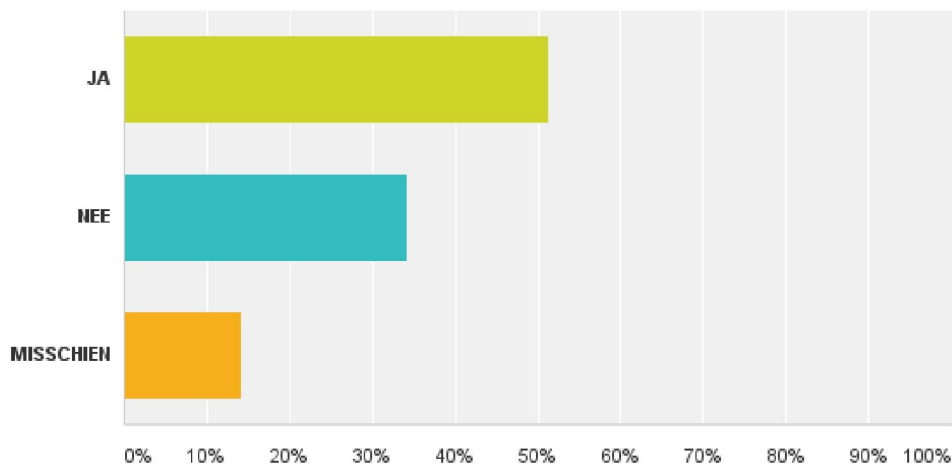


	Grootste uitdaging	Een-na-grootste uitdaging	Totaal	Gewogen gemiddelde
Werven en opleiden van gekwalificeerd personeel	53,85% 14	46,15% 12	26	1,46
Verkopen van producten en diensten op nieuwe markten	78,57% 11	21,43% 3	14	1,21
Aantrekken van geschikt groeikapitaal	63,64% 7	36,36% 4	11	1,36
Knelpunten in ruimtelijke plannen of bijvoorbeeld milieuvergunningen	9,09% 1	90,91% 10	11	1,91
Overige (s.v.p. hieronder toelichten)	33,33% 1	66,67% 2	3	1,67

Figuur 4.4: Uitdagingen snelgroeiende bedrijven

De uitkomsten van deze vraag stemmen sterk overeen met de bevindingen uit het in hoofdstuk 3 genoemde 'Scale-up report' van onderzoekster Sherry Coutu over de vijf uitdagingen die geadresseerd moeten worden om snelle groei te realiseren.⁷⁶

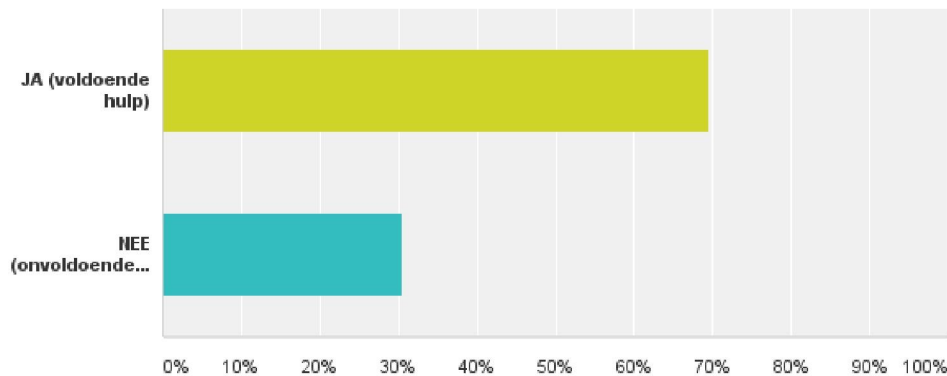
De vierde vraag in de enquête was of de ondernemer voor de financiering van de groei van het bedrijf in de komende 3 jaar aanzienlijk meer externe financiering nodig heeft dan nu. Hierop heeft de helft van de ondernemers bevestigend geantwoord. 35% verwacht geen extra financiering nodig te hebben en circa 15% weet het nog niet.



Figuur 4.5: Meer financiering nodig

De volgende vraag aan de ondernemers was of voor de financiering van de groei de bank van de ondernemer hem of haar voldoende kan helpen.

⁷⁶ *The Scale Up Report on UK Economic Growth*, Sherry Coutu CBE, november 2014, zie ook: www.scaleupreport.org



Figuur 4.6: Financiering met de bank voorzien

Opvallend is dat 70% van de ondernemers hierop bevestigend antwoordt. Kennelijk vertrouwt een groot deel van de snelle groeiers op financiering van de bank, terwijl signalen uit de brancheorganisaties tot voor kort telkens duiden op stroeve financiering vanuit systeembanken aan het MKB. We zien hier mogelijk een actuele trendomslag, die ook recentelijk ook al gesignaleerd werd in de halfjaarlijkse financieringsmonitor van onderzoeksbureau Panteia in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken.⁷⁷ De financieringsmonitor constateert dat 73% van het kleinbedrijf zijn aanvraag volledig krijgt toegewezen, tegenover 57% bij de vorige meting in 2015. Uit de monitor komt verder naar voren dat vrijwel over de hele linie bedrijven steeds vaker succesvol zijn bij het aantrekken van financiering. Acht van de tien bedrijven die financiering aanvroegen, kregen het volledige bedrag toegekend. Verder blijkt uit de monitor dat ondernemers positiever zijn over de toekomstige verwachtingen voor het aantrekken van financiering.

Panteia constateert voorts dat de financieringsaanvraag van snelle groeiers vaker succesvol is dan die van andere bedrijven. Dit zou te maken kunnen hebben met het vertrouwen van financiers, aangezien snelle groeiers een goed track record kunnen laten zien (meer dan 20% groei per jaar gedurende de afgelopen drie jaar).⁷⁸

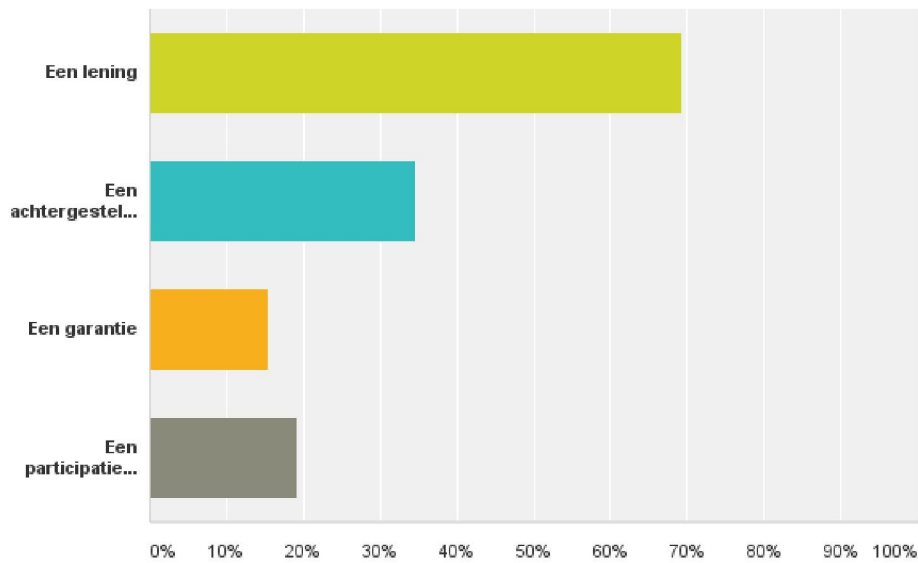
Circa 30% van de snelle groeiers verwacht dus dat hun bank hen *niet* voldoende kan helpen. In de enquête vragen we door naar de achtergrond daarvan. We vroegen in vraag 6 naar de reden dat de bank de ondernemers onvoldoende zou kunnen helpen met financiering voor groei. De meerderheid gaf aan dat de bank de risico's te hoog inschat. Ook een belangrijke reden die werd genoemd was dat het benodigde bedrag te hoog was.

Antwoordkeuzen	Reacties
Ze vinden de financiële risico's te hoog	88,89%
Ze vinden de business case niet goed	11,11%
Het bedrag dat ik nodig heb is te hoog	44,44%

Figuur 4.7: Redenen voor stroeve financiering

We hebben in vraag 7 ook gevraagd naar het gewenste type financiering van groei. De ondernemers antwoordden:

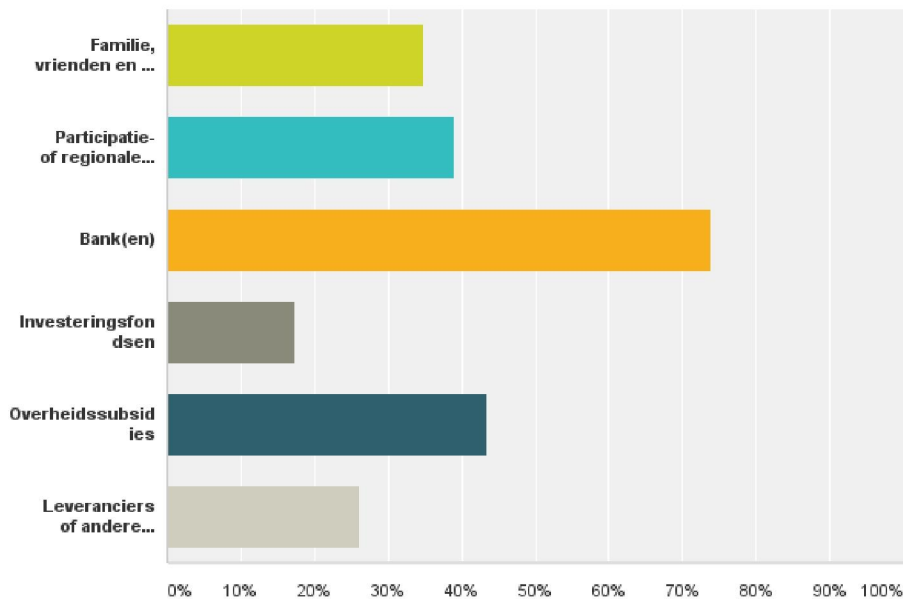
⁷⁸ *Financieringsmonitor 2016-1*, onderzoek naar de financiering van het Nederlandse bedrijfsleven, oktober 2016, Panteia, p. 28



Figuur 4.8: Gewenste type financiering

Bij deze vraag konden ondernemers ook meerdere antwoorden geven, helder is wel dat de vraag bij groeifinanciering vooral bij leningen en achtergestelde leningen ligt. Garanties lijken niet populair en ook participatie (aandelen) staat niet hoog op de verlanglijst van snelgroeiende ondernemers.

In vraag 8 van de enquête hebben we gevraagd naar overige financieringsbronnen, hieruit spreekt met 70% een duidelijke voorkeur voor banken. Andere bronnen scoren rond de 40%, met uitzondering van investeringsfondsen en leveranciers die aanzienlijk lager scoren.⁷⁹



Figuur 4.9: Overige financieringsbronnen

⁷⁹ In de afbeelding is de omschrijving van drie van de zes categorieën afgebroken en daardoor niet goed leesbaar. De volledige omschrijving is: 'Familie, vrienden en/of informele investeerders', 'Participatie- of regionale ontwikkelingsmaatschappijen', en 'Leveranciers of andere bedrijven'.



In vraag 9 hebben we gevraagd naar de mogelijke toegevoegde waarde van een nieuw investeringsfonds voor snelgroeiende bedrijven. Welke aspecten zijn daarin voor de ondernemers belangrijk? Dit levert een genuanceerd beeld op. Bijna de helft heeft behoefte aan een lening, dus geen aandelenkapitaal, een kwart zoekt juist naar een nieuwe, tijdelijke aandeelhouder. Voor bijna 40% is het belangrijk dat een nieuw investeringsfonds coulanter moet omgaan met de beoordeling van risico's dan de banken.

Antwoordkeuzen	Reacties
Ik heb behoefte aan een lening, geen aandelenkapitaal	46,15% 12
Ik ben op zoek naar een nieuwe tijdelijke aandeelhouder	23,08% 6
Kennis van de markt waarin ik opereer is cruciaal	11,54% 3
Een nieuw investeringsfonds moet coulanter omgaan met de beoordeling van risico's dan bestaande banken	38,46% 10
Snelheid is cruciaal, in mijn volatiele markt moet ik heel snel handelen	23,08% 6
Nee, ik verwacht dat een nieuw investeringsfonds risico's op eenzelfde wijze gaat beoordelen als mijn bank, ik zie geen toegevoegde waarde	11,54% 3
Overige (geef nadere toelichting)	15,38% 4

Figuur 4.10: Toegevoegde waarde nieuw instrument

In vraag 10 hebben we gekeken naar de typering van de investeringsbehoefte. Hier komt nadrukkelijk de autonome groei van het bedrijf naar voren, in meer dan de helft van het aantal reacties. Ook innovatie, huisvesting en werkkapitaal scoren hoog:

Antwoordkeuzen	Reacties
Autonome groei van het bedrijf	53,57% 15
Overname	21,43% 6
Herfinanciering en / of herstructurering van de balans	0,00% 0
Werkkapitaal	25,00% 7
Innovatie	28,57% 8
Internationalisering	14,29% 4
Huisvesting en / of bedrijfsmiddelen	32,14% 9
Aantrekken nieuw personeel	14,29% 4
Overige investeringen(geef nadere toelichting)	7,14% 2
Totale aantal respondenten: 28	

Figuur 4.11: Investeringsbehoefte snelgroeiende bedrijven



In vraag 11 hebben we gevraagd naar de hoogte van het ingeschatte investeringsbedrag bij ondernemers. Circa 35% van de ondernemers wenst een bedrag onder € 1 miljoen. Deze ondernemers vallen daarmee op het eerste gezicht niet in de beoogde scale-up doelgroep en zijn waarschijnlijk beter gebaat bij bestaand instrumentarium als de BMKB regeling van RVO.nl (borgstelling voor gedeelte van een krediet) en voorzieningen bij de BOM. Circa 65% van de ondernemers wenst meer dan € 1 miljoen te investeren, meer dan 25% wenst zelfs meer dan € 7,5 miljoen te investeren.

Antwoordkeuzen	Reacties	
Minder dan €1 miljoen	35,71%	10
Tussen €1 miljoen en €7,5 miljoen	39,29%	11
Tussen €7,5 miljoen en €15 miljoen	17,86%	5
Tussen €15 miljoen en €30 miljoen	7,14%	2
Meer dan €30 miljoen	0,00%	0
Totaal		28

Figuur 4.12: Hoogte investeringsbedrag

Vraag 12 tot en met 20 in de enquête waren gericht op het financieringsverleden, de impact van overheidsinstrumenten en of de ondernemers verder contact wensten.

Samengevat hebben we voor dit onderzoek een doelgroep van 351 bedrijven geïdentificeerd. Dit getal zal continu schommelen, de markt van snelle groeiers is buitengewoon volatiel. Snelgroeiende bedrijven staan relatief onduidelijk op de radar, vooral omdat een deel hun jaarcijfers niet op tijd inlevert. De doelgroep snelgroeiende bedrijven in Brabant is daarom misschien wel groter dan thans gemeten kan worden. Tot slot is ook de indeling naar topsectoren in de praktijk relatief willekeurig.

De enquête levert na extrapolatie vervolgens op dat 80% van alle snelle groeiers wil investeren en daar extern kapitaal voor nodig heeft. Dit betreft dus circa 272 bedrijven. Van deze 272 bedrijven verwacht ongeveer 50% aanzienlijk meer externe financiering nodig te hebben, dat zijn dus 136 bedrijven. Toch verwacht circa 70% van deze 272 bedrijven deze financieringsvraag met hun eigen bank op te kunnen lossen. Circa 30%, dat zijn dus circa **82 snel groeiende bedrijven** verwacht wèl een goed plan te hebben, maar verwachten onvoldoende respons te krijgen bij de bank. Deze bedrijven zijn vooral op zoek naar leningen en nauwelijks naar garanties; circa 20% ervan zoekt nieuwe aandeelhouders (Venture Capital). Zij verwachten van een nieuw financieel instrument dat een faciliteit coulanter omgaat met de beoordeling van risico's bij leningen dan de bestaande banken. Ze zoeken groeikapitaal voor autonome groei van hun bedrijf, maar ook voor huisvesting, innovatie en werkkapitaal. De meeste ondernemers geven aan een voorkeur te hebben voor een lening of achtergestelde lening. Dat past ook in de cultuur van het Europese bedrijfsleven, dat een sterke traditie heeft in bancaire financiering. Dat wil nog niet automatisch zeggen dat een lening altijd het juiste instrument is bij een risicovolle opschaling.

Kijken we naar het gewenste financieringsvolume dat deze 82 bedrijven de komende 3 jaar willen vragen, dan zien we het volgende beeld:

- 28 bedrijven (35%) zoeken een financiering onder € 1 miljoen
- 33 bedrijven (40%) zoeken een financiering tussen € 1 miljoen en € 7,5 miljoen
- 15 bedrijven (18%) zoeken een financiering tussen € 7,5 miljoen en € 15 miljoen
- 6 bedrijven (7%) zoeken een financiering tussen € 15 miljoen en € 30 miljoen.



Onder de onderzochte doelgroep lijkt weinig interesse voor financiering boven € 30 miljoen. Voor zover deze interesse er is, zal dat individueel maatwerk vereisen. Typische scale-up financiering bevindt zich tussen € 2,5 miljoen en € 50 miljoen. Onder € 2,5 miljoen zijn er talrijke andere instrumenten beschikbaar en daar zijn de regionale ontwikkelingsmaatschappij BOM en veel private equity partijen al actief (zie ook hoofdstuk 5). Daarmee vallen dus nog eens 28 bedrijven af in deze analyse voor een mogelijk nieuw financieel instrument.

Deze resultaten suggereren concrete en actuele belangstelling bij zo'n **54 bedrijven**. Dat is geen grote doelgroep, maar dit overzichtelijke aantal sluit goed aan bij de verwachtingen van een nieuw financieel instrument dat gemiddeld in zo'n 4 tickets per jaar zal voorzien. Een bijkomend aspect is dat er ook snelgroeiende bedrijven buiten Brabant actief zijn, die zich mogelijk in Brabant willen vestigen. Het is zo goed als onmogelijk om deze vraag nader te kwantificeren, omdat deze markt van snelgroeiende bedrijven mondiaal van aard is en buitengewoon volatiel. Bij het bepalen van het gewenste volume van het nieuwe instrument is het wel een belangrijk aspect dat kan worden meegewogen.

We kunnen het gevraagde investeringsvolume van de 54 geïdentificeerde snelgroeiende bedrijven uit Brabant in 3 jaar voor groeifinanciering buiten de bank om kwantificeren in een range tussen € 1 miljoen en € 30 miljoen. De markt heeft dan een gemiddelde vraag van:

33 bedrijven keer een gemiddelde van 1M en 7,5M = 4,25M =	€ 140 miljoen
15 bedrijven keer een gemiddelde van 7,7M en 15M = 11,25M =	€ 169 miljoen
6 bedrijven keer een gemiddelde van 15M en 30M = 22,5M =	<u>€ 135 miljoen</u> +
Totaal:	€ 444 miljoen

We kunnen deze vraag naar groeikapitaal van 3 jaar extrapoleren naar een periode van 5 jaar. Voor een periode van 5 jaar is dat $5/3 \times € 444$ miljoen = **€ 740 miljoen**.

Tot slot is er een aantal kanttekeningen te maken bij de digitale enquête. Allereerst de foutenmarge bij de samenstelling van de populatie en de daarbij opgetreden respons. Wij hebben die foutenmarge berekend op 13,1%. Daarnaast tekenen we aan dat enquêteresultaten voor dit type onderzoek ook een verborgen foutenmarge kent, gelet op de aard van de vragen, gericht op investeringen en toekomstperspectief. Logischerwijze worden dergelijke vragen niet altijd volledig beantwoord of ingevuld op basis van subjectieve verwachtingen, bijvoorbeeld omdat businessplannen nog onvoldoende uitgekristalliseerd zijn voor een financieringsoplossing. Ook kan blijken dat in een deel van de financieringsvraag uiteindelijk wel degelijk door bestaande (private) marktpartijen kan worden voorzien. Maar andersom geldt ook dat bedrijven die nu verwachten hun plannen via de bank te realiseren, mogelijk in een later stadium toch voor een gesloten deur komen te staan en alsnog op zoek moeten gaan naar een publiek of publiek-privaat alternatief voor externe financiering.

Ook houdt dit gevraagde investeringsvolume geen rekening met vraag van buiten de regio (die mogelijk binnen de regio gehonoreerd kan worden), of met het feit dat er mogelijk meer snelgroeiende bedrijven zijn die nu nog niet in kaart zijn gebracht (omdat ze nog onder de radar opereren).

Tot slot lijkt de enquête te suggereren dat er geen behoefte is aan vraagkapitaal voor meer dan € 30 miljoen. Signalen uit de praktijk (uit interviews die we met overheden, intermediaire organisaties, banken en bedrijven hebben gehouden) geven echter een ander beeld. Er zijn zo nu en dan weldegelijk snelgroeiende bedrijven die behoefte hebben aan groeikapitaal boven € 30 miljoen. Om die reden hanteren we voorlopig een range tot € 50 miljoen.



4.4 Werkatelier portfolio

Een belangrijke tweede pijler onder een voorstel voor een nieuw financieringsinstrument (naast de analyse in de voorgaande paragraaf op basis van de enquête) is het opstellen van een vertrouwelijke en overzichtelijke portfolio van potentiële concrete investeringen. Inzicht in deze 'pijplijn' is een belangrijke en logische eis, zowel vanuit Brabant zelf, als vanuit het rijk en Luxemburg.

Samen met coördinerende vertegenwoordigers van de BOM, Brainport Network, het Ministerie van EZ, NIA, RVO en EIF heeft Lysias op 15 maart 2017 een besloten werkatelier georganiseerd. In het werkatelier hebben betrokkenen in vertrouwelijk gezelschap de belangrijkste parameters per bekende prospect (investering) op een rij hebben gezet. Daarmee is een gezamenlijk geaggregeerd totaaloverzicht opgesteld van de bekende recente, actuele en aankomen scale-up investeringen. Het is een zekere foto van de markt die inzicht biedt in 43 potentiële investeringen en de karakteristieken daarvan.

Deze portfolio bevat buitengewoon vertrouwelijke informatie van concrete bedrijven, financiers en overheden. Informatie waar ondernemers en investeerders niet mee naar buiten willen en waar betrokken intermediaire organisaties vaak geheimhoudingsverklaringen voor hebben getekend. Aan de andere kant willen de betrokken overheden en organisaties concrete investeringen zien. Het simpelweg uitwisselen van alle informatie is niet haalbaar (vanwege de vertrouwelijkheid), maar het *niet* delen van informatie ondermijnt het besluitvormingsproces. Want dan is er gebrek aan draagvlak bij provincie, rijk en Luxemburg en lopen we ook een risico op dubbeltelling. Met het werkatelier hebben we een balans gevonden tussen de vertrouwelijkheid van de informatie en de behoefte aan inzicht in de markt. In dit rapport is alleen "verzamelinformatie" opgenomen, die niet herleidbaar is naar individuele bedrijven. Zo kan het onderzoeksrapport openbaarheid genieten, met inzicht in de totale omvang van de potentiële investeringen, de verdeling naar sectoren, de mogelijke werkgelegenheid die dat oplevert en bijvoorbeeld het soort financiering dat nog nodig is.

We hebben voor de portfolio niet alleen gekeken naar investeringen die op dit moment aan de orde zijn, maar ook naar investeringen in de afgelopen 3 jaar en investeringen die mogelijk de komende 2 jaar aan de orde zullen zijn. Op die manier hebben we ook een afgewogen overzicht op een tijdsperiode van 5 jaar. We hebben de volgende parameters in kaart gebracht:

Investering: achter de rug, actueel of toekomst
Huidige omvang van bedrijf (aantal werknemers): <10 - <25 - <50 - <100 - 100 of meer
Actief in topsector: 1 of meer van de volgende: AgroFood, Chemicals & Biobased, Energy, HTSM, Life Sciences, Automotive, Maintenance, Logistiek, Aerospace, en ICT & Fintech
TRL van de investering: 0 t/m 6 - 7/8 - 9
Link met: Brabant - Zuid Nederland - nationaal
Beoogde extra werkgelegenheid na afronding investering: 0-20 - >20 - >50 - >250 - >500 - >1000
Regionale groei (waaronder bijv. groei werk toeleveranciers): 0-20 - >20 - >50 - >250 - >500
Spill over in de economische structuur: laag - gemiddeld - hoog
Financieringsvraag: urgent - voor over > 1 jaar - voor over > 3 jaar
Beoogde omvang investering in M€: <5 - 5/10 - 11/20 - 21/50 - 51/100 - >100
Nog benodigde financiering (ticketsize in € en soort financiering)
Welke link maatschappelijke opgave van provincie Brabant? (trefwoorden)
Reeds in contact met: Provincie, BOM, Brainport Network, EZ of meerdere



De resultaten van het werkatelier in beeld

We hebben een groot aantal investeringen besproken, waarvan er uiteindelijk 43 op de lijst zijn gezet. Er is dus ook een aantal investeringen afgevallen, omdat ze ofwel te klein waren (geen scale-up), ofwel nog te ver in de toekomst (nog te ongewis) of omdat ze onvoldoende kansrijk werden geacht. De analyse van de pijplijn heeft geleid tot 7 concluderende bevindingen:

1. Een ruime meerderheid (>70%) in de portfolio is actueel van aard

Van de 43 investeringen waren er 4 reeds afgesloten. Dit waren dus investeringsronden die inmiddels achter de rug zijn, maar waarbij de betrokkenen wel de inschatting hebben gemaakt dat een MKB-plus Faciliteit mogelijk tot een andere investeringsbeslissing had geleid. Een ruime meerderheid van 32 investeringen kreeg het label actueel (liggen op dit moment dus actueel op tafel). Tot slot waren 7 investeringen meer gericht op de toekomst. Deze laatste categorie bevat business cases die nog niet helemaal zijn uitgekristalliseerd, maar die wel kansrijk lijken voor investeringen binnen 2 jaar.

We hebben ook in kaart gebracht of de financieringsvraag nu urgent is, of dat deze pas over 1 jaar echt gesloten dient te worden of zelfs nog verder in de toekomst. Van de actuele en toekomstige investeringen zijn 19 investeringen urgent (het bedrijf zit midden in de onderhandelingen). Een totaal van 15 investeringen dient ongeveer over 1 jaar gesloten te worden en 5 investeringen hebben een tijdshorizon van meer dan 3 jaar. Ook bij de investeringen die al achter de rug zijn (4) was destijds het merendeel urgent van aard.

2. De gezamenlijke financieringsvraag over 5 jaar betreft meer dan € 1 miljard

We hebben de financieringsvraag van alle 43 investeringen opgeteld. Dit betreft de zogeheten ticketsize van eerder, thans en toekomstig benodigde financiering (de werkelijke investeringen waren en zijn nog hoger). Bij elkaar opgeteld betreft de gezamenlijke financieringsvraag van de 43 in kaart gebrachte investeringen meer dan € 1 miljard.

3. De gevraagde ticketsize concentreert zich tussen € 5 mln en € 50 mln, met een zwaartepunt op de tickets tussen € 10 mln en € 30 mln

De hoogte van de gevraagde tickets is als volgt verdeeld:

- Lager dan € 5 mln (3)
- Tussen € 5 mln en € 9 mln (12)
- Tussen € 10 mln en € 19 mln (13)
- Tussen € 20 mln en € 49 mln (12)
- Gelijk aan en meer dan € 50 mln (3)

Daarmee concentreert de ticketsize van scale-up investeringen in de markt zich vooral tussen de € 5 mln en € 50 mln, met een zwaartepunt op de tickets tussen € 10 mln en € 30 mln. Op basis van dit beeld lijkt een ticket range van € 5 mln tot € 30 mln minimaal gewenst. Dan zouden 34 van de 43 investeringen in ieder geval binnen deze range passen. De kleinere tickets (3 stuks van < € 5 mln) zouden meer via het bestaande Brabantse Innovatiefonds en DVI bediend kunnen worden. En de grotere (5 in totaal) vergen individueel maatwerk, wellicht via een ad hoc maatregel van EIB, EIF, Invest-NL en/of de provincie.



4. Het soort financiering (equity of lening) vergt maatwerk

In het werkatelier hebben we gekeken of bedrijven nu uit zijn op leningen of aandelen. Hieruit viel geen goed algemeen beeld te schetsen. Financiering is altijd maatwerk, met uiteenlopende belangen en strategieën, waarbij Venture Capital fondsmanagers soms ook leningen verstrekken en waarbij banken soms ook converteerbare leningen verstrekken (die kunnen uitmonden in aandelen). Kortom: in de praktijk is er een enorme mix van financieringsvormen aan de orde, ieder bedrijf, iedere markt, ieder risico, ieder potentieel vergt weer een andere maatgerichte aanpak.

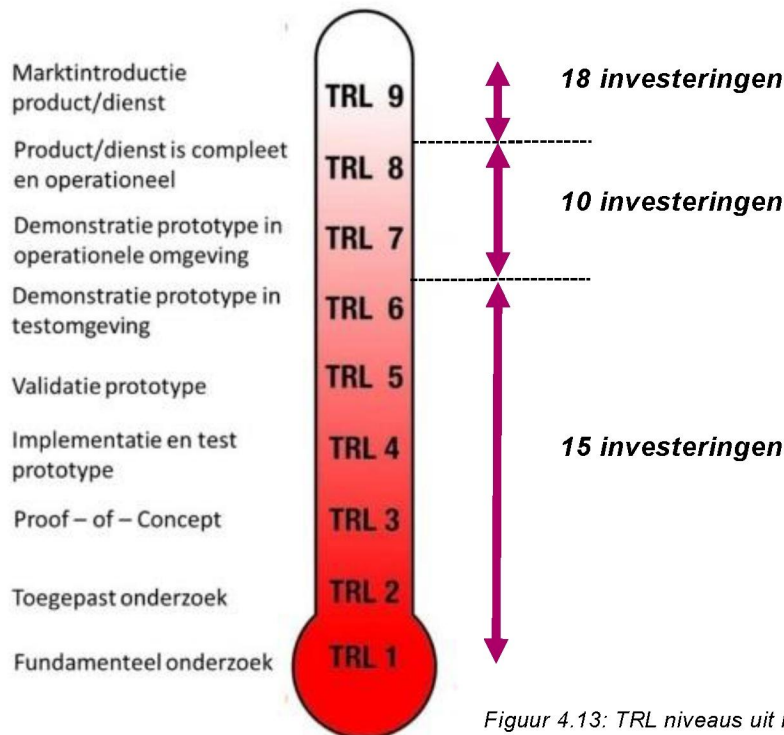
5. De sectorale focus is breed en concentreert zich op HTSM en Life Sciences

Per investering hebben we de sectorale focus (topsector) in beeld gebracht. Daaruit bleek ook dat er veel sprake is van zogeheten cross-over impact. Het uiteindelijke beeld (waarbij sommige investeringen meerdere topsectoren raken) is als volgt:

- 16 x gerelateerd aan de HTSM sector
- 11 x gerelateerd aan de Life Science sector
- 8 x gerelateerd aan Chemie en Biobased sector
- 5 x gerelateerd aan de Energie sector (inclusief energietransitie)
- 4 x gerelateerd aan de AgroFood sector
- 4 x gerelateerd aan de ICT en FinTech sector
- 1 x gerelateerd aan Maintenance
- 1 x gerelateerd aan Automotive
- 1 x gerelateerd aan Aerospace
- 1 x gerelateerd aan Logistiek

We zien dus dat typisch Brabantse sectoren als HTSM, Life Sciences en AgroFood goed vertegenwoordigd zijn, evenals Energie en Chemie.

We hebben ook het TRL-niveau (technology readiness level) per voorgenomen investering in kaart gebracht:



Figuur 4.13: TRL niveaus uit het werkatelier



Hieruit blijkt dat:

- 18 van de 43 investeringen in TRL 9 zit (technisch en commercieel gereed)
- 10 investeringen zitten in TRL 7 of 8 (demonstratie al in de markt),
- 15 investeringen zitten in TRL 1 t/m 6 (onderzoek, prototype, validatie).

Dit resultaat laat zien dat 28 van de 43 investeringen (circa 65%) in de marktdemonstratie of operationele fase zit (lees: vrij dicht tegen de markt aan). Maar ook circa een derde van de investeringen zit in de lage TRL-niveaus, dus meer in de risicovolle fase van onderzoek en ontwikkeling.

6. De economische impact van deze investeringen is groot

We hebben per investering de omvang van de voorgenomen investering in kaart gebracht. De economische impact (nog zonder spill-over effecten naar andere bedrijven) concentreert zich als volgt:

- 3 investeringen van < € 5 mln
- 16 investeringen tussen € 5 mln en € 10 mln
- 10 investeringen tussen € 11 mln en € 20 mln
- 9 investeringen tussen € 21 mln en € 50 mln (waarvan 3 achter de rug)
- 3 investeringen tussen € 51 mln en € 100 mln
- 2 investeringen van meer dan € 100 mln (waarvan 1 achter de rug)

De verhouding “ticketsize versus totale investering” is doorgaans minimaal 1 staat tot 2, ondernemers brengen immers ook eigen vermogen mee, aangevuld met vermogen van andere investeerders en vreemd vermogen (senior loan) van de bank. In totaal bevat de portfolio dus een potentieel investeringsvolume van meer dan € 2 miljard. Maar vanzelfsprekend is dit geen volume dat volledig voorzien kan of gaat worden door de voorgenomen faciliteit. Het biedt wel een heldere en concrete indicatie dat er veel interessante scale-up financieringen aan de orde zijn in Brabant.

7. De potentiële maximale werkgelegenheidseffecten: circa 600 banen / jaar

Omdat bevordering van de werkgelegenheid een belangrijke overweging vormt voor de provincie, hebben we de direct (beoogde) groei van de werkgelegenheid die samenhangt met de 43 investeringen in kaart gebracht, evenals de spill-over effecten naar bijvoorbeeld toeleveranciers. Van de voorgenomen 43 investeringen hebben 19 bedrijven op dit moment minder dan 10 werknemers. 14 Bedrijven hebben tussen 10 en 50 werknemers. 10 Bedrijven hebben op dit moment al meer dan 50 werknemers. 16 Bedrijven verwachten een groei van de directe werkgelegenheid tot 20 werknemers, 9 bedrijven schatten een groei tot 50 extra werknemers in, 10 bedrijven een groei tot extra 250 werknemers en 4 bedrijven schatten de groei van de directe werkgelegenheid in op meer dan 250 werknemers. Omdat we te maken hebben met een ordinale schaal kunnen we hieruit geen hard gemiddelde trekken. Wat wel kan is de mediaan (het middelste getal van de reeks antwoorden mits die reeks op volgorde is gezet) bepalen. Dan blijkt dat de meeste investeringen direct 21 tot 50 extra werknemers opleveren. Daarnaast kunnen we stellen dat er uit oogpunt van werkgelegenheid ook een paar grote klappers tussen kunnen zitten. Ook voor de indirecte werkgelegenheidseffecten (spill-over naar bijvoorbeeld toeleveranciers) is het lastig om een concrete inschatting te maken. Bedrijven fungeren niet solitair maar in een keten van toeleverende en afnemende bedrijven. Een baan bij een bedrijf in de ene sector brengt extra werkgelegenheid in de rest van de sector en andere sectoren met zich mee. Deze extra banen variëren vanzelfsprekend per sector en type bedrijf. Ook de locatie waar deze extra banen terecht komen kan variëren. Het is bekend dat innovatie-gedreven bedrijven (zoals Phillips, ASML en VDL) minimaal een dubbel aantal indirecte banen voortbrengen. Bij 30 van de 43 investeringen hebben de experts de spill-over effecten “gemiddeld” tot “hoog” ingeschat.



Een mand van gemiddeld 5 investeringen per jaar kan dus circa 300 nieuwe directe banen plus nog eens 300 indirecte banen opleveren. Dat kan dus oplopen naar circa 600 nieuwe banen per jaar. Over de thans voorgenomen horizon van de MKB-plus Faciliteit (5 jaar) zijn dat 3.600 banen. Doel is natuurlijk uiteindelijk nieuwe multinationals van de toekomst te helpen opbouwen, waar vaak meer dan 10.000 mensen werken.

Samengevat zijn de resultaten uit het portfolio werkatelier:

- Intermediaire organisaties hebben 43 scale-up investeringen in Brabant in beeld
- Dit is en blijft een momentopname, het is een concrete pijlpijn van investeringen
- Een ruime meerderheid (>70%) in de portfolio is actueel van aard
- De gezamenlijke financieringsvraag over 5 jaar betreft meer dan € 1 miljard
- De gevraagde ticketsize concentreert zich tussen € 5 miljoen en € 50 miljoen, met een zwaartepunt op de tickets tussen € 10 miljoen en € 30 miljoen
- Het soort financiering (equity of lening) vergt maatwerk
- De sectorale focus is breed, maar concentreert zich op HTSM en Life Sciences
- De economische impact van deze investeringen is groot
- Potentiële maximale werkgelegenheidseffecten: circa 600 nieuwe banen per jaar.

4.5 De vraag uit perspectief van financiële marktpartijen

Naast een onderzoek onder snelgroeiende bedrijven (digitale enquête) en het in kaart brengen van een concrete pijlpijn (portfolio werkatelier) hebben we als derde pijler onder de vraaganalyse een enquête uitgevoerd onder Venture Capital fondsmanagers en gesprekken gevoerd met banken, mezzanine-fondsen en andere partijen die actief zijn op de Brabantse kapitaalmarkt. We hebben dus ook in het financiële ecosysteem onderzoek gedaan naar de mogelijke mismatch op de kapitaalmarkt voor snelle groeiers en hoe het financiële ecosysteem de opt-in mogelijkheid waarderen die de voorgenomen faciliteit kan bieden en welke potentiële projectenportfolio zij zien.

Het financiële ecosysteem in kaart

We hebben eerst een lijst opgesteld van financiële partijen die actief zijn in Brabant of actief zouden kunnen zijn en daarvoor informatie en het bestaande netwerk gebruikt van EIF, BOM Capital, Brainport Network, NLII en EZ/NIA en de NVP (in de bijlagen is deze lijst opgenomen). Op deze lijst staan uiteenlopende partijen die actief zijn in Nederland in scale-up financiering. Dit zijn 22 fondsen, 6 corporate venture partijen en 8 banken en fondsen. We hebben vervolgens het ecosysteem doelgericht in kaart gebracht. We hebben ons onderzoek gericht op partijen die echt actief zijn of willen worden in de grotere tickets. Goed draaiende VC fondsen die zich vooral op kleinere tickets willen focussen (met een maximum plafond van circa € 2,5 miljoen) zijn heel belangrijk voor de economie, maar krijgen naar verwachting geen actieve plek binnen de voorgenomen financiële faciliteit. Wel hebben deze fondsen ook een eigen belang bij het succesvol doorgroeien en daarmee mogelijk succesvoller exit gaan van hun lopende deelnemingen.

Onderzoeksvragen voor het financiële ecosysteem

De onderzoeksvragen voor de enquête hebben we nauw afgestemd met Felix Zwart van de NVP en Norbert Fillekes van EIF, die nauw betrokken waren bij eerder onderzoek in Nederland en vergelijkbaar onderzoek in Duitsland. Ook het kernteam heeft actief input geleverd en vooraf de vragenlijst vastgesteld. We hebben in een apart Engelstalig document een vragenlijst opgesteld (zie bijlagen), op basis van de vragenlijsten die eerder in samenwerking met EIF gebruikt zijn. De vragenlijst bestond uit 17 vragen. Kernvragen aan de fondsmanagers waren:



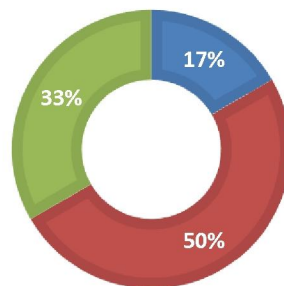
- Ziet u financieringen in bedrijven die geholpen zijn met een nieuwe faciliteit?
- Welke financieringen over afgelopen 3 jaar, op dit moment en komende 2 jaar?
- Wat zou een MKB-plus Faciliteit aan additionele investeringen opleveren?
- Wat zijn de specificaties van financieringen (sector, aantal, omvang, risico's)?

We hebben 22 fondsmanagers persoonlijk benaderd via telefoon en e-mail. Twee fondsmanagers gaven daarbij nadrukkelijk aan geen eigen ambities te koesteren richting grotere scale-up financieringen en de ticketsize van hun investeringen in principe onder de € 2,5 miljoen te houden. Deze twee fondsen hebben we daarmee afgevoerd van de respondentenlijst. Van de 20 resterende fondsmanagers hebben vervolgens 12 fondsmanagers de vragenlijst ingevuld en ook inhoudelijk een reactie gegeven. Van de 8 overige fondsmanagers hebben 5 fondsmanagers aangegeven te druk te zijn om mee te werken aan een enquête. Inhoudelijk waren deze 5 fondsmanagers wel geïnteresseerd, maar ze konden niet praktisch meewerken aan de enquête. Er was 1 fondsmanager die aangaf niet mee te kunnen werken wegens volstrekte vertrouwelijkheid van alle informatie. En 2 fondsmanagers bleven na heel veel pogingen onbereikbaar. De respons van 12 van de 20 fondsmanagers geeft een goed beeld met een responsrate van 60%.

Op de vraag of de voorgenomen MKB-plus Faciliteit belangrijk is voor de markt antwoordden de fondsmanagers als volgt:

BELANG VOOR DE MARKT

■ Absolutely essential ■ Very important ■ Average importance



Figuur 4.14: Fondsmanagers: belang voor de markt

Of met andere woorden: twee-derde van de fondsmanagers geeft aan dat de MKB-plus Faciliteit zeer gewenst is.

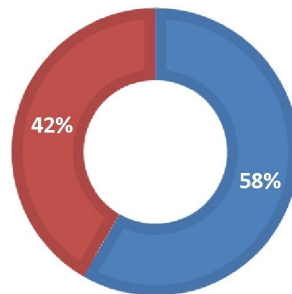
Uit de enquête blijkt dat 8 van de 12 fondsmanagers (twee-derde) aangeeft dat hun fondsomvang zo nu en dan tekort schiet om grote(re) tickets te kunnen sluiten. We hebben in de enquête ook naar de toekomst gekeken. We hebben de fondsmanagers gevraagd of ze in de nabije toekomst (pijplijn) investeringen zien die geholpen zouden zijn met een MKB-plus Faciliteit. Hierop antwoorden 11 van de 12 fondsmanagers positief. Zij hebben dus bijna allemaal investeringen op het oog voor de toekomst. Kijken we dan naar het totaalvolume van deze pijplijn, dan is het lastig om een goede telling te verrichten, omdat sommige fondsmanagers wellicht of zelfs waarschijnlijk aan dezelfde investering werken.

We hebben de fondsmanagers gevraagd of ze meer deals hadden kunnen sluiten met een MKB-plus Faciliteit. Hierop antwoorde bijna 60% bevestigend (een meerderheid).



FONDSMANAGER HAD MEER DEALS KUNNEN SLUITEN

■ Yes ■ No



Figuur 4.15: Fondsmangers: meer deals gesloten

Bruto schatten 12 van de 20 fondsmangers het volume van hun eigen in te brengen VC tickets in op circa € 94 miljoen voor Brabant (in circa 13 investeringen) en € 271 miljoen voor heel Nederland (buiten Brabant in circa 42 investeringen) voor de komende 2 jaar. Voor een periode van 5 jaar levert dat dus grofweg geëxtrapoleerd een Venture Capital ticketvolume op van bijna € 400 miljoen voor Brabant (in circa 54 investeringen) en meer dan € 1 miljard voor heel Nederland (in circa 175 investeringen buiten Brabant).⁸⁰

Naast de kwantitatieve informatie hebben we de fondsmangers ook gevraagd om opmerkingen te maken over de opzet en randvoorwaarden van de voorgenoemde MKB-plus Faciliteit. Hieruit kwamen de volgende opmerkingen (geanonimiseerd) naar voren, we hebben in de rechterkolom een beknopte reactie geformuleerd:

Additional comments from the fund managers	First respond
In principle I have a problem with regional restrictions (“direct impact on the regional economy”) to any financial instrument that tries to lure companies to its own geography without understanding whether that it is in the interest of the company itself (ROM’s) nor funding that restricts the operational freedom to execute (often coming from corporate investors)	We do try to avoid geographical restrictions. There has to be a link with Brabant, but we will not limit any investment exclusively to the Brabant territory.
Our fund was designed to fund and support companies for the long run but even we are limited in executing our strategy because we need to syndicate with other venture firms that often want to sell way earlier than we do. We could benefit from a well-capitalized co-investor (like the fund you propose) that is willing to commit to a much longer investment horizon (7-10 years or more if needed). I would be open to discuss this in more detail.	Clear.
We strongly support the creation of a scale up co-investment facility in Brabant / The Netherlands.	Clear.

⁸⁰ De extrapolatie is 5/2 voor de fondsperiode en 20/12 voor het aantal actieve fondsen in Brabant.



<p>We would like to warn for the fact that while a scale-up facility (from Brabant, National or European level) will be very useful for supporting scale-ups, the availability of well-funded private venture capital funds to do the investments is also mandatory: you can only co-invest in case someone is willing/able to invest in the first place.</p>	<p>A clear signal that you will need a 50/50 set up and pari passu approach.</p>
<p>In general we subscribe to the idea that for real scale ups (future winners that have impact and create substantial value) there is sometimes a lack of growth money from venture capitalists in the Netherlands. The root cause is that only in certain sectors, like biotech and ICT, enough money is available for true acceleration, whereas for energy transition technologies or impact investing that is not the case. It is the sheer lack of enough sizable funds (around EUR 100M) in the Netherlands that prevents significant growth capital to scale-up in these sectors. DVI is a very useful instrument and indeed can make some funds bigger. However, our view is that DVI money went to funds that in essence did not necessarily need it and only a limited number to those that did.</p>	<p>Interesting aspect that the shortage of scale up growth capital is limited to certain sectors like energy transition and impact investing. Clearly, for these sectors a lack of sizable funds is recognised as market failure, also in relationship to other instrument (aimed at earlier stage) like DVI.</p>
<p>I'm doubtful if this facility works for tech companies, it might work if the "tech company" is more a business model play (like Uber). Most scale-up have the world as their market so any facility shouldn't restrict them to conquer the world. I'm doubtful if there are really that many scale-up companies. There is a huge difference between what the companies think they are and how a capital provider would look at them.</p>	<p>The Scale-Up Facility is not only restricted to tech companies. Also true, you need to find the right needle in the haystack.</p>
<p>Key aspect of a co-investment facility is speed. Can we set up a swift co-investment deal, without repeating extensive asset management. Last time we tried to co-invest with EIF, EIF demanded complicated external validation. That takes too much time, in that case it is better to cooperate with another VC and enjoy the network and knowledge of a professional private partner.</p>	<p>Speed is quintessential.</p>
<p>You look and find the opportunities for which you have capital. If you have a small fund, you look for and will find small size opportunities. Likewise, if you have a large fund, whether in 1 vehicle or in more vehicles (e.g. co-investment vehicles), you will look for and find large opportunities. So it is not really possible to answer the 'what if' question, which is the key question in this questionnaire. So, although difficult to substantiate with hard data, if we would have a co-investment vehicle on top of our current fund, I am convinced we would have used it.</p>	<p>Clear.</p>
<p>We consider it necessary to lower the envisaged ticket size threshold to € 2 mln. That is very important for smaller funds with a size of € 20 mln to € 30 mln like us.</p>	<p>Why would the Brabant Innovation Fund not meet demand in that case?</p>
<p>You have to consider what sectors you focus on. The venture firms typically focus on either healthcare/life sciences or tech (ICT, software, etc.). The other sectors like clean tech, energy, industrial, AgroFood are much less established from a venture perspective.</p>	<p>True, important issue for the fund manager's instructions.</p>



<p>The key issue for providing growth capital to VC backed companies is that you need to find alignment around the holding period. Most (all?) venture funds have a strategy to return capital in 3-4 years (ideally). How does that fit with your ambition of building long term businesses in Brabant and NL.</p> <p>I believe this is a big challenge simply because the financial incentives of a venture capital manager are not aligned with what your growth fund wants to achieve. There is a clear need for growth/late stage capital providing companies the time and funds to really grow their business towards profitability (if possible) or become a consolidators in their respective markets. But to achieve this you need patient capital which is not there today. In the US there is a much stronger market (e.g. NASDAQ) allowing new investors stepping in, and old investors like the venture firms stepping out. The company can then further mature with the support of a new shareholder base. I cannot see how the co-investment fund you propose can provide for this, unless you are willing to buy-out (part of) the existing shareholder base via secondary transactions).</p>	<p>Most commercial funds do aim at exit in 3 to 4 years. In practice however, the VC market is dominated by public regional development companies who often have an average exit at 8 to 10 years.</p> <p>“Patient capital” is key in large scale growth capital.</p>
---	---

4.6 De vraaganalyse samengevat

In dit hoofdstuk hebben we de specifieke en concrete vraag naar financiering van snelgroeiende bedrijven in Noord-Brabant in kaart gebracht. Daarvoor hebben we drie aanvliegroutes gebruikt:

1. een enquête onder alle snelgroeiende bedrijven,
2. een werkatelier voor concrete investeringen en
3. een enquête onder fondsmanagers.

Voor de digitale enquête onder de (potentiële) snelgroeiende bedrijven hebben we circa 350 bedrijven geïdentificeerd. Uit deze enquête bleek dat circa 80% van alle snelle groeiers wil investeren en daar extern kapitaal voor nodig heeft. Een groot deel verwacht deze financieringsvraag met hun eigen bank op te kunnen lossen. Circa 30% verwacht dat ze (wel) een goed plan hebben, maar ze verwachten onvoldoende respons te krijgen bij banken of fondsen. Deze snelle groeiers verwachten van een nieuw investeringsfonds meer coulance in de beoordeling van risico's bij leningen dan de bestaande banken. Ze zoeken groeikapitaal voor autonome groei van hun bedrijf, maar ook voor huisvesting, innovatie en werkkapitaal. Uit de enquête vloeit een belangstelling van circa 54 bedrijven met een gevraagd financieringsvolume over 5 jaar van € 740 miljoen.

In een vertrouwelijk werkatelier met vertegenwoordigers van de BOM, Brainport Network, het Ministerie van EZ, NIA, RVO en EIF hebben we de belangrijkste parameters per bekende prospect (investering) op een rij hebben gezet. Daarmee is een totaaloverzicht opgesteld van de bekende recente, actuele en aankomen scale-up investeringen; een foto van de markt die inzicht biedt in 43 potentiële investeringen en de karakteristieken daarvan. Een ruime meerderheid (>70%) in deze portfolio is actueel van aard. De gezamenlijke financieringsvraag over 5 jaar is meer dan € 1 miljard. De gevraagde ticketsize concentreert zich tussen € 5 miljoen en € 50 miljoen, met een zwaartepunt op de tickets tussen € 10 miljoen en € 30 miljoen. Het soort financiering (equity of lening) vergt bij iedere casus maatwerk, de sectorale focus is breed, maar concentreert zich op HTSM en Life Sciences. De economische impact van deze investeringen is groot, de potentiële maximale werkgelegenheidseffecten zijn circa 600 nieuwe banen per jaar.



Tot slot hebben we een enquête uitgevoerd onder Venture Capital fondsmanagers en gesprekken gevoerd met banken en andere partijen die actief zijn op de Brabantse kapitaalmarkt. We hebben het financiële ecosysteem gevraagd naar hun inzicht in de mogelijke mismatch op de kapitaalmarkt voor snelle groeiers en hoe het financiële ecosysteem de opt-in mogelijkheid waarderen die de voorgenomen faciliteit kan bieden. Twee-derde van de fondsmanagers geeft aan dat een nieuw instrument zeer gewenst is. De meerderheid van fondsmanagers geeft ook aan dat ze deals hadden kunnen sluiten met een nieuw financieringsinstrument. Uit de enquête blijkt verder dat twee-derde van de fondsmanagers aangeeft dat hun fondsomvang zo nu en dan tekort schiet om grote(re) tickets te kunnen sluiten. Vrijwel alle fondsmanagers zien investeringen in de nabije toekomst (pijplijn) die geholpen zouden zijn met een nieuw financieel instrument. Bruto schatten de fondsmanagers een ticketvolume in van bijna € 400 miljoen voor Brabant in circa 54 investeringen en meer dan € 1 miljard voor heel Nederland in circa 175 investeringen (buiten Brabant). Daarbij moet aangetekend worden dat dit hun eigen ticketsize betreft (uit hun eigen VC fonds), hierin is (nog) geen leningen deel opgenomen van banken. Als er een gemiddelde equity/leningen verhouding in een investering zit van 50/50, is er dus in 5 jaar een volumevraag naar groeikapitaal aan de orde van € 800 miljoen.

Uit de drie aanvliegroutes blijkt dus de volgende indicatieve actuele vraag naar groeikapitaal in Brabant over een periode van 5 jaar:

Aanvliegroute:	Volume vraag	Aantal tickets
1. Enquête onder snelgroeiende bedrijven	€ 740 miljoen	54
2. Werkatelier concrete investeringen	€ 1 miljard	43
3. Enquête onder fondsmanagers	€ 800 miljoen	54

We kunnen niet “eenvoudig” een hard gemiddelde uit deze cijfers berekenen of een stevige voorspelling maken over het exacte volume voor het groeikapitaal of het minimum aantal tickets in Brabant. Daarvoor bevatten de drie aanvliegroutes ieder teveel onzekerheden, aannames en terughoudendheid in het kader van vertrouwelijke bedrijfsgegevens. Wel levert de vraaganalyse een vrij stevig beeld op dat er een aanzienlijke vraag is met een relatief groot aantal concrete tickets voor groeikapitaal.

In het volgende hoofdstuk schetsen we het aanbod van financiering van groeikapitaal en de knelpunten en uitdagingen aan de aanbodzijde.



5 Aanbodanalyse financiering snelle groeiers

In dit hoofdstuk kijken we verder welk kapitaal beschikbaar is voor scale-up financiering van Brabantse bedrijven en onder welke condities. We focussen niet alleen op de reguliere systeembanken, maar ook op andere marktpartijen in de financiële sector.

5.1 Onderzoeksverantwoording

Voor de informatie in dit hoofdstuk hebben we uitgebreid deskresearch verricht en diverse partijen geïnterviewd. Daarbij moet opnieuw aangetekend worden dat informatie over financiering vaak bedrijfsvertrouwelijke gegevens bevat en partijen niet altijd het achterste van de tong laten zien. De wereld van bedrijfsfinanciering is gehuld onder een sluier van geheimhouding, in het belang van betrokken bedrijven en financiers.

Eerst en vooral geldt dat er geen sprake is van een bepaalde limitatieve beschikbaarheid van kapitaal voor scale-ups. De beschikbaarheid in kwantitatieve zin is vrijwel onbeperkt, omdat voor deze groep in principe de mondiale kapitaalmarkt ter beschikking staat. Wereldwijd wordt jaarlijks meer dan € 100 miljard geïnvesteerd in Venture Capital (VC). Het vaststellen van een tekort is dus geen simpele rekenom van vraag minus aanbod. Het knelpunt voor ondernemers ligt veelal in de *kwantitatieve* beschikbaarheid. Onder welke condities is kapitaal te verkrijgen? Zijn er voldoende partijen die de gewenste vorm van financiering tegen redelijke condities beschikbaar stellen?

Op basis van uitgebreid deskresearch en contact met banken, fondsen en andere marktpartijen, hebben we een inventarisatie gemaakt van het aanbod van kapitaal en instrumenten. We hebben onderzocht welke overheidsinstrumenten beschikbaar zijn en onder welke condities. Overwegingen daarbij zijn de classificatie van de verschillende financieringen (met name de grootte, condities en toegankelijkheid), de sectorale focus die in het kapitaal impliciet of expliciet is gemaakt, en het karakter van het kapitaal (vreemd - of eigen vermogen, leningen of participaties).

5.2 Het speelveld van het aanbod van kapitaal in kaart

Er is relatief veel vreemd vermogen in de markt voor goede en veelbelovende projecten, maar om dit te mobiliseren moet risicodragende financiering beschikbaar komen. De beschikbaarheid van risicokapitaal voor snelgroeiende en innovatieve bedrijven is in Nederland de afgelopen jaren weliswaar flink vergroot, maar loopt in vergelijking met toonaangevende innovatie-gedreven landen, zoals de Verenigde Staten en Israël, nog achter.⁸¹ Hieronder brengen we het aanbod van groeikapitaal in kaart. Het speelveld van groeikapitaal kent veel partijen.

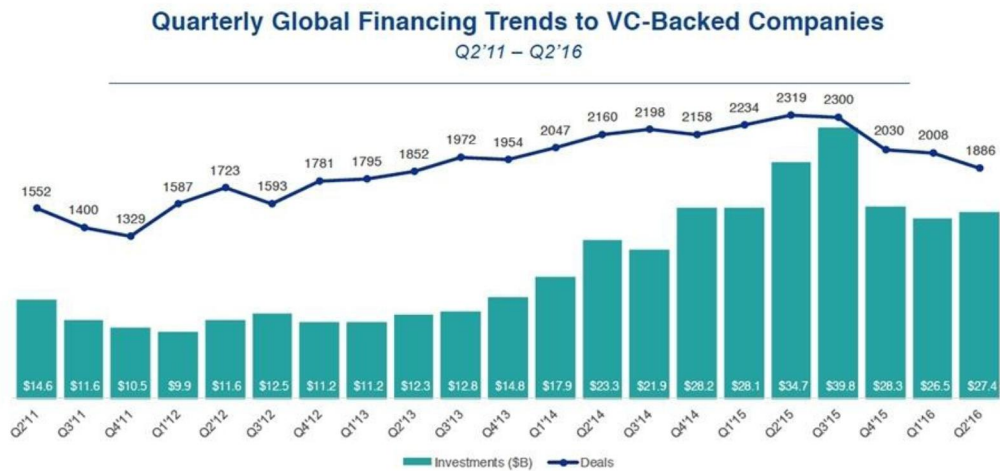
Private aanbieders financiering snelgroeiende bedrijven

De markt van groeikapitaal is een wereldmarkt. Bedrijven die snel willen groeien kijken ook over de grenzen en private kapitaalfondsen, banken en investeerders zijn vrijwel altijd wereldwijd actief. KPMG verricht periodiek wereldwijd onderzoek naar de markt voor Venture Capital investeringen (VC), in samenwerking met CB Insights.

⁸¹ OECD 2016, *Entrepreneurship at a glance*.

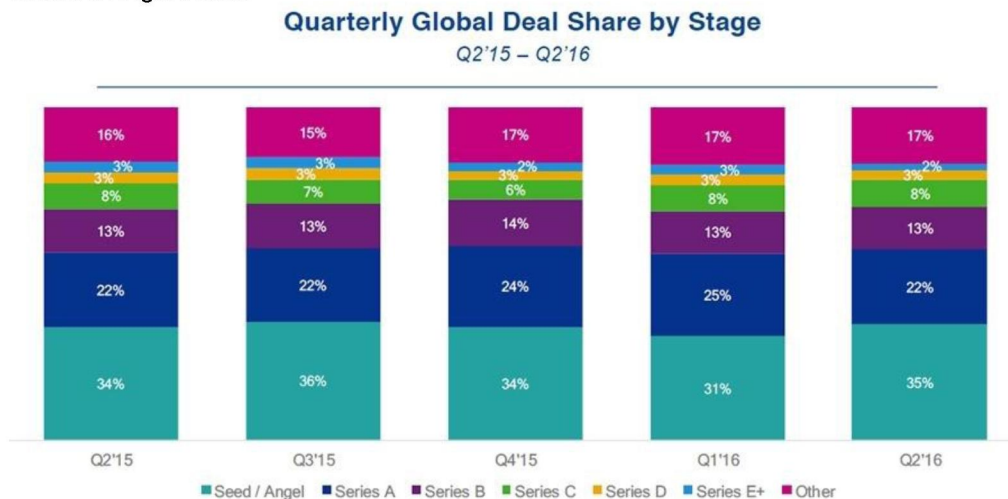


In het onderzoek bieden zij ieder kwartaal inzicht in de belangrijkste ontwikkelingen op het gebied van investeringen van VC-maatschappijen en VC-investeringstakken van grote bedrijven. In onderstaand overzicht staan kwartaalcijfers. Gemiddeld zijn er wereldwijd 2.000 deals per maand met een volume van bijna \$ 30 miljard (€ 27,5 miljard). In heel 2015 kwam het totaal geïnvesteerde bedrag aan Venture Capital uit op ruim \$ 128 miljard (€ 117 miljard).



Figuur 5.1: kwartaaloverzichten wereldwijd VC deals

Bedrijven die er in slagen VC-kapitaal aan te trekken, zijn vaak goed georganiseerd met sterke winstcijfers en goede controle over de kosten die zij maken. Deze bewezen bedrijven krijgen nu relatief veel aandacht in Noord-Amerika en Azië, terwijl in Europa – waar men al langere tijd selecteert op sterkere organisaties – juist veel in startups wordt geïnvesteerd. Wereldwijd trekken start ups nog steeds veel aandacht – net als in voorgaande kwartalen gaan investeringen vooral naar opstartkapitaal en de eerste financieringsronde.



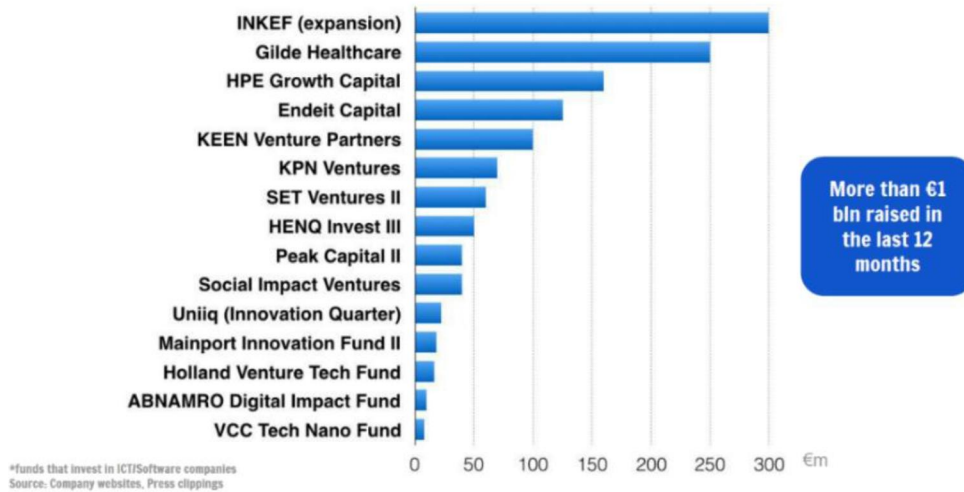
Figuur 5.2: Trendontwikkeling in soort VC investering

In totaal hebben participatiemaatschappijen in 2015 € 3,3 miljard geïnvesteerd in 348 Nederlandse bedrijven. Ongeveer 87% van de investeringen die bedrijven kregen van een participatiemaatschappij, was kleiner dan € 5 miljoen. Het rapport “State of the Dutch Tech Startup & VC Landscape” bevat een actueel overzicht van actieve Venture



Capital fondsen in Nederland.⁸² Het rapport biedt bijvoorbeeld een overzicht van fondsen in de ICT/Software hoek. Volgens River Venture Partners steeg het Nederlandse fondskapitaal voor deze sector met € 1 miljard tussen september 2015 en september 2016.

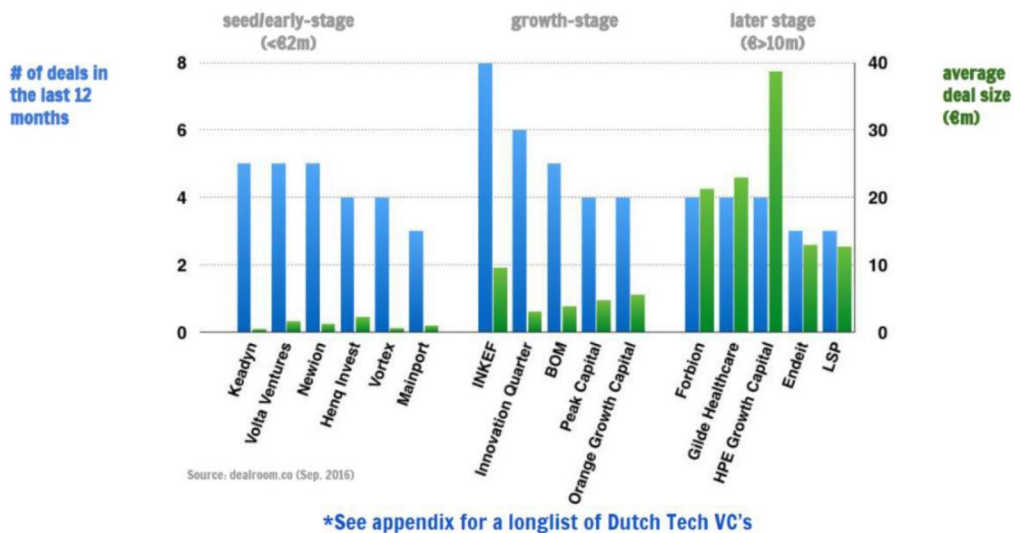
Many new Tech* VC funds have been raised in The Netherlands



Figur 5.3: VC fondsen in Nederland, cijfers 2016

Onderstaand overzicht bevat recente deals in Nederland, uitgesplitst naar *seed/early stage*, *growth stage* en *later stage*. Voor snelle groeiers zijn vooral de twee laatste categorieën van financiering van belang. De tabel laat zien dat deze fondsen jaarlijks gemiddeld zo'n 4 deals doen. En dat er ook in *later stage* significante tickets voorzien worden (tussen € 2,5 miljoen en € 40 miljoen).

Most active VC's in The Netherlands



Figur 5.4: Actieve VC spelers in Nederland

⁸² Opgesteld door River Venture Partners



Een praktijkvoorbeeld: Prime Ventures is één van de leidende verschaffers van durf- en groeikapitaal voor snel groeiende internet-, software- en hightech bedrijven in West-Europa. Het fonds investeert € 5 miljoen tot € 20 miljoen per bedrijf en richt zich op veelbelovende startups die de potentie hebben wereldwijd door te breken. Naast groeikapitaal stelt Prime Ventures haar ondernemers een uitgebreid internationaal netwerk van contacten ter beschikking. Tevens kunnen ondernemers profiteren van de ruime ervaring die Prime Ventures heeft met het uitbouwen van internationaal groeiende ondernemingen. Voorbeelden van investeringen door Prime Ventures zijn Global Collect, Silicon Hive, Civolution, Intrinsic-ID, IPDIA, Thuisbezorgd, Mendix, Applift en Bright Computing. Sinds 1999 heeft Prime Ventures vier fondsen opgehaald met totaal van € 425 miljoen aan gecommiteerd kapitaal.



Ook het Europese Investeringsfonds (EIF) houdt de markt van groeikapitaal nauw in de gaten. Onderstaand overzicht geeft een beeld van de grote M&A (Mergers and Acquisitions) en IPO (Initial Public Offering - beursintroducties).⁸³



Figuur 5.5: Overzicht EIF overnamedeals en beursgangen

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP)

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) is de brancheorganisatie van de participatiemaatschappijen in Nederland en vertegenwoordigt 90% van het beschikbare participatiekapitaal in Nederland. Onder participatiemaatschappijen worden zowel private equity (investerings in meer volwassen bedrijven) als venture capital (investerings in jonge of snel groeiende bedrijven) verstaan. Alle data over de Nederlandse participatiemarkt zijn te vinden op de website van de NVP onder 'Feiten & Cijfers'. Tevens is op deze website gedetailleerdere data beschikbaar voor wetenschappelijk onderzoek.⁸⁴ De NVP onderzoekt al meer dan 16 jaar samen met het Corporate Finance team van PWC jaarlijks de belangrijkste ontwikkelingen in de Nederlandse private equity markt. Sinds 2007 worden de cijfers gebaseerd op PEREP-Analytics, een pan-Europese dataverzameling, die wordt ondersteund door Invest Europe (voorheen EVCA), NVP en andere Europese Private Equity en Venture Capital brancheverenigingen. Het onderzoek dekt door gebruik te maken van een enquête en betrouwbare publieke bronnen circa 95% van de investeringen door Nederlandse partijen en eveneens ongeveer 95% van de investeringen in Nederlandse bedrijven. Zowel leden als niet-leden van de NVP dragen bij aan het onderzoek.



⁸³ Linksonder in dit overzicht staat Dezima, een succesvol Nederlands pharmabedrijf waarin circa € 25 miljoen werd geïnvesteerd en dat circa € 1,4 miljard (!) opbracht bij verkoop aan het Amerikaans bedrijf Amgen. Onder meer de Nederlandse VC Forbion Capital Partners had in dit bedrijf geïnvesteerd.

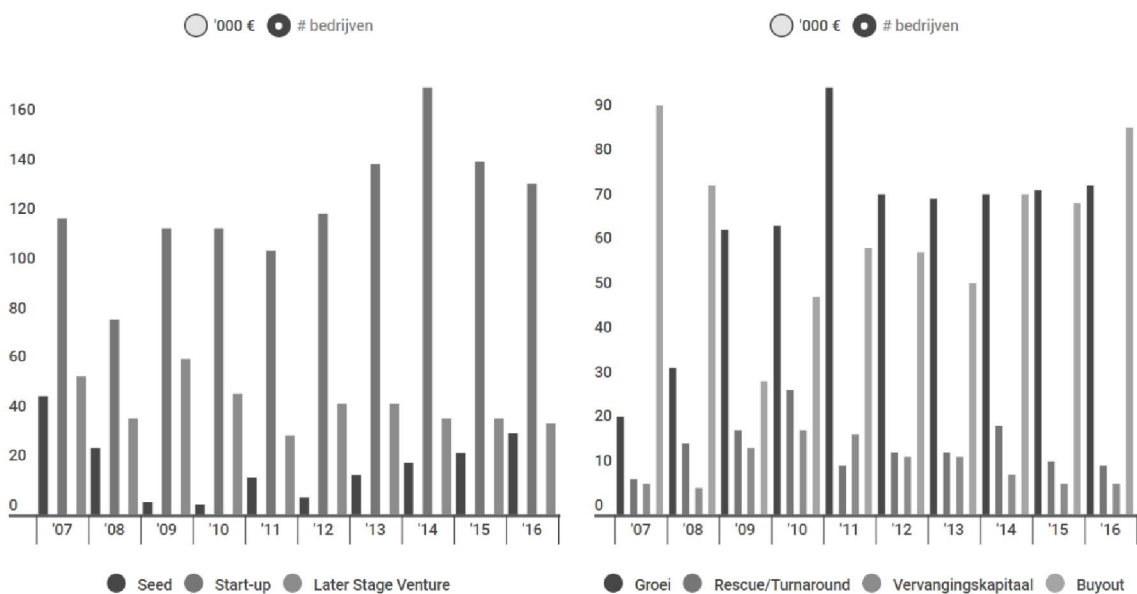
⁸⁴ Zie: <http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/>



De NVP maakt een duidelijk onderscheid tussen Venture Capital aan de ene kant (met name participatiemaatschappijen die aandelen verwerven en investeren in de vroege fase van de onderneming, zoals seed-, start- of later stage venture financiering) en Private Equity aan de andere kant, voor de meer volwassen fase van een bedrijf, waarbij het dan meestal gaat om groeifinanciering en overnames, maar ook later in de levenscyclus om de financiering van *rescue* en *turnaround*. We zien dat snelgroeiende bedrijven daar soms een beetje tussen zitten: voor sommige bedrijven is Venture Capital interessant (vaak in de vorm van aandelen), voor andere private equity (vaak in de vorm van leningen op maat zoals mezzanine financiering, zie ook de bijlagen voor meer toelichting). Kijken we naar de aantallen investeringen, dan zijn er veel meer Nederlandse participatiemaatschappijen actief in Nederland dan buitenlandse.

Investeringen **venture capital** Nederland (marktanalyse)

Investeringen **private equity** Nederland (marktanalyse)



Figuur 5.6: Venture Capital en Private Equity in Nederland 2007 - 2016

De Nederlandse VC fondsen hebben in 2016 een recordbedrag van € 725 miljoen opgehaald. Dit komt voor een groot gedeelte doordat drie grote life sciences fondsen (LSP, Gilde Healthcare en Forbion) samen bijna € 700 miljoen wisten te werven bij institutionele beleggers, family offices en corporates. Daarnaast zijn het European Investment Fund (EIF) en andere overheden belangrijke beleggers in venture capital. Voor groeifondsen is € 215 miljoen aan nieuw kapitaal opgehaald. Zij investeren in zogenoemde "scale-ups", meer volwassen bedrijven die met een investering van eigen vermogen hard groeien.

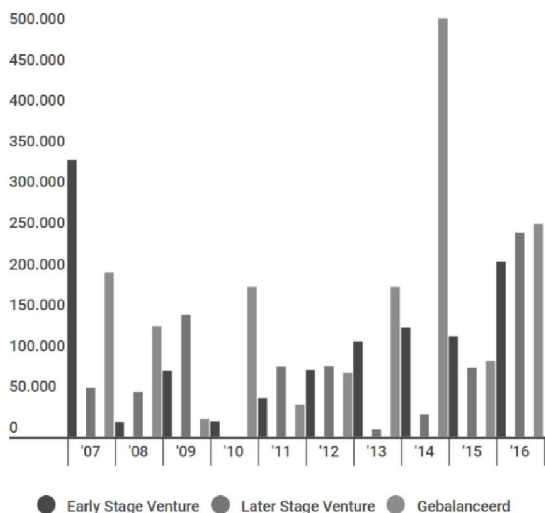
Bij de presentatie van de 2016 cijfers eind april 2017 verklaarde NVP-voorzitter Annemarie Jorritsma: 'Ik ben zeer verheugd over dit hoge bedrag voor nieuwe Venture Capital fondsen. De hoeveelheid beleggingen in Venture Capital viel jaren tegen. Vandaar dat de NVP aandrang op overheidsbeleid dat de financiering door marktpartijen zou aanjagen. Het feit dat steeds meer marktpartijen zoals family offices en corporates nu beleggen in deze categorie is bemoedigend en laat zien dat het beleid effect sorteert. Het beleid dient daarom goed gemonitord te worden. En we moeten ook niet te vroeg juichen. In kapitaalintensieve sectoren als high- en cleantech zien wij nog een tekort aan Venture Capital. En dit zijn nou juist cruciale sectoren voor de komende jaren gezien bijvoorbeeld de energietransitie.'



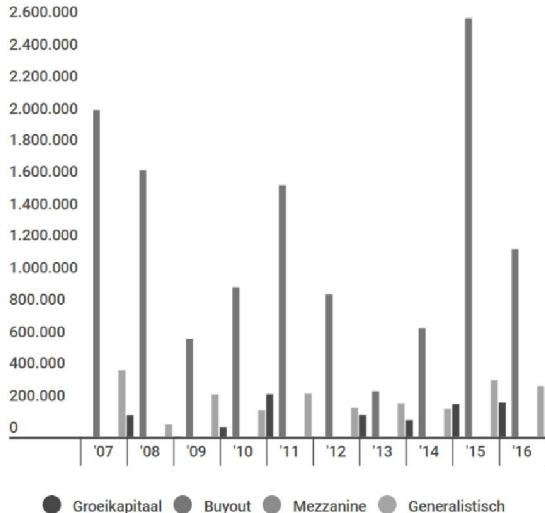
Private Equity partijen in Nederland haalden in 2016 € 1,5 miljard op aan nieuwe fondsen. Dit kwam voornamelijk van (internationale) institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, al dan niet via een fonds-in-fondsen als tussenlaag. In 2015 werd er exceptioneel veel nieuw kapitaal opgehaald doordat twee grotere partijen (Gilde Buyout Partners en Waterland) aan het fondsenwerven waren. Het feit dat er ondanks de afwezigheid van deze twee grote partijen zoveel is opgehaald toont voor de NVP aan dat private equity als belegging zeer in trek is. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) verwacht dat institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars zeer geïnteresseerd blijven om meer te beleggen in private equity. Het rendement dat private equity biedt is voor deze partijen essentieel nu rendementen in andere beleggingscategorieën achterblijven.

In het soort kapitaal dat door VC en PE fondsen wordt opgehaald zien we in de VC markt een zekere balans ontstaan tussen early stage en later stage Venture Capital. In de Private Equity markt daarentegen ligt de verhouding zeer sterk naar buyout kapitaal en is de markt voor groeikapitaal relatief bescheiden.

Fondsenwerving **venture capital** per financieringsfase Nederland ('000 €)



Fondsenwerving **private equity** per financieringsfase Nederland ('000 €)



Figuur 5.7: Fondsenwerving in Nederland

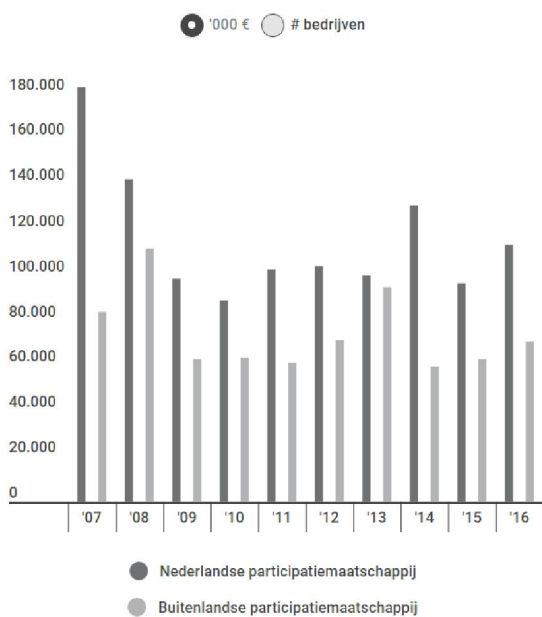
Private Equity partijen verkochten relatief veel bedrijven (21) aan strategische partijen in 2016, bijvoorbeeld: Den Braven Sealants (Arkema), Banketgroep (Groupe Poult), Luzac (NCOI), Carcoustics (Liaoning Dare Industrial) en Bakkersland (Borgesius). Daarnaast waren onderlinge verkopen tussen Private Equity partijen in trek met 17 gevallen zoals Conclusion (NPM Capital), Yarra Organic Petfood (AAC Capital), Fletcher Hotels (NIBC Mezzanine), Continental Bakeries (Goldman Sachs) en Raet (HgCapital). Basic Fit (3i) en SIF (Egeria) werden in 2016 naar de beurs gebracht. Venture Capital partijen hebben in 2016 hun belang in 105 bedrijven verkocht. Dit is meer dan in vorige jaren toen dit eerder rond de 85 lag. Populaire methodes zijn hierbij vooral verkoop aan strategische partijen en het aflossen van leningen. Life Sciences bedrijf Merus (o.a. LSP) is begin 2016 naar de beurs gegaan, net als Takeaway.com (waarin Prime Ventures begon te investeren toen het nog een startup was).



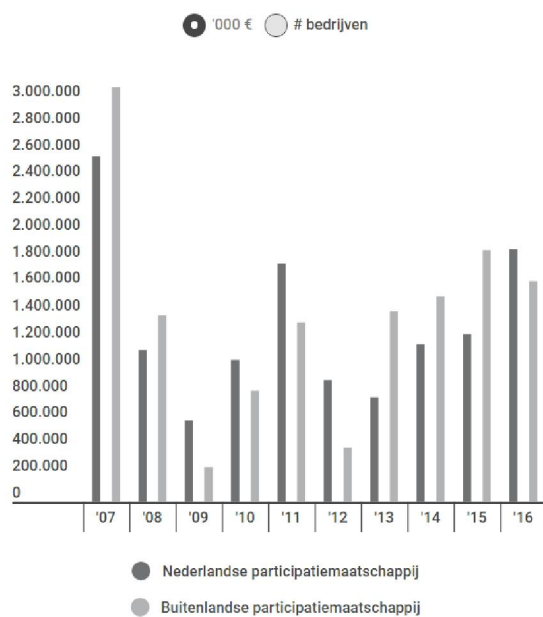
De NVP houdt ook de herkomst van Venture Capital en Private Equity bij. Zowel in de vroege - als in de volwassen fase zijn Nederlandse bedrijven interessant voor zowel binnen- als buitenlandse participatiemaatschappijen. Een buitenlandse participatiemaatschappij kan bijvoorbeeld een startup helpen groeien in een bepaalde nieuwe markt. Ook in het private equity-segment kunnen Nederlandse bedrijven op belangstelling rekenen uit het buitenland. De extra toename is deels te verklaren doordat sommige buitenlandse markten tekenen van oververhitting vertonen waardoor de bedrijfswaarderingen in Nederland voor deze partijen aantrekkelijker worden. Maar ook omdat een buitenlandse partij kan helpen om een Nederlands bedrijf te internationaliseren en te laten groeien op nieuwe markten.

Kijken we naar het financiële volume van de investeringen, dan valt op dat buitenlandse partijen vooral betrokken zijn bij de grotere private equity transacties. In volume investeerden buitenlandse private equity partijen doorgaans meer in Nederland dan Nederlandse aanbieders, maar in 2016 keerde deze trend en investeerden meer Nederlandse aanbieders dan buitenlandse aanbieders in Private Equity. Aan de ene kant toont dit de kracht van de Nederlandse kapitaalmarkt, aan de andere kant investeert het buitenland dus minder in Nederland.

Investeringen **venture capital** (marktanalyse)



Investeringen **private equity** (marktanalyse)

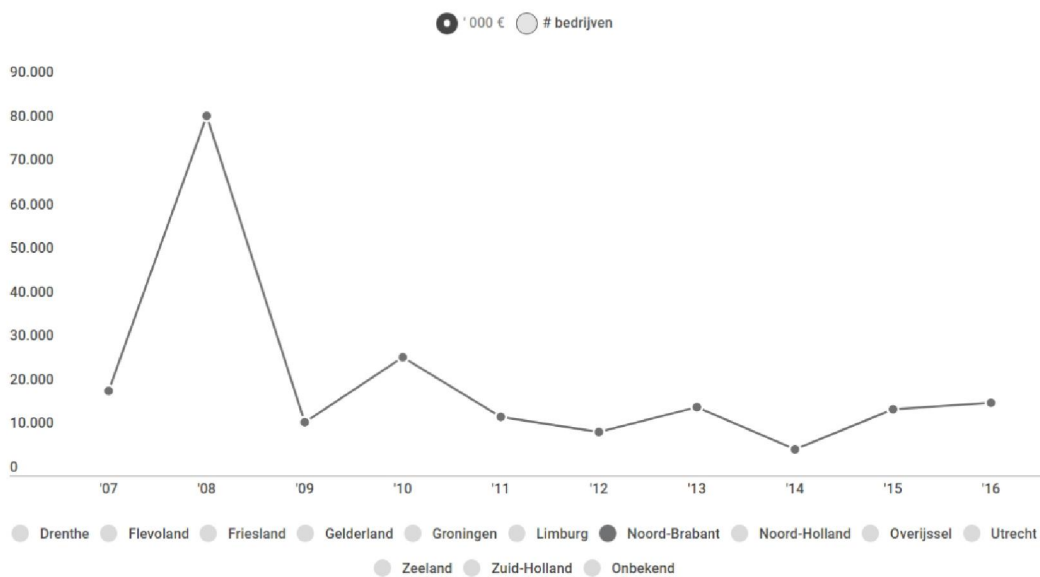


Figuur 5.8: Herkomst VC en PE kapitaal in Nederland

De NVP kijkt ook jaarlijks naar de regionale spreiding van investeringen. Daarin lijken investeringen zich te concentreren in bepaalde regio's, met name in de Randstad. Dat is voor een deel te verklaren doordat zich daar meer hoofdkantoren bevinden (alleen hoofdvestigingen worden in de NVP-statistiek geregistreerd); ook zijn niet alle locaties van bedrijven bekend. In Gelderland en Zuid-Holland neemt het aantal Venture Capital investeringen de laatste jaren stevig toe. Dat komt ook door de verstevigde inzet van de provincies op hun ROM's met respectievelijk PPM Oost IQ. Brabant blijft in deze statistiek enigszins stabiel. Specifiek voor Brabant is er een zekere constante lijn de afgelopen jaren in het volume van Venture Capital, er zit geen stijging in (terwijl in de Randstad en in Oost-Nederland de volumes dus toenemen).



Regionale spreiding investeringen venture capital 2007-2016 (marktanalyse)



Figuur 5.9: VC investeringen in Brabant (in €)

In 2016 ontvingen 179 Nederlandse bedrijven ruim € 3,5 miljard aan Private Equity investeringen van een binnen- of buitenlandse participatiemaatschappij. In ongeveer de helft van de gevallen (87 bedrijven) betrof dit buyouts voor een totaalbedrag van € 2,8 miljard. Het totaalbedrag in 2016 was enigszins hoger dan in 2015 toen dit € 2,5 miljard was, maar het aantal buyouts steeg fors van 70 naar 87. Buitenlandse Private Equity partijen faciliteerden 37 investeringen in Nederlandse bedrijven ter waarde van € 1,7 miljard. Dit is een lichte daling ten opzichte van 2015 toen dit € 1,9 miljard was in 35 bedrijven. Bekende grotere buyouts uit 2016: Hunkemöller (The Carlyle Group) Leaseplan (o.a. TDR Capital[2]), Raet (HgCapital), Koninklijke Ten Cate (Gilde Buyout Partners, ABN Amro Participaties en Parcom), Roompot Vakantieparken (PAI Partners) en Salad Signature/Johma (IK Investment Partners).

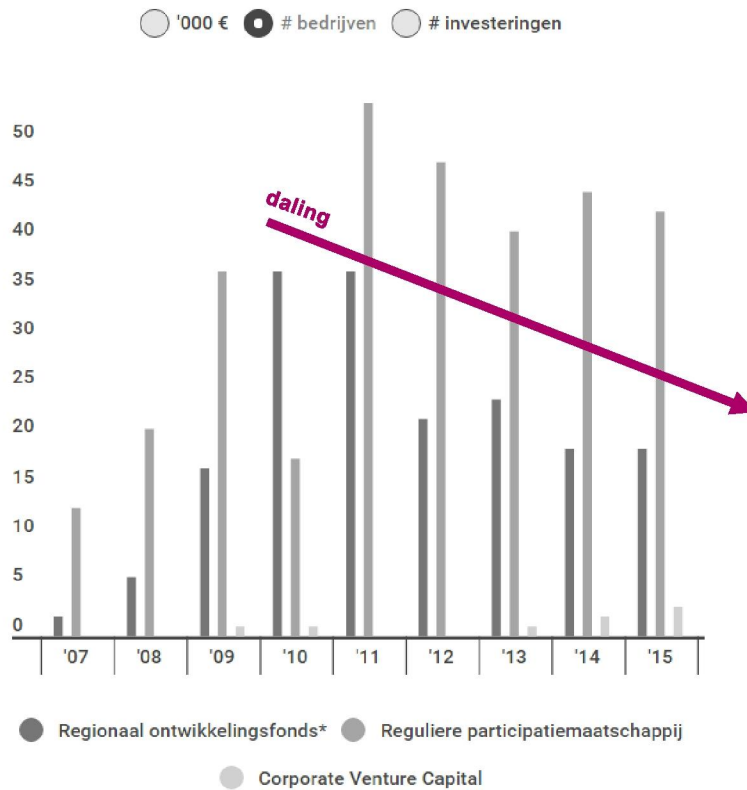
In 2016 was er een aantal van 74 Private Equity groeifinancieringen met een waarde van € 366 miljoen. In 2015 was die waarde nog (€ 553 miljoen), daar zit dus een dalende trend in. Voorbeelden van groeikapitaal in 2016: composiet- en olie- en gasbedrijf Airborne (o.a. HPE Growth Capital en InnovationQuarter), uitzendbureau Olympia (Avedon Capital Partners) en bouwbedrijf Jan Snel (Parcom).

Er was tot ongeveer 2011 een gestage jaarlijkse toename van het aantal investeringen in groeikapitaal, maar vanaf 2011 zet er duidelijk een daling in, ondanks de introductie van het zogeheten Dutch Venture Initiative (DVI) in 2013. DVI is een investeringsfonds van de Nederlandse Staat, het Europees Investeringsfonds (EIF) en de Europese Investeringsbank (EIB). DVI is een fonds dat niet in bedrijven zelf investeert, maar risicodragend kapitaal verstrekt aan private investeringsfondsen, een zogeheten fund of fund. De eerste DVI ronde uit 2013 had een fondsomvang van € 202,5 miljoen en deze is inmiddels volledig besteed. Op 31 maart 2016 werd besloten dat het Ministerie van Economische Zaken nog eens € 100 miljoen in een tweede ronde investeert, met daaraan vastgekoppeld € 100 miljoen van het Europees Investeringsfonds (EIF).

De afgelopen 5 jaar zien we dus een duidelijke dalende trend in het aantal investeringen in groeikapitaal, zoals onderstaande figuur illustreert.



Investerings groeikapitaal (marktanalyse)



Figuur 5.10: Investerings in groeikapitaal in Nederland

"De NVP heeft kennis genomen van het conceptrapport van Lysias, en wij verwelkomen het in kaart brengen van de markt in Brabant. Wij herkennen de bevindingen uit het rapport, en we verwelkomen dat Brabant wil investeren in groeikapitaal. De NVP wil er wel op wijzen dat bij de verdere uitwerking van deze plannen het van het grootste belang is dat structuur, governance en management-geldstromen ten goede komen aan het versterken van de bestaande Venture Capital infrastructuur. Dat betekent dat bestaande fondsen groter worden, daarmee de bijbehorende managers verder kunnen professionaliseren, en de beste selectie van bedrijven om in te investeren kan worden gemaakt. Een Nederlandse Venture Capitalist heeft vaak een investeringsfocus op heel West-Europa of verder. Er moet voor gewaakt worden dat door allerlei regionale initiatieven, in binnen- en buitenland, het investeringsfonds teveel in compartimenten verdeeld wordt waarbinnen investeringen aan bepaalde voorwaarden moeten voldoen die voor het fonds als geheel niet altijd optimaal zijn. De NVP blijft daarom graag betrokken bij de nadere uitvoering van deze plannen. Goede toegang tot groeikapitaal is namelijk essentieel voor het Nederlandse bedrijfsleven."

Annemarie Jorritsma, voorzitter NVP



Banken in Nederland

In de Miljoenennota 2017 (gepubliceerd september 2016) staat de stand van zaken over de Nederlandse systeembanken (ING, Rabobank, ABN AMRO en SNS) beknopt verwoord. Mede onder druk van effectief toezicht is de Nederlandse bankensector meer solide. Sinds de financiële crisis in 2008 uitbrak, zijn veel stappen gezet



en maatregelen genomen om financiële instellingen sterker te maken. Voor banken zijn de minimale risico-gewogen kapitaaleisen nu drie tot vijf keer hoger dan voor de crisis. Daarnaast moeten de vier systeemrelevante banken uiterlijk in 2018 voldoen aan een kapitaaleis van minimaal 4 procent van de totale balansomvang (leverage ratio). Hierdoor moeten zij zich meer met eigen vermogen financieren. De leverage ratio van de totale Nederlandse bankensector is gestegen van 3,4% in 2014 naar 4% in 2016.

Wanneer banken ondanks de hogere kapitaaleisen in geval van een zware schok onverhoopt toch in de problemen komen, zijn in de EU afspraken gemaakt die ervoor zorgen dat aandeelhouders en andere crediteuren in dat geval de verliezen dragen (*bail-in*). De strengere kapitaaleisen beperken zich niet tot de banken (Bazel-III). Voor verzekeraars gelden de nieuwe Europese solvabiliteitseisen van Solvency-II. Om de effectiviteit van het toezicht te vergroten, banken meer solide te maken en een gelijk speelveld te bevorderen, is in november 2014 de bankenunie van start gegaan.

Uit twee interviewrondes met de zogeheten financierings-

Brainport **Network**
Kapitaal

tafel van Brainport Network (een netwerk waarin de banken uit Brabant deelnemen) blijkt dat een belangrijk aandachtspunt van de systeembanken een goede aansluiting van het instrumentarium is. Een groot deel van het bestaande overheidsinstrumentarium richt zich op de voorkant van de first Valley of Death, waar bedrijven relatief klein zijn, investeringen overzichtig en risico's nog behapbaar. Weliswaar gaan er in de vroege fase veel bedrijven ten onder, soms wel 9 van de 10 waarin door fondsen wordt geïnvesteerd, maar enkele bedrijven komen bovendien en worden soms meer dan tien keer zo veel waard.

In de praktijk ziet de financieringstafel van Brainport Network vaak een probleem ontstaan bij de grotere tickets in de *early stage*. De fase waar de kapitaalbehoefte stijgt, terwijl er nog volop productontwikkeling (innovatie) gaande is. Dit is vaak nog een fase voor het ingaan van de Second Valley of Death, want bedrijven hebben dan nog steeds vrij weinig omzet en ook nog geen uitgekristalliseerd product. Bedrijven zitten dan dus nog in de First Valley of Death, maar de tickets zijn groter en daarmee de risico's ook. En in de praktijk haken dan al veel VC fondsen af, ook de fondsen die in beheer zijn bij de BOM. De BOM heeft bijvoorbeeld een expliciete eis van revolverend marktconform investeren en als marktpartijen ontbreken om mee te investeren en risico's hoog zijn, dan ontstaat er alsnog een significant gebrek aan beschikbaar risicokapitaal. Zorg van de banken is dat de provincie haar pijlen nu mikt op de Second Valley of Death in een opzet, waarbij bedrijven alleen bediend kunnen worden als ze toch al enige omzet en effectieve groei hebben bereikt. Dat is uit oogpunt van doelgroep benadering (snelle groeiers) misschien wel logisch, maar zo kan er (nog steeds) een soort gat (gebrek aan kapitaal) overblijven tussen de staart van de First Valley of Death en het begin van de Second Valley of Death.



Paul van Vuuren, regiodirecteur Grootbedrijf en Instellingen van ING Zuid Oost Nederland geeft het volgende aan: “Nut en noodzaak om een nieuw fonds



in te richten voor het financieren van scale-up bedrijven, staat buiten kijf. In deze fase is versterking van het risicodragende vermogen noodzakelijk om de financiering rond te krijgen. Eerder constateerde wij het tekort aan financieringsmiddelen voor gezonde groei. De vraagzijde is door Lysias in kaart gebracht. De marktpotentie is ons daarmee helder, waarbij de exacte omvang altijd een ruime inschatting blijft. De genoemde gevallen bevreemden ons echter niet. In het huidige economisch perspectief voorzien we eerder een hogere dan een lagere kapitaalsbehoefte. Een nieuw instrument voor scale-ups kan heel goed een impuls aan de groei van deze bedrijven en daarmee aan de economie geven. Het vrijmaken van middelen is een sleutel tot succes. Uiteindelijk maakt dit de weg voor banken vrij om bedrijven regulier goed te financieren.”

Van Vuuren vervolgt: “Vanuit ING kijken we vanuit een breed perspectief naar het bedrijfsleven. Juist aan de onderkant van de zakelijke markt weten vraag en aanbod elkaar slechts moeizaam te vinden. Deze categorie valt voor ons gevoel nu buiten scoop van het voorgenomen instrument en is dus aangewezen op andere instrumenten. Deze zijn wel aanwezig in de huidige markt, echter de kwaliteit van de gepresenteerde plannen laat veelal te wensen over. Het inregelen van ondersteuning bij het komen tot een volwaardig en gedragen bedrijfsplan kan de mate waarin bedrijven in hun zoektocht naar (risicodragend) kapitaal slagen naar ons inzien vergroten. Vanuit de voorgenomen scale-up doelgroep zien wij met enige regelmaat concrete financieringsvragen. Vanuit bancaire oogpunt zijn deze veelal lastig om alleen door de bank in te vullen. Het structureren van en verbinden tot een totaal financiering is alsdan veelal de weg voorwaarts. Voor de scale-up fase is het aantal mogelijkheden dan (te) beperkt. De beoogde nieuwe faciliteit gaat hier ons inziens zeker helpen. Achtergestelde leningen kennen op enigerlei wijze een rente en aflossingscomponent. En ze beperken daarmee op de langere termijn de financierbaarheid van de onderneming. Onze voorkeur zou het hebben om ook andere risicodragende vermogensinstrumenten in te zetten. Gezien de beoogde c.q. door mij veronderstelde eenduidigheid, kan ik mij de keuze voor een puur achtergestelde leningen fonds voorstellen. Belangrijk is alsdan een ruime mate van flexibiliteit, zowel bij verlening als in de situatie dat een tussentijdse aanpassing noodzakelijk mocht blijken. Een goede afstemming met senior debt is hierbij key. Een garantiefaciliteit kan een goed alternatief zijn, echter kennen we dit al in verschillende hoedanigheden (bijvoorbeeld de GO-regeling). De wenselijkheid van een garantieregeling achten wij dus lager, immers de bank balans blijft belast worden, met alle nadelige gevolgen van dien. Als er een fonds voor achtergestelde leningen zou komen en aan de fondsmanager wordt skin in the game verlangd, schuif je meer op richting een strategische/intrinsieke betrokkenheid. Skin in the game vereist van de fondsmanager andere skills en ook een helder mandaat. Het percentage van het belang hoeft sec niet relevant te zijn, want dit kun je bijvoorbeeld ook met een beperkt zeggenschapsaandeel regelen.”

Topman Kees van Dijkhuizen van ABN-AMRO zegt in het magazine Management Team (d.d. 20 oktober 2016): “In de crisis hebben we een behoorlijke kras op onze neus gekregen. Alle banken, geen uitzonderingen. Dus iedereen is nu wel op zijn hoede om ervoor te zorgen dat hij de goede dingen doet. En die dingen moeten niet alleen nú oké zijn, maar we proberen ook door de bril van iemand over 10 jaar te kijken. Is het dan nog steeds oké? En daar komt bij dat we net naar de beurs zijn gegaan. Dan wil je natuurlijk ook geen fouten maken. Aan de andere kant: we hebben echt geld zat. We hebben meer geld beschikbaar om uit te lenen dan dat er vraag is. Er is wel vraag vanuit bedrijven, maar dat is vaak risicodragend, zoals equity. Dat doen wij ook wel, maar is niet echt onze tak van sport. Wij zijn toch meer verstrekker van vreemd vermogen. En dan zegt de publieke opinie al gauw: de banken willen geen krediet verstrekken. Maar zo is het niet. Het is eerder zo dat het MKB





behoefte heeft aan wat meer risicodragend kapitaal. En pas daarna komt het vreemde kapitaal dat wij financieren. De banken zijn helemaal niet te beroerd om geld uit te lenen. Wij in elk geval niet. Maar het moet wel een goede mix zijn. Wij kunnen niet zomaar het spaargeld van de burgers aan het MKB geven.”

Hans Klomp, Groei en Innovatie-specialist in Regio Zuid van de ABN-AMRO is van mening dat het risicoprofiel van de scale-up doelgroep zodanig divers is dat per casus moet worden bekeken of dit bij risico bereidheid van een nieuw financieel instrument past. Generiek is hij van mening dat het altijd waardevol is als de EU middelen in 'hapklare brokken' naar de financiers en bedrijven wordt gebracht, al dan niet met nieuwe financiële instrumenten. Belangrijke randvoorwaarden voor een nieuw instrument zijn dat er geen oneigenlijke concurrentie met private financieringen ontstaat, waardoor marktwerking in de financiële wereld wordt verstoord. Doel zou moeten zijn de private beschikbare financiering verder te faciliteren, waardoor (nog meer) marktwerking op gang komt. Het beste kan dit door een nieuw instrument vooral als cofinanciering in te zetten met overheidsmiddelen en (achtergestelde) leningen van private partijen.

In de publicatie “Best Practice van Management Team en Rabobank” uit 2015 zegt toenmalig nationaal directeur Bedrijven van de Rabobank Paul Dirken: “Ondernemers die



willen groeien hebben altijd haast. Ze hebben een plan, daar geloven ze in, dat willen ze realiseren, en dat moet liever vandaag nog dan morgen. Na jaren is er eindelijk weer behoefte aan nieuwe machines, nieuwe apparatuur, nieuwe vrachtwagens en de sectoren die het van het buitenland moeten hebben lopen voorop. De industrie, de groothandel, het transport en de logistiek. Met dat herstel begint ook de vraag toe te nemen naar kapitaal, om nieuwe bedrijfsmiddelen te bekostigen. Van oudsher financieren ondernemers dat het liefst bancair. Krediet van de bank, dat kennen ondernemers. Dat is voor hen ook relatief goedkoop, en dat kunnen ze overzien. Maar tot het gaatje gaan met een bancaire financiering, dat kan tegenwoordig écht niet meer. De economische crisis heeft geleerd dat ondernemers moeten beschikken over voldoende eigen vermogen. Ook dwingen toezichhouders banken om meer buffers aan te houden. Als de behoefte aan financiering groeit, kunnen bedrijfsplannen dus niet altijd meer 100% bancair worden gefinancierd. Maar voor alle krediet bij de bank aankloppen hóéft ook helemaal niet meer. Er is heel veel liquiditeit bij andere partijen in de markt. Denk aan pensioenfondsen, informal investors, of particulieren die zoeken naar meer rendement op hun spaargeld, vanwege de lage spaarrente. De Rabobank zet zich nog steeds in voor elke goede businesscase van elke goede ondernemer. En dat kan nog steeds ‘gewoon’ met een bancaire krediet. Maar dat kan tegenwoordig dus ook op andere manieren, met die andere partijen samen. En als je over de grenzen kijkt, zie je dat ook steeds vaker gebeuren. In Nederland is bij financiering van het MKB de verhouding bijvoorbeeld nog 80% bancaire en 20% ‘nieuwe financiering’. In de Verenigde Staten is die verhouding al omgekeerd. En die kant gaat het hier ook op en dan is het onze uitdaging om én onze klanten daarin mee te nemen, én onze 1.200 accountmanagers.”

Een voorbeeld van ‘nieuwe financiering’ is een succesvol initiatief van Rabobank: Meet to Grow. Dit zijn bijeenkomsten waarbij de bank kapitaliseert op de relatie met zijn private banking-klanten. Zoals oud-ondernemers die beschikken over een substantieel vrij vermogen. Zij willen participeren in bedrijven van startende of groeiende ondernemers, maar willen dan wel zeker weten dat het de juiste partij is. De Rabobank heeft voormalige ondernemers en startende-groeiende ondernemers op het netvlies en kunnen helpen de match tussen die twee te maken. Als de match slaagt en de samenwerking krijgt vleugels, dan haalt Rabobank er ook investeringsfondsen bij. Vervolgens kan de bank eventueel zelf met een krediet het financieringsplaatje compleet maken.



Anders dan de reguliere banken (ING, ABN-AMRO, Rabo en SNS) specialiseert NIBC Bank zich op het verstrekken van vreemd vermogen met een meer afwijkende structuur. Deze bank is met name actief in tickets vanaf circa € 10 miljoen tot maximaal € 50 miljoen. Voor tickets boven EUR 50 miljoen wordt de klantconcentratie te hoog. Voor lagere bedragen zijn de handlingkosten vaak te groot. Soms verricht NIBC ook wel kleinere financieringen, als er voldoende groeiperspectief wordt gezien. NIBC is met name actief in tickets vanaf circa € 5 miljoen tot maximaal € 60 miljoen. Daarboven wordt het risico te eenzijdig. En daaronder zijn de handlingkosten vaak te groot. Soms verricht NIBC ook wel kleinere financieringen, als er voldoende groeiperspectief wordt gezien.



Snelgroeiende MKB-bedrijven komen vaak juist in dit “NIBC-segment” terecht, vooral wanneer hun financieringsbehoefte te groot wordt (of dreigt te worden) in relatie tot hun cash flow. Voor de reguliere banken vormt de onzekere cash flow immers gauw een probleem. NIBC wil voor die groep graag wat betekenen. Niet alleen door zelf te financieren, maar (juist) ook door een financiering te structureren, in een mix van debt (ook private debt finance), equity en mezzanine-financiering. NIBC heeft zijn positie op dit speelveld recentelijk nog versterkt door de overname van SNS Securities. Deze overname heeft NIBC een nieuw netwerk van private investors opgeleverd. Een equity-element (aandelen) in dat soort financieringen is vaak vanuit het bedrijf zelf van belang voor een gezonde balansstructuur. Voor het equity-deel heeft NIBC toegang tot de grotere en kleinere equity-huizen ((onder andere Venture Capital fondsen, family offices en Private Equity).

Op 2 maart 2017 heeft NIBC met de Europese Investeringsbank (EIB) een garantie-overeenkomst getekend voor leningen voor innovatieve middelgrote bedrijven. Deze overeenkomst volgt uit de garantiefaciliteit voor midcapbedrijven van de EIB (InnovFin - EU-financiering voor innovatieve ondernemingen), met financiële ondersteuning van de Europese Unie uit Horizon 2020. Dankzij een EIB-garantie tot € 250 miljoen wil NIBC op haar beurt tot € 500 miljoen aan financiering beschikbaar stellen aan innovatieve midcapbedrijven. De operatie is specifiek bedoeld voor een portfolio aan innovatieve en snel groeiende midcaps in verschillende sectoren, waaronder telecom, media, technologie & diensten, industrie & productie, food, landbouw, retail & gezondheid en infrastructuur en hernieuwbare energie. Het plan is dat de € 500 mln aan leningen binnen twee à drie jaar wordt uitgezet.

In het Financieel Dagblad van 2 maart 2017 verklaarde Jeroen Conijn, bij NIBC verantwoordelijk voor de financiering, dat de garantie van de EIB ervoor zorgt dat de bank meer leningen kan verstrekken dan wanneer die garantie er niet was. *“Neem een bestaande klant van ons aan wie we al € 20 mln hebben verstrekt. Als die bij ons komt en zegt dat hij € 40 mln extra nodig heeft voor de volgende groeifase, zou het totaal aan leningen te groot worden voor ons. Door de helft van het risico bij EIB te plaatsen, kunnen we zo'n financiering nu wel verstrekken.”* Vicepresident van de EIB Pim van Ballekom zegt in hetzelfde FD-artikel dat het 'voor een centrale bank als de EIB' lastig is de gekozen doelgroep zelf direct te bereiken. *'Hoewel wij ook direct in bedrijven financieren, is het vaak makkelijker dit soort bedrijven te bereiken via een intermediair zoals NIBC. Zij zitten heel goed in dit specifieke deel van de markt.'* Ook met andere Nederlandse banken heeft de EIB dergelijke overeenkomsten. Volgens Van Ballekom is die werkwijze ook een manier om de EIB beter op het netvlies te krijgen van zakelijk Nederland. *'Het zou natuurlijk mooi zijn als dit soort partijen ons bij een volgende financiering sneller weet te vinden, dankzij deze vormen van samenwerking.'*



NIBC ervaart dat scale-up financieringen (eigenlijk nog meer dan andere financieringen) maatwerk vereist, en ook niet zo vaak voorbij komen dat er een gestandaardiseerd product voor ontwikkeld kan worden. Het is heel lastig en eigenlijk



ook niet wenselijk om generieke oplossingen voor scale-ups te presenteren of generieke uitspraken over de financierbaarheid ervan te doen. In de praktijk worden dan ook deals gesloten met verschillende kenmerken en in een uiteenlopende financieringsmix. Het aanbod in de markt is heel gevarieerd. Steeds vaker manifesteren ook publieke partijen zoals EIF en/of EIB zich in deze markt als co-financier. Nadeel daarvan is wel dat aan die publieke faciliteiten doorgaans specifieke voorwaarden verbonden zijn die het lastiger maken en vaak ook tijdrovender. Dan functioneert de private markt doorgaans sneller. Bij grote tickets is het overigens relatief betaalbaar om professionele structurering (asset management) in te zetten, aangezien dergelijk fondsmanagement fee-gedreven beschikbaar wordt gesteld.

NIBC is op dit moment ook in diverse andere instrumenten actief. Zo voeren ze het fondsmanagement over het NPEX Ondernemersfonds. Dit fonds is opgezet in samenwerking met APG, de uitvoeringsorganisatie van het grootste pensioenfonds van Nederland ABP. APG heeft geld



de MKB-Beurs van Nederland

geïnvesteerd in dit fonds, met als doel obligaties te verstrekken aan MKB bedrijven met een beursnotering op NPEX. NIBC treedt hierin op in de functie van fondsmanager, waarbij zij zelfstandig de investering beslissingen maakt, binnen een bepaalde bankbreedte. Daarnaast verzorgt NIBC het verdere beheer van het fonds en de investeringen. NPEX is een beleggingsonderneming met een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten. Onder de aandeelhouders van NPEX bevindt zich Inkef Capital, een dochteronderneming van pensioenfonds ABP. Het Ministerie van Economische Zaken heeft in mei 2014 NPEX financieel ondersteund. Via NPEX kunnen MKB bedrijven hun activiteiten financieren door het uitgeven van aandelen of obligatieleningen. MKB-ondernemingen krijgen zo net als multinationals toegang tot alternatieve financiering naast de bank. NPEX helpt ondernemers bij de financiering van € 1 miljoen tot € 15 miljoen. Ondernemingen die aandelen of obligaties hebben uitgegeven zijn onder andere RoodMicrotec, DG press, De Vegetarische Slager en Wagamama. Naast het begeleiden van een ondernemer in het traject, exploiteert NPEX ook een handelsplatform, waar beleggers hun effecten kunnen verhandelen. NPEX verzorgt ook een aandeelhouder- of obligatiehouders register. Dit maakt het voor een onderneming gemakkelijk en inzichtelijk, en stelt hen in staat om zich te concentreren op het ondernemen.⁸⁵

Een ander NIBC praktijkvoorbeeld van gecombineerd fondsmanagement is het Havenfonds in Rotterdam. Het Havenbedrijf Rotterdam, de Rotterdamse ondernemers Peter Goedvolk en Luc Braams, NIBC Bank, regionale ontwikkelingsmaatschappij InnovationQuarter en Koninklijke Doeksen hebben eind 2016 het Rotterdam Port Fund opgericht. Zij zien een groeiende markt voor actieve financiering voor innovaties om de transitie van de haven economie te stimuleren. Het fonds heeft een maximale omvang van € 75 miljoen en wordt onafhankelijk geleid door Bastiaan van der Knaap en Frans van der Harst. Het Rotterdam Port Fund is onafhankelijk en streeft naar een portfolio van 10 tot 15 bedrijven. De ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd zijn gericht op groei en altijd haven gerelateerd, waarbij de focus zal liggen op bedrijven in Nederland en België. Het Fonds streeft naar een optimaal rendement voor haar investeerders, maar ook naar langdurige en duurzame bedrijvigheid. Gemiddelde ticket omvang zal rond € 5 miljoen liggen (tussen € 2 miljoen en € 10 miljoen).⁸⁶



ROTTERDAM
PORT FUND

Kortom: de ervaringen van NIBC leren dat er veel verschillende private partijen actief zijn op de markt voor scale-ups en dat er in toenemende mate een markt ontstaat voor specifiek structuringsadvies om het aanbod (wereldwijd) te ontsluiten.

⁸⁵ Zie ook www.npex.nl

⁸⁶ Zie ook www.rotterdamportfund.com



Mezzanine financiering

De term mezzanine komt uit de bouwwereld en heeft als letterlijke betekenis tussenverdieping. Het is vaak een zelfdragende constructie die geplaatst wordt tussen twee (vaste) etagevloeren in een pand. Zo ontstaat er extra vloeroppervlakte. Deze term wordt ook als beeldspraak gebruikt tussen leningen aan de ene kant (doorgaans van de bank) en equity aan de andere kant (aandelen). Een andere term is ook wel disintermediatie: in toenemende mate vinden vraag en aanbod van kapitaal elkaar buiten het traditionele bankencircuit.

Het Dutch Mezzanine Fund (DMF) is onlangs opgericht door Erwin de Jong en Gerard de Kool, de mezzanine activiteiten werden op 2 januari 2017 afgesplitst van Delta Lloyd Asset Management. Doelstelling van DMF is het verstrekken van achtergesteld kapitaal aan middelgrote Nederlandse bedrijven ten behoeve van de realisatie van de (groei) ambities. Deze achtergestelde financiering wordt verstrekt naast de financiering door het reguliere bankwezen en kan worden gezien als een aanvulling op het risicodragend vermogen van het bedrijf. De investeringsfocus van dit fonds betreft de financiering van groei, acquisities, herstel en buy-outs binnen een (familie-) bedrijfsomgeving met een primaire focus op Nederland en Nederlandse bedrijven. De leningen hebben gemiddeld een omvang tussen € 5 miljoen en € 15 miljoen, er is een focus op alle sectoren met uitzondering van vastgoed en 'niet-ethische' sectoren. Sinds kort kunnen leningen ook een omvang hebben tot circa € 25 miljoen. DMF opereert volledig onafhankelijk. Daarmee claimt DMF geen tegenstrijdige belangen met andere interne financierings- of advies teams te hebben (hetgeen volgens DMF wel zo nu en dan aan de orde is bij banken en fondsen). Er is relatief snelle besluitvorming door het kleine investeringsteam, met flexibiliteit in structurering en voorwaarden. Wat DMF betreft verbetert mezzanine de kapitaalstructuur van het betrokken bedrijf en versterkt het ook het garantievermogen. Onder de huidige portfolio (medio 2017) vallen onder meer SuitSupply (kleding), De Hartog (logistiek) en Brink (trekhaken).



Erwin de Jong van DMF constateert dat als gevolg van terugtrekkende banken is het voor bedrijven steeds lastiger om groei te financieren. De mezzanine verschaffer heeft echter geen ambitie om aandeelhouder te worden: er is daarmee veel minder discussie over waardering, governance of exit. Mezzanine biedt een tijdelijke oplossing voor een tijdelijk probleem. DMF constateert een toenemend gat tussen "debt" (schuld gefinancierd door banken) en "equity" (vermogen ingebracht door private equity) en een groeiende vraag naar mezzanine. Naar eigen zeggen vervult DMF een unieke plek op de markt, aangezien reguliere banken over het algemeen slechts mezzanine vertrekken aan bestaande klanten die ook bestaande senior debt hebben uitstaan.

Brainport Network

Brainport Network is een netwerkorganisatie met als drijvende krachten de clusterorganisaties Agrifood Capital, Brainport, Greenport Venlo, Keyport 2020, Limburg Economic Development, Midpoint Brabant en de provincies Noord-Brabant en Limburg. Deze acht organisaties schaarden zich eerder achter Brainport 2020: het economische programma voor Zuidoost-Nederland dat in 2011 van start ging. De samenwerking intensiverde en er ontstond een sterk netwerk. Vanaf 2016 opereren deze organisaties gezamenlijk onder de vlag Brainport Network, met ook West-Brabant als coalitiepartner.⁸⁷

Brainport Network

⁸⁷ www.brainportnetwork.nl



Onder de vlag van Brainport Network is een commissie Kapitaal actief. Deelnemers aan deze commissie willen vraag en aanbod nader tot elkaar brengen, en zo de kapitaalketen beter sluiten. Een vernieuwend initiatief zijn de 'financieringstafels' waarbij financiële professionals uit overheid en bedrijfsleven samen business cases behandelen en financieringsmogelijkheden bekijken. Tevens werkt Brainport Network aan de lokalisatie van scale-up en groei-bedrijven in de regio om zo een praktische dataset voor Brabant en Limburg te verzamelen en up to date te houden. Ook worden er bijeenkomsten georganiseerd en netwerken verbonden. Bestuurlijke trekker en voorzitter van de stuurgroep Kapitaal is Harry Hendriks.⁸⁸

"We zijn verheugd dat in het ex-ante kapitaalmarktonderzoek van de provincie Noord-Brabant het belang van een fonds voor snelle groeiers in de regio wordt aanbevolen en nader wordt uitgewerkt. Deze conclusie is in lijn met het Brainport Network onderzoek 'De ondernemer centraal, het roer moet om' (5 februari 2016), waarin eveneens de oprichting van een high risk fonds voor (potentiële) snelle groeiers met name voor de sector hightech systemen en materialen wordt aanbevolen.

De in het Lysias onderzoek beschreven analyse van de kapitaalmarkt (vraag, aanbod en geconstateerd marktfalen) en de toegevoegde waarde van een fonds worden door Brainport Network onderschreven. Nadrukkelijk wijzen we wel op de noodzaak van de oprichting van een fonds met een high risk mentaliteit om écht onderscheidend te zijn ten opzichte van bestaande fondsen en op de noodzaak van een flexibele interpretatie van snelle groeiers. We pleiten er dus voor om niet krampachtig vast te houden aan de OESO-definitie van snelle groeiers, maar ook volop ruimte te bieden aan grotere tickets in de early-stage fase (en in sommige gevallen zelfs de seed-fase). Groeifinanciering vereist maatwerk in diverse opzichten vanwege het enorm gevarieerde aanbod in bedrijven met snelle groeipotentie en vanwege de razendsnelle marktontwikkelingen met name in de unieke tak van sport van high tech systems en materialen."

Carina Tielemans, programmaleider Brainport Network Capital

De Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM)

De BOM is de regionale ontwikkelingsmaatschappij die zich sinds 1983 inzet om bedrijven in Brabant verder te laten groeien. De BOM stelt kennis, kapitaal, talent, markt en faciliteiten beschikbaar aan Brabantse bedrijven met groei-ambitie en groeipotentieel, die oplossingen bedenken voor economische en maatschappelijke vraagstukken. Op deze manier draagt de BOM bij aan een duurzame versterking van de Brabantse economie.⁸⁹ De BOM stuurt op vier kerntaken:



1. **Projects:** herstructurering van bestaande bedrijventerreinen tot hoogwaardige, duurzame werklocaties en creëert nieuwe, innovatie-bevorderende locaties binnen de topclusters. De twee projectfondsen (het Energiefonds en het Breedbandfonds) vallen ook onder deze kerntaak.
2. **Business Development:** de BOM helpt Brabantse (MKB-)bedrijven in de topclusters bij het ontwikkelen en naar de markt brengen van nieuwe hoogwaardige producten en diensten. Deze innovaties zorgen voor economische vernieuwing in Brabant en dragen bij aan oplossingen voor maatschappelijke opgaven.
3. **Foreign Investments:** de BOM trekt buitenlandse bedrijven aan die de economie van Brabant kunnen versterken. Dat kan zowel via de vestiging van nieuwe

⁸⁸ Zie ook: <http://www.brainportnetwork.nl/thema-s/brainportnetwork/commissie-kapitaal>

⁸⁹ www.bom.nl



bedrijven als via uitbreiding en verplaatsing van ondernemingen die al in Brabant gevestigd zijn.

4. BOM Capital investeert risicodragend in Brabantse startende en groeiende ondernemingen. Daarnaast werkt Capital aan een Brabant-brede doorlopende kapitaalketen, om ervoor te zorgen dat bedrijven in alle levensfasen toegang hebben tot kapitaal om verder te groeien.

De financiering van de BOM activiteiten wordt verzorgd door een jaarlijkse subsidie-bijdrage van de provincie Noord-Brabant en het ministerie van Economische Zaken. Daarnaast wordt door de opdrachtgevers geld ter beschikking gesteld voor de door de BOM beheerde investeringsfondsen. De BOM mag de kosten voor het beheer van deze fondsen dekken uit het fondsvermogen. Het totale fondsvermogen bedraagt thans circa € 250 miljoen, zie voor meer informatie de bijlagen (infographic).

Het Innovatiefonds Brabant is in december 2013 door de Provincie Noord-Brabant opgericht en bij de Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM) ondergebracht. Het revolverende fonds heeft € 125 miljoen beschikbaar voor een periode van 24 jaar. Innovatiefonds Brabant richt zich nadrukkelijk op Brabant-gerelateerde innovaties die nationaal of internationaal het verschil kunnen gaan maken. Voorwaarde is dat de kandidaat-bedrijven actief zijn binnen een van de zes Brabantse topsectoren: High Tech, Logistiek, Maintenance, Life Sciences en Life Tech, (Agro)Food en Biobased Economy. Het Innovatiefonds Brabant spreidt de investeringen in delen tot € 40 miljoen over participaties in investeringsfondsen van derden (fund-to-fund), in investeringsfondsen met cofinanciers in eigen beheer en in directe investeringen in bedrijven. Die spreiding is noodzakelijk om de kans op succes te vergroten en een optimale inzet van geld mogelijk te maken.

Een belangrijk aandachtspunt is dat de BOM via haar eigen fondsen een maximale investering pleegt per innovatief bedrijf tot doorgaans € 2,5 miljoen, een uitloop tot € 5 miljoen is ook mogelijk. Daarnaast moet bij een investering via een fonds van de BOM altijd minimaal eenzelfde investeringsbedrag door een marktpartij verricht worden, om op die manier marktconformiteit aan te tonen en daarmee een indicatie van staatssteun te vermijden. Bij een marktconforme investering (waar een marktpartij onder dezelfde voorwaarden en rendementseisen investeert) is er immers geen sprake van staatssteun, doel van de BOM is staatssteun altijd te vermijden. Dit is een andere benadering dat bij sommige andere regionale ontwikkelingsmaatschappijen, zoals PPM Oost, waar die verplichting tot cofinanciering uit de markt minder strikt is (soms is inbreng van eigen vermogen van de ondernemer voldoende). Bij PPM Oost bevatten de fondsen derhalve wel mogelijk staatssteun, deze fondsen zijn echter onder de Algemene Groepsvrijstellingsverordening voor staatssteun rechtmatig ingericht.

“Op basis van de inzichten van de afgelopen 24 maanden en de inschatting voor de komende 5 jaar, schatten we in dat er een behoefte is aan (hoog)risicodragend kapitaal in Brabant voor capex- en R&D intensieve startups en scale-ups, waarbij kennisinstellingen, MKB-ondernemingen en/of grotere corporates betrokken zijn. De omvang van die investeringen per project varieert van € 10 miljoen tot € 100 miljoen. In de huidige Nederlandse kapitaalmarkt is het hiervoor benodigde risicokapitaal onvoldoende aanwezig. BOM Capital heeft een pijplijn geïdentificeerd van circa 20 actuele projecten in Brabant met een voorgenomen investeringsbedrag van € 700 miljoen in de komende 2 jaar.”

Miriam Dragstra, Gert-Jan Vaessen en Marc Jansen van BOM Capital

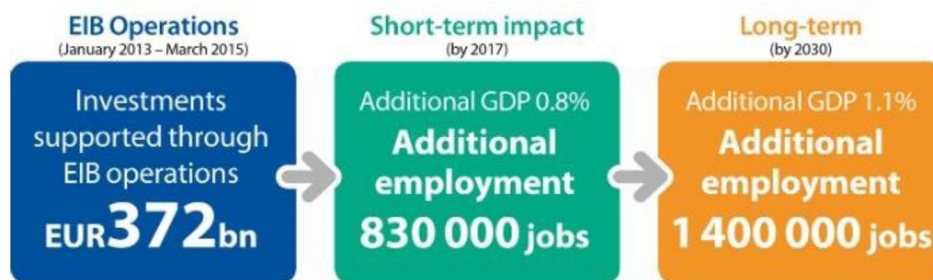


De Europese Investeringsbank (EIB)

De Europese Investeringsbank (EIB) is de financiële instelling van de Europese Unie. Als "bank" van de Europese Unie levert de EIB een bijdrage aan de realisatie van de doelstellingen van de Unie door projecten te financieren die zijn gericht op de bevordering van Europese integratie, een evenwichtige ontwikkeling, economische en sociale samenhang en ontwikkeling van een economie die op kennis en vernieuwing is gebaseerd. De EIB werd in 1958 opgericht bij het Verdrag van Rome en wordt gefinancierd door leningen op de kapitaalmarkten. De bank beschikt over een eigen rechtspersoonlijkheid en eigen kapitaal. In tegenstelling tot traditionele banken beschikt deze bank niet over de commerciële middelen uit spaardepots of rekeningen-courant.⁹⁰

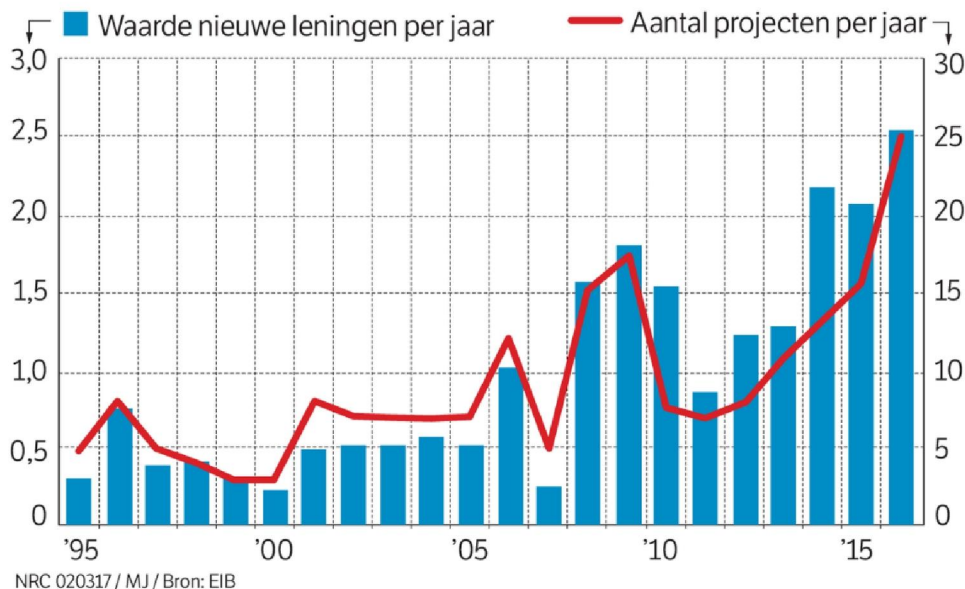


In onderstaande figuur (bron: EIB website) geeft de EIB haar kerncijfers weer.



Figuur 5.11: Kerncijfers EIB

Leningen van de EIB in Nederland, in miljarden euro's



Figuur 5.12: EIB in Nederland

In de laatste vijf jaar heeft de Europese Investeringsbank meer dan € 8 miljard verstrekt in Nederland. Dit betreft onder meer investeringen in ziekenhuizen in Amsterdam en Maastricht, het verbeteren van snelwegen, de haven van Rotterdam en de Maasvlakte. De EIB heeft ook geïnvesteerd in de verbetering van internettoegang

⁹⁰ www.eib.org



(financiering in Reggefiber), de nieuwbouw van de Vrije Universiteit Amsterdam en de bouw van een energienetwerk door TenneT en Gasunie. De EIB heeft ook in Amsterdam een kantoor.

In het veld van snelle groeiers is EIB beperkt actief, omdat de risico's vaak groot zijn en de EIB zich in principe terughoudend opstelt jegens bedrijfsfinanciering. De EIB heeft wel samenwerkingspartners, zoals de Europese Commissie, waarmee er toch mogelijkheden ontstaan om snelle groeiers te financieren. Een goed voorbeeld daarvan is de groeifinanciering van Ultimaker in de zomer van 2016. Ultimaker is een typische scale-up MKB, met een mooie toekomst in kansrijke HTSM technologie. Het bedrijf is gevestigd in Geldermalsen (Gelderland) en is actief als wereldwijde marktspeeler in 3D printing. In de zomer van 2016 kreeg Ultimaker een achtergestelde lening van € 15 miljoen bij de Europese Investeringsbank (EIB) onder het zogeheten InnovFin programma. In de bijlage is een uitgebreide toelichting daarover opgenomen.

Lage rentes zijn niet de enige reden waarom de EIB aantrekkelijk is. Het Haagse bedrijf eVision, dat software maakt voor onder meer de olie- en gasector, leende in 2016 € 13,5 miljoen bij de EIB voor productontwikkeling. Zo'n bedrag loskrijgen bij een particuliere bank is lastig, zegt Peter Kortenhorst in de NRC op 2 maart 2017, topman van eVision (omzet € 23 miljoen, ruim 200 medewerkers). „Niet veel banken hebben zicht op de software-industrie. Je moet echt de wil hebben om geld uit te lenen in deze sector. Het is natuurlijk niet zonder risico.” De andere helft van de investering betaalt eVision zelf. eVision Industry Software is mondiaal marktleider in Control of Work software. Ondernemingen in de olie & gas, (petro)chemie en andere risicovolle industrieën maken gebruik van deze software om de controle over hun operationele processen te verbeteren met real-time en controleerbaar corporate risicomanagement en verbeterde operationele efficiency.



Op 11 november 2016 en op 18 mei 2017 heeft er in het kader van dit onderzoek overleg plaatsgevonden geweest tussen de EIB en de provincie Brabant, in aanwezigheid van medewerkers van het NIA. Het onderzoek naar scale-up bedrijven werd zeer verwelkomd, de bevindingen over het marktfalen waren herkenbaar. EIB heeft inzicht gegeven in vergelijkbare instrumenten in andere lidstaten, in de afgelopen 2 jaar is hier veel ontwikkeld. Voor de EIB is het van groot belang hoe een nationale of regionale overheid haar instrument vorm geeft. Wie beslist welk bedrijf welke financiering krijgt? Wie voert precies het asset management, wie maakt de zakelijke afwegingen? Wat de EIB betreft moet de individuele besluitvorming op zakelijk (marktconforme) basis plaatsvinden, zonder enige politieke druk of bestuurlijke verwevenheid. Daarvoor zijn er in de basis drie varianten:

1. Het asset management wordt gevoerd door een nationale investeringsbank (zoals in Frankrijk). In Nederland is deze optie vooralsnog niet voor handen. Er zijn wel concrete plannen voor een nieuwe nationale investeringsbank (Invest-NL), maar het zal nog enige tijd duren voordat er een nationale instelling echt actief in de lucht is.
2. Een private fondsmanager gaat aan de slag, deze wordt meestal gekozen via een aanbesteding. Deze fondsmanager moet wel uiterst gekwalificeerd zijn en bij voorkeur ook met eigen middelen in het fonds zitten.
3. De overheid wijst een zogeheten fund-of-fund manager aan die via een co-investment constructie niet rechtstreeks in bedrijven investeert, maar samenwerkt met private financiële partners in het veld (fondsen en banken). Doel is dan de polsstok van bestaande financiële partijen in de markt te vergroten en het asset management zo veel mogelijk bij marktpartijen te concentreren. Deze route ligt echter veel meer op het pad van het Europese Investeringsfonds (EIF).



Het Europese Investeringsfonds (EIF)

Het Europese Investeringsfonds, gevestigd te Luxemburg, heeft als doel om de kredietvoorziening van het midden- en kleinbedrijf in de EU te ondersteunen, met name in de vorm van risicokapitaal. Investeringsfondsen moeten gericht zijn op innovatie of duurzaamheid of de regionale ontwikkeling verder stimuleren. De Europese Investeringsbank is grootaandeelhouder van het EIF, en de Europese Commissie bezit de meeste andere aandelen. Het EIF kan putten uit gelden van de EIB, de Europese Commissie, bijdragen van lidstaten en enkele fondsen waar één of meerdere lidstaten of kandidaat-lidstaten een belang in hebben.⁹¹



Het EIF gebruikt zijn middelen op verschillende manieren:

- door direct aan bedrijven te lenen,
- door via investeringsfondsen of joint-ventures bedrijven te ondersteunen - met name bedrijven gericht op innovatie en technologie, microfinanciering,
- door garant te staan voor leningen verstrekt door banken en andere kredietverstrekkers.

Het werkt doorgaans via banken en fondsen. Daarbij gebruikt het EIF eigen middelen of middelen die door de EIB of de EU zijn toegewezen, waaronder EFSI. Ook voert EIF fondsconstructies voor lidstaten uit. Een recent voorbeeld is het *European Recovery Programme* (ERP), een dakfonds dat in oorsprong nog stamt uit de tijd van de Marshall hulp vlak na de Tweede Wereldoorlog. Er werd toen een stevig kapitaal gereserveerd voor de wederopbouw van toenmalig West-Duitsland, een deel van de middelen werd revolverend ingezet en is in alle decennia daarna overeind gebleven. In het ERP fonds zit thans een vermogen van circa € 3,2 miljard, dat ingezet wordt voor cofinanciering van Venture Capital fondsen die met name actief zijn in Duitsland. Deze cofinanciering is gericht op Duitse technologie-gedreven bedrijven voor de financiering van hun groeikapitaal. ERP dekt alle Duitse topsectoren. Het EIF voert het fondsmanagement voor het dakfonds in opdracht van het Duitse Ministerie van Economische Zaken (BMWi). Een belangrijke voorwaarde is dat er pari passu op fondsniveau geïnvesteerd wordt met marktpartijen, waarbij de marktpartijen op fondsniveau minimaal 50% privaat financieren. Fondsen die dus al rijkelijk gevuld zijn met staatsmiddelen komen dus minder in aanmerking voor ERP financiering.



Een ander voorbeeld is het European Angels Fund (EAF) uit Duitsland. Dit fonds voorziet in equity kapitaal voor Business Angels en andere niet-institutionele investeerders via co-investment. EAF Duitsland werd gelanceerd in 2012 in nauwe samenwerking met het Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND) met een virtuele structuur. Op deze manier is er al een fondsvermogen van € 135 miljoen ingezet (met hulp van EIF, ERP en de LfA faciliteit). In Nederland is het EAF opgezet in nauwe samenwerking met het Dutch Venture Initiative (DVI).

EIF draait ook een EU-breed mezzanine faciliteit voor groei. De *Mezzanine Facility for Growth* is bijvoorbeeld een EU-breed fund of fund ter waarde van € 1 miljard vanuit een gemandateerd budget van de EIB. Hiermee investeert EIF in hybride debt/equity fondsen. Op deze manier wordt dus ook bancaire geld (EIB) uitgezet via (deels) equity.

⁹¹ www.eif.org



Op 11 november 2016 heeft in het kader van dit onderzoek overleg plaatsgevonden tussen de EIF en de provincie Brabant, in aanwezigheid van medewerkers van het NIA. Daar bleek dat diverse analyses van EIF laten zien dat zelfs de grootste Europese VC fondsen op dit moment nauwelijks tickets tot € 50 miljoen groeikapitaal kunnen leveren (in 1 bedrijf), omdat er weliswaar veel VC fondsen zijn, maar de meesten zijn relatief klein (in vergelijking met Amerikaanse VC fondsen). Juist door de vuistregel dat doorgaans maximaal 10% van het fondsvermogen in één bedrijf gestoken kan worden, kunnen grotere tickets eenvoudigweg niet gerealiseerd worden, aangezien veruit de meeste VC fondsen kleiner zijn dan € 100 miljoen.

EIF ziet in de praktijk dat veel succesvolle innoverende bedrijven met Europese VC financiering gestart worden, om vervolgens door Amerikaanse VC bedrijven verder gefinancierd te worden. De van origine Europese bedrijven “flippen” dan naar Amerika. En de Amerikaanse bedrijven profiteren dan uiteindelijk van een groot rendement en marktpenetratie. In dat kader past volgens EIF een beeld van de Europese economie als economische kraamkamer van de mondiale economie. Dat is op zich niet verkeerd, maar Europa mist daardoor wel de economische kracht van grote multinationals zoals Google, Apple en Tesla.

Aansluitend is er veelvuldig overleg geweest met EIF, waarbij ontwikkelingen in andere lidstaten zijn gedeeld en een verdiepingsslag is gemaakt op de verschillende mogelijkheden en modellen.

Samengevat werken EIB en EIF vaak intensief samen. Daardoor worden middelen en instrumenten soms zodanig aan elkaar verbonden (“verknoopt”), dat de logische samenhang, maar ook de rol- en taakverdeling soms lastig te duiden is.

Het Europees Fonds voor Strategische Investerings (EFSI)

Het investeringsfonds van de Europese Commissie onder leiding van voorzitter Jean-Claude Juncker (vandaar de bijnaam 'het Junckerfonds') wil door met gerichte investeringen de structurele economische groei in de Europese Unie bevorderen. Officieel heet het fonds het European Fund for Strategic Investments (EFSI). Het lopende EFSI-programma zet € 16 miljard garantiekapitaal van de EU en nog eens € 5 miljard kapitaal van de Europese Investeringsbank (EIB) in om in totaal € 315 miljard aan private investeringen te mobiliseren. In september 2016 stelde de Commissie voor om het EFSI budget te verdubbelen, zowel wat betreft de looptijd als het volume. Doel is het streefbedrag van € 315 miljard tijdens een initiële looptijd van drie jaar (2015-2018) op te hogen naar ten minste € 500 miljard aan investeringen tegen 2020. En ook om EFSI na 2020 in de lucht te houden. In mei 2017 heeft het Europees Parlement deze plannen omarmt.



In het fonds is een centrale rol weggelegd voor de Europese Investeringsbank (EIB) en het Europese Investeringsfonds (EIF). Grofweg zet de EIB de EFSI-middelen uit in leningen en verzorgt het EIF EFSI-middelen voor fondsen (risicokapitaal). EFSI wordt aangewend voor investeringen op het terrein van infrastructuur, onderzoek, duurzaamheid en het midden- en kleinbedrijf; sectoren die de economische groei verder moeten aanjagen. Op 1 juni 2016 is het Europees investeringsprojectenportaal (EIPP) van start gegaan. Dit online platform is een onderdeel van het EFSI en moet Europese projectontwikkelaars en investeerders uit de EU en daarbuiten samen brengen. Om de Nederlandse bedrijven en de Nederlandse economie optimaal te laten profiteren van het Europees Fonds voor Strategische Investerings (EFSI) heeft het kabinet het Nederlands Investeringsagentschap voor EFSI (NIA) opgericht. Voorbeelden van EFSI financiering in Nederland zijn:



Qredits lening voor het MKB I (ondertekend in december 2016)



- De voorgestelde activiteit houdt in dat er financiering geboden wordt aan Qredits zodat deze meer kan uitlenen aan het mkb
- Financiëring onder EFSI: **20 miljoen euro** (eerste tranche)
- Totale verwachte investeringen: **327 miljoen euro**

A6 Almere snelweg PPP (ondertekend in juni 2016)



- Het project betreft het verbreden (van 2x2 naar 2x4 rijbanen) en verbeteren van de snelweg bij Almere (13,6 km)
- Financiëring onder EFSI: **79 miljoen euro**
- Totale verwachte investeringen: **234 miljoen euro**

LTE Volte - Uitrol van mobiel internet met hoge snelheid (ondertekend in december 2016)



- Het project betreft investeringen in de uitbreiding en het vergroten van de capaciteit van het mobiele 4G-netwerk
- Dit is een project met meerdere landen, waaronder Zweden en Nederland.
- Financiëring onder EFSI: **125 miljoen euro**
- Totale verwachte investeringen: **252 miljoen euro**

Figuur 5.13: EFSI financiering in Nederland

Ondernemersorganisatie VNO-NCW maakt zich zorgen over de Nederlandse inzet van EFSI. Europa stelt miljarden beschikbaar, maar Nederland profiteert daar maar weinig van, aldus Hans de Boer, voorzitter van VNO-NCW. Tot nu toe (mei 2017) is EU-breed bijna € 34 miljard aan EFSI middelen weggezet, waarvan € 790 miljoen in Nederland is terechtgekomen. In de ogen van VNO-NCW doen de Belgen het “een stuk slimmer”. Daar draagt het Junckerfonds bijvoorbeeld miljoenen bij aan de aanleg van vijftig windmolens voor de Belgische kust.

Het Nederlands Investeringsagentschap (NIA) en EFSI

Het Nederlands Investeringsagentschap (NIA) is opgericht om betere aansluiting te verzorgen van Nederlandse projecten op de financieringsmogelijkheden van het Europees Fonds voor Strategische Investeringen (EFSI). Het team van NIA, gevestigd in Amsterdam, geeft voorlichting over de doelstellingen en de mogelijkheden van het EFSI. Ook adviseert en ondersteunt het NIA publieke en private partijen bij de voorbereiding en ontwikkeling van investeringsprojecten.



Het NIA is een vrij nieuwe organisatie, opgericht in het najaar van 2015. Het initiatief tot de oprichting van NIA heeft het kabinet samen met de provincies genomen, de provincies nemen ook deel in de NIA-organisatie. In een brief aan de Tweede Kamer d.d. 10 oktober 2016 heeft de minister van EZ de ontwikkeling van NIA en concrete projecten en resultaten nader toegelicht, met name op het vlak van de ondernemingsfinanciering. De ervaring leert dat een belangrijke rol voor NIA is weggelegd in het organiseren van samenwerking tussen partijen, het bij elkaar brengen en delen van expertise, risicobeheersing en -mitigering en in het versterken van het risicodragend vermogen. Het NIA werkt nauw samen met een aantal strategische partners. Zo werken de provincies en NIA samen bij het aandragen van kansrijke projecten en ondernemingen uit verschillende regio's en sectoren. Voor de vorming en organisatie van investeringsplatformen of fondsen werkt NIA samen met de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII) en de Regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's). Bij het mede financieren van initiatieven vanuit Nederlandse publieke banken werkt NIA samen met Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse



Waterschapsbank (NWB). De Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO.nl) ondersteunt NIA bij het optimaal benutten van de bestaande regelingen van de Rijksoverheid. Tot slot helpen de Nederlandse vestiging van de European Investment Bank (EIB) en de European Investment Advisory Hub bij het structureren van initiatieven zodat deze passend zijn voor EFSI.

NIA is voor de Europese Commissie onder meer het aanspreekpunt voor de promotie van het Europese Investeringsplan en het EFSI in Nederland voor potentiële projectaanvragers, cofinanciers en andere partijen. NIA is tevens het contactpunt voor het Europese Investerings Projecten Portaal in Nederland. Doel is dat de EFSI-financiering de markt niet verstoort en aanvullend is aan de bestaande mogelijkheden (waaronder de reguliere EIB-financiering). De uitvoering van het EFSI is in handen van de EIB en die bepaalt per projectaanvraag de optimale financieringsmix en de eventuele inzet van het EFSI. Een project kan bijvoorbeeld ook in aanmerking komen voor een ander EIB-product of een specifieke garantie, in welk geval het geen gebruik hoeft te maken van het EFSI. Het aantrekken van EFSI-financiering is daarmee geen doel op zichzelf. NIA heeft ook een bredere focus dan het EFSI alleen. Er zijn tot nu toe 7 Nederlandse transacties met EFSI-financiering goedgekeurd, drie bij de EIB en vier bij het EIF waarmee naar verwachting een totaal van meer dan € 1 miljard aan investeringen is gemobiliseerd. Een voorbeeld hiervan is de kredietovereenkomst van € 100 miljoen tussen Qredits en de EIB voor het verstrekken van MKB-kredieten tot € 250.000. Het EFSI geeft hierop een garantie van 20%.

Door de huidige transitie naar een meer entrepreneurial economy wordt de toegang tot risicodragende financiering voor het MKB steeds belangrijker. Dit is met name aan de orde in Noord-Brabant als één van de meest innovatieve regio's van Europa. NIA onderkent het nut en de noodzaak van een MKB-plus Faciliteit en werkt nauw samen met de Provincie Noord-Brabant en de gemeenschappelijke partners om met co-financiering vanuit EIF/EIB/EFSI de doelstellingen te realiseren.

Jan Dexel, programma-manager risicokapitaal NIA

Van belang is de gezamenlijke ontwikkeling van NIA en EIF van een co-investment fonds van € 100 miljoen voor grotere risicokapitaal investeringen in een vergevorderd stadium. Het Ministerie van Economische Zaken en het EIF leggen beide € 50 miljoen in. Naar verwachting zal dit fonds medio 2017 operationeel zijn. Doel van dit fonds is dat verschillende publieke en private fondsen die thans aan DVI verbonden zijn (en dus op dit moment fondsvoeding uit de EIB genieten), gebruik kunnen maken om hun investeringscapaciteit te vergroten voor groeikapitaal. De condities van dit nieuwe co-investmentfonds zijn nog niet uitgekristalliseerd.

Ontwikkeling naar Invest-NL

Door veel betrokken partijen wordt op dit ogenblik voortvarend gewerkt aan de vorming van een (nieuwe) nationale investeringsbank. In veel EU lidstaten is een "National Promotional Bank (NPB)" actief, in Nederland (nog) niet. Verwachting is wel dat een dergelijke nieuwe institutionele opzet nog minstens enkele jaren ontwikkeling nodig heeft, voordat deze instelling echt operationeel is. Een nieuwe bank opzetten kost veel tijd, zowel in het politiek-bestuurlijke spectrum als intern voor zo'n bank zelf.

Op nationale schaal kan een publieke investeringsbank instrumenteel zijn in het vrijmaken van privaat kapitaal voor maatschappelijke vraagstukken met een verre tijdshorizon. Een publieke investeringsbank kan zich met 'geduldig kapitaal' op substantiële financieringen richten, zoals klimaatprojecten, infrastructuur, maar ook groeikapitaal. Projecten die commercieel op korte termijn nog onvoldoende interessant zijn, maar die op langere termijn wel essentiële maatschappelijke waarde genereren.



Deze nieuwe bank kan innovatie aanjagen, schaalvoordelen creëren en privaat kapitaal mobiliseren via cofinanciering. Tevens biedt een investeringsbank betere mogelijkheden (dan de huidige variëteit aan regelingen) tot aansluiting op het Europese Fonds voor Strategische Investerings ('Junckerfonds'), dat uitgaat van nationale cofinanciering. Nederland heeft geen nationale investeringsbank meer en is daarmee een uitzondering in de westerse wereld.

Doel van de ontwikkeling van een nationale investeringsbank is het versnipperde financieringslandschap in Nederland te stroomlijnen. Met een integratie van de bijvoorbeeld alle regelingen voor ondernemingsfinanciering uitgevoerd door RVO, regelingen voor financiering van energieduurzaamheid van de gebouwde omgeving uitgevoerd door andere partijen en andere rijksparticipatie- en garantieregelingen voor financiering van economische ontwikkeling en duurzaamheid.

De gedachte is om dit versnipperde landschap onder één dak samen te brengen in drie slagvaardige poten: (startende) ondernemings-financiering en innovatie; project-financiering voor energie, duurzaamheid en digitale agenda alsmede financiering voor decentrale overheden; en internationaal en exportfinanciering. De verwachting is dat het stroomlijnen van het beleidsinstrumentarium voordelen biedt. Door bundeling van expertise ontstaat een professionele overheidsbank die een leidersrol kan vervullen in het binnenland (ondersteuning van ontwikkelopgaven decentrale overheden, voorbereiding financierbare projecten voor institutionele beleggers) en internationaal (Nederlandse samenwerkingspartner voor het EFSI).

Op 10 februari 2017 heeft de Nederlandse regering (dus nog voor de verkiezingen) besloten de investeringsinstelling Invest-NL op te gaan richten, met een kapitaal van € 2,5 miljard. Doel is dat ondernemers bij Invest-NL bij één loket terecht kunnen voor risicokapitaal, garanties, exportkredietverzekeringen en internationale financieringsprogramma's. Ook gaat Invest-NL in binnen- en buitenland grote maatschappelijke projecten ontwikkelen en waar nodig meefinancieren. Nederland volgt met de oprichting het voorbeeld van andere EU-landen, die al een dergelijke investeringsinstelling hebben.



Minister Kamp in het persbericht van 10 februari 2017: *'De komst van Invest-NL is belangrijk voor Nederlandse ondernemers en bedrijven. Dankzij Invest-NL wordt het financieren van projecten makkelijker, kunnen ondernemers een garantie ontvangen die hen investeringszekerheid biedt en worden bedrijven geholpen met een exportkredietverzekering. Door dit bij één loket onder te brengen zorgen we voor meer duidelijkheid en maken we het ondernemers makkelijker.'* De bewindspersoon vervolgt: *'Invest-NL zorgt daarnaast voor meer durfkapitaal voor startende en doorgroeiende bedrijven en voor een betere toegang tot Europese financiering. Dankzij Invest-NL is er straks méér geld om méér te doen voor méér ondernemers.'*

De regering constateert dat veel bedrijven en projecten vanwege onzekerheid over de verhouding tussen risico en rendement of door lange, onzekere terugverdientijden op investeringen, moeilijk aan financiering komen. Invest-NL gaat dat probleem verhelpen met het bestaande financieringsinstrumentarium en met de kapitaalstorting van € 2,5 miljard. Dat zal ook leiden tot een hefboom: meer financiering vanuit institutionele beleggers en Europese fondsen en programma's.

Schematisch ziet dat er als volgt uit:



Figuur 5.14: Plannen Invest-NL in Nederland (Ministerie EZ, februari 2017)

Invest-NL gaat een belangrijke rol spelen bij risicovolle activiteiten op verschillende transitiegebieden, zoals energie (geothermie en laadpalen voor elektrische auto's), verduurzaming, mobiliteit, voedsel en digitalisering. Ook maatschappelijke domeinen als zorg, veiligheid en onderwijs vallen binnen het blikveld van Invest-NL. De instelling gaat ook startups en scale-ups helpen; innovatieve bedrijven die zich nog in hun startfase bevinden of daar net uitgroeien, maar kapitaal nodig hebben voor verdere groei. Invest-NL kan durfkapitaal leveren door bijvoorbeeld een belang te nemen in een fonds dat investeert in dergelijke bedrijven. Ook kan Invest-NL zelf participeren in doorgroeende bedrijven.

Ten derde zal Invest-NL internationaal opererende Nederlandse bedrijven ondersteunen op het gebied van export en buitenlandse investeringen, met nadruk op bijdragen aan het oplossen van wereldwijde vraagstukken. De Financieringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO) gaat daartoe een joint venture aan met Invest-NL. Ook exportverzekeraar Atradius Dutch State Business wordt aan Invest-NL verbonden. Invest-NL werkt aanvullend aan wat banken en pensioenfondsen doen en kan indien nodig risicokapitaal verstrekken aan ondernemingen. Invest-NL wordt een privaatrechtelijke staatsdeelneming. De Staat is de enige aandeelhouder en stort jaarlijks kapitaal in Invest-NL. Dit wordt vanaf 2017 opgebouwd naar € 2,5 miljard. Het kabinet gaat het voorstel voor Invest-NL in 2017 verder uitwerken en streeft ernaar om de instelling in 2018 operationeel te krijgen.

Nederlandse Investeringsinstelling (NLII)

De Nederlandse Investeringsinstelling N.V. (NLII) is opgericht om institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars in staat te stellen direct in de Nederlandse economie te investeren. Op 1 oktober 2014 werd de NLII opgericht en is Loek Sibbing benoemd tot CEO. Doel is om naast bancaire financiering ook het financieringsvermogen van Nederlandse institutionele beleggers in ruimere mate beschikbaar te laten komen aan de Nederlandse economie. NLII is een private partij, werkt ten behoeve van de institutionele beleggers en richt zich op maatschappelijke projecten, waarin de afzonderlijke institutionele financiers niet zelfstandig zullen beleggen. NIA bevordert vanuit een publieke missie het tot stand komen van de financiering van maatschappelijk belangrijke projecten, al dan niet met inzet van publieke middelen.

NLII Nederlandse Investeringsinstelling



Het NLII Bedrijfsleningenfonds (BLF) heeft sinds september 2015 € 480 miljoen opgehaald van het doelbedrag van € 500 miljoen. Inmiddels is er € 180 miljoen belegd en zit er € 140 miljoen aan leningen in de pijplijn. Het fondsmanagement van dit fonds wordt voorzien door Robeco. Kenmerken zijn dat een reguliere bank minimaal 50% van de financieringsbehoefte voor haar rekening moet nemen. Leningen zijn mogelijk tussen minimaal € 5 miljoen en maximaal € 25 miljoen. Ondernemers krijgen dan vastrentende leningen met een maximale looptijd van 7 jaar en een rentemarge variërend van 2,25% tot 5,00%.

Het NLII Achtergestelde Leningen Fonds (ALF), dat in juni 2016 operationeel werd, heeft € 100 miljoen aan toezeggingen binnen bij een doelbedrag van € 300 miljoen. Het ALF is het resultaat van een samenwerkingsverband tussen de NLII, de drie grootbanken, ABN Amro, ING en Rabobank, en Aegon Asset Management, met ondersteuning van het Ministerie van Economische Zaken. Het ALF biedt ondernemers additionele financieringsmogelijkheden en het geeft institutionele beleggers de mogelijkheid om direct in Nederlandse MKB ondernemingen te beleggen. NLII heeft Aegon Asset Management aangewezen als beheerder van het fonds. ALF is bedoeld voor financieel gezonde MKB ondernemingen die minimaal 3 jaar bestaan. In sommige gevallen kan er aan een goed lopend bedrijf geen financiering worden verstrekt omdat het risico te hoog wordt ingeschat. Dit is bijvoorbeeld het geval als een bedrijf in de kern wel gezond is, maar te weinig eigen- of risicodragend vermogen heeft om tegenvallers op te vangen. Met een achtergestelde lening vanuit ALF wordt het risicodragend vermogen versterkt. Hierdoor krijgt de onderneming meer ruimte om bankkrediet aan te trekken. De Staat geeft vanuit de regeling Groeifaciliteit een garantie op de achtergestelde leningen van ALF. De Rijksdienst voor Ondernemend Nederland voert de regeling Groeifaciliteit uit.

Het NLII Achtergestelde Leningen Fonds lijkt nog niet in een grote behoefte te voorzien, want er zijn nog maar een handvol leningen verstrekt. Banken geven aan dat de pijplijn in praktijk dunner gevuld is dan vooraf gedacht. En in de praktijk lijkt de vaste koppeling met de RVO Garantiefaciliteit beperkend te werken, onder die garantiefaciliteit vallen bijvoorbeeld veel investeren af vanwege de EU staatssteun regels. Het NLII overweegt dan ook aanpassing van de fondsvoorwaarden en mogelijk ook het ophogen van de bovengrens van € 5 miljoen. Eind 2016 heeft NLII een oproep gedaan dat de overheid meer projecten voor beleggers moet creëren. NLII vindt dat de overheid meer moet doen om beleggen in de Nederlandse economie aantrekkelijker te maken voor institutionele beleggers. Er moet een organisatie komen die projecten gereed maakt voor beleggingen en kan meefinancieren.

Rijksdienst voor Ondernemend Nederland

De Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO.nl) is onderdeel van het ministerie van Economische Zaken (EZ). RVO.nl voert ook opdrachten uit namens andere departementen.



Een belangrijk instrument voor snelgroeiende MKB bedrijven is de **Groeifaciliteit**. Met de regeling Groeifaciliteit helpt het ministerie van EZ bedrijven bij het aantrekken van risicodragend vermogen.⁹² Dit doet het ministerie door garanties te verstrekken op achtergestelde leningen van banken en op aandelen van participatiemaatschappijen. RVO.nl is verantwoordelijk voor de uitvoering. De regeling is bedoeld voor bedrijven die risicodragend kapitaal willen aantrekken bij banken en participatiemaatschappijen. En voor financiers die een staatsgarantie willen op het verstrekken van risicodragende financieringen aan ondernemers.

⁹² Zie voor meer informatie: www.rvo.nl/subsidies-regelingen/groeifaciliteit



Alleen deelnemende financiers (banken en fondsen) kunnen een garantieaanvraag bij de overheid indienen. Zij beoordelen de financieringsaanvraag van de ondernemer eerst zelf. Als zij voornemens zijn de financiering te honoreren met een garantie van de Groeifaciliteit, zullen zij een garantieaanvraag bij RVO.nl indienen. Bij een positief besluit van RVO.nl kan de financier het risicokapitaal verstrekken met garantie van de overheid. De financier krijgt met de Groeifaciliteit 50% garantie op het risicodragend vermogen dat hij aan een ondernemer verstrekt. Als deze financiering onverhoopt tot verlies leidt, dan vergoedt de overheid 50%. Dit verlaagt het risico van de financier aanzienlijk. Op deze manier helpt de overheid om financiers over de streep te trekken.



En ander instrument dat RVO.nl uitvoert is de regeling Garantie Ondernemingsfinanciering (**GO-regeling**).⁹³ Met deze regeling helpt het ministerie van EZ (middel) grote ondernemingen bij het aantrekken van bankleningen en bankgaranties. De GO-regeling houdt kredietstromen op gang opdat ondernemers kunnen blijven ondernemen. Door de GO kunnen banken een 50% staatsgarantie krijgen op middelgrote en grote leningen. Door die staatsgarantie wordt het risico voor de bank op te verstrekken bedrijfsfinanciering kleiner. Dit vergroot voor banken de mogelijkheden om geld uit te lenen. Sinds 2009 hebben de deelnemende banken voor ruim € 2,4 miljard GO-leningen verstrekt. De overheid heeft dus meer dan € 1,2 miljard aan garanties afgegeven. De GO-regeling is voor ondernemers die krediet nodig hebben. De regeling is voor (middel)grote ondernemingen met substantiële activiteiten in Nederland. Banken en bedrijven hebben diverse redenen om de GO in praktijk te gebruiken. De regeling biedt de mogelijkheid voor bedrijven om financiering voor elkaar te krijgen die anders niet mogelijk was geweest. En de mogelijkheid voor de bank om krediet uit te breiden als de limiet op één klant bijna is bereikt. Het levert een lager kapitaalsbeslag voor de bank op en is een vrij eenvoudige regeling voor de bank. Met de GO krijgen banken van de overheid een garantie van 50%. Leningen van maximaal € 150 miljoen zijn tot maximaal € 75 miljoen gegarandeerd.

Met het borgstellingskrediet (BMKB) staat het ministerie van EZ voor een deel garant voor bedrijven die een lening willen afsluiten, maar de bank niet genoeg zekerheid kunnen bieden ('onderpand', zoals gebouwen of machines). RVO.nl is verantwoordelijk voor de uitvoering van deze regeling, die voor ondernemers vaak via hun eigen bank loopt. BMKB kredieten hebben echter een maximum van € 1,5 miljoen en zijn om die reden weinig interessant voor de meeste scale-up bedrijven.

Het Ministerie van EZ constateert een toenemende vraag naar risicokapitaal. Een toename van de beschikbaarheid van risicokapitaal kan worden bereikt door het vergroten van de investeringsruimte van SEED Capital fondsen bedoeld voor innovatieve startups en het MKB. Dit zijn de fondsen zoals die jaarlijks vanuit de reguliere tender ontstaan en de specifieke SEED Capital fondsen die nu worden ontwikkeld zoals het "High Tech Valorisatiefonds" en het "Duurzaamheidsfonds voor smart mobility". Het Dutch Venture Initiative (DVI) is een gezamenlijk initiatief van EZ, EIF en de regionale ontwikkelingsmaatschappijen Oost NV en BOM. Op 31 maart 2016 is het tweede DVI-fonds gelanceerd, waardoor € 200 miljoen extra investeringskapitaal beschikbaar is gekomen voor private investeringsfondsen gericht op innovatieve bedrijven.



⁹³ Zie voor meer informatie: www.rvo.nl/subsidies-regelingen/garantie-ondernemingsfinanciering-go



5.3 Conclusies analyse van het aanbod

We hebben uitgebreide deskresearch verricht en interviews gehouden met ondernemers, organisaties, overheden, banken, fondsen en andere marktpartijen over het aanbod van kapitaal en instrumenten. Dit aanbod is buitengewoon breed en veelkleurig. Voor een ondernemer en een financier is er altijd sprake van maatwerk, met een breed pallet aan individuele en unieke voorwaarden.

De hoogte van het beschikbare kapitaal lijkt aan de ene kant schier oneindig, snelgroeiende ondernemers acteren immers op een wereldmarkt van kapitaal-aanbieders. In Nederland zelf is het beschikbare kapitaal voor Venture Capital (risicokapitaal, met name voor tickets tot en met € 2,5 miljoen) en voor Private Equity (met name voor overnames) de afgelopen jaren fors gestegen. Cumulatief ligt er een fors privaat financieringspotentieel. Echter, in de afgelopen 5 jaar is er ook een *dalende trend* waar te nemen in het aantal investeringen specifiek voor groeikapitaal. Terwijl de financiële markten voor vroege fase financiering (de first Valley of Death) en voor overnames (volwassen fase) groeien, hapert en krimpt de markt voor groeikapitaal (second Valley of Death). Een belangrijke belemmerende factor daarin is dat bij grote groeikapitaal investeringen de meeste bestaande VC fondsen te klein zijn. Vuistregel is dat doorgaans maximaal 10% van het fondsvermogen in één bedrijf gestoken kan worden; grotere tickets kunnen daardoor eenvoudigweg niet gerealiseerd worden, aangezien de meeste VC fondsen kleiner zijn dan € 100 miljoen (analyse van EIF). Ondanks het omvangrijke cumulatieve potentieel is er op dealniveau dus sprake van een tekort in het aanbod van groeikapitaal.

De markt van groeikapitaal krimpt momenteel en dat is zorgelijk, omdat juist groeikapitaal heel belangrijk is voor de concurrentie- en innovatiekracht van de regio, het vestigingsklimaat en de regionale groei van omzet en werkgelegenheid. In het volgende hoofdstuk brengen we de factoren achter het marktfalen van groeikapitaal nader in beeld.

6 Marktfalen nader in beeld

In dit hoofdstuk ronden we het eerste bouwblok (van 7) van de EU-methodologie af. Schematisch weergegeven:



Figuur 6.1: Bouwblokken EU methodologie

Allereerst kijken we eerst naar de conclusies uit de vorige hoofdstukken. We geven daarna nog enkele recente praktijkvoorbeelden. Vervolgens vertalen we onze conclusies naar de hypothesen uit hoofdstuk 1. Daarmee ronden we de identificatie van het marktfalen af. In de volgende hoofdstukken kijken we naar een mogelijk nieuw financieel instrument, de verschillende varianten en lessen uit andere instrumenten.

6.1 Het marktfalen samengevat

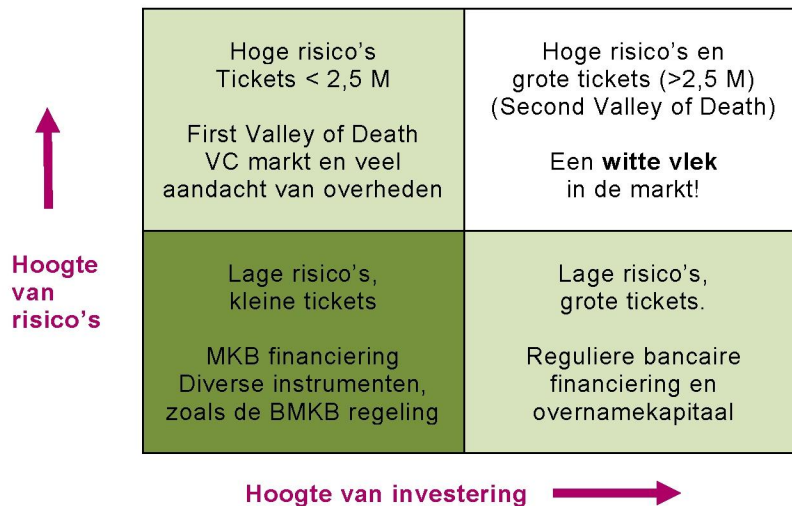
In hoofdstuk 2 van dit kapitaalmarktonderzoek hebben we een analyse van de economische context op regionaal niveau gemaakt, met inzicht in het belang van snelgroeiende bedrijven voor de ontwikkeling van de Brabantse economie. In hoofdstuk 3 hebben we het algemeen marktfalen in financiering van snelle groeiers geduid, ook in de context van andere groeibelemmeringen. In hoofdstuk 4 hebben we de vraag naar groeikapitaal gekwantificeerd en in hoofdstuk 5 hebben we het aanbod nader in beeld gebracht.

Onze analyse heeft opgeleverd dat er een significante en aanwijsbare vraag in de Brabantse markt is naar groeikapitaal voor snelgroeiende bedrijven. Dat is een belangrijke indicatie. De door ons geanalyseerde vraag naar groeikapitaal van snelgroeiende bedrijven bevat mogelijk businessplannen die nog onvoldoende uitgekristalliseerd zijn voor een serieuze financieringsoplossing. Ook kan een deel van deze vraag (alsnog) door bestaande private marktpartijen worden ingevuld. Maar andersom ook: bedrijven die nu verwachten hun plannen via de bank of fondsen te realiseren, hebben mogelijk in een later stadium toch alternatieve externe financiering nodig. Daarnaast heeft onze vraaganalyse beperkt rekening gehouden met de vraag van bedrijven van buiten de regio. Tot slot zijn er waarschijnlijk meer snelgroeiende bedrijven in Brabant, dan diegenen die we hebben kunnen identificeren.

Kort samengevat is de **vraag naar groeikapitaal in Brabant evident en significant**. De markt van groeikapitaal krimpt echter in Nederland, ook in Brabant. Het aanbod aan groeikapitaal lijkt eerder af te nemen, dan dat het aan de significante vraag uit de markt beantwoordt. Talrijke studies tonen aan dat er sprake is van marktfalen in de toegang van snelgroeiende bedrijven tot groeikapitaal.



Informatieasymmetrie is een belangrijke oorzaak van dit marktfalen. Voor banken en fondsen is het ingewikkeld en relatief duur om tot een beoordeling te komen van de kredietwaardigheid van kleinere bedrijven. De markt van Venture Capital (VC) is voor de private markt aantrekkelijk, deze markt groeit. De hoge risico's brengen weliswaar grote kans op verlies, maar ook kans op forse winsten. Met enige risicospreiding kan een VC fonds het zich veroorloven dat er verliezen geleden worden op (een groot aantal) investeringen (default), maar dat deze verliezen door een beperkt aantal grote klappers (exits) worden gecompenseerd. In de wereld van het groeikapitaal gaat het evenwel om grotere tickets en de behoefte aan (achtergestelde) leningen, waarmee op relatief korte termijn geen grote klappers gemaakt kunnen worden door een fondsmanager. De fondsmanager kan zich dus ook nauwelijks veroorloven dat investeringen mislukken. En dat levert weer een zeker risicomijdend gedrag op, waarmee de financierbaarheid van snelle groeiers in de praktijk onder druk staat. Dat is ook zichtbaar in de markt, het aantal investeringen in groeifinanciering daalt. We zien een matrix van risico's aan de ene kant en ticketgrootte aan de andere kant. En uit deze matrix komt naar voren dat er een zekere witte vlek is in de markt en het overheidsbeleid in Nederland:



Figuur 6.2: Matrix risico's versus investeringshoogte

Deze witte vlek is zorgelijk, omdat juist groeikapitaal belangrijk is voor de concurrentie- en innovatiekracht van de regio, het vestigingsklimaat en de regionale groei van omzet en werkgelegenheid. Snelle groeiers zijn bijna per definitie onvoldoende in staat om de benodigde harde informatie aan te leveren op basis waarvan banken een investeringsbesluit kunnen nemen. De Nederlandse overheid, met inbegrip van de provincie Noord-Brabant, heeft wel uiteenlopende financieringsinstrumenten ingericht voor jonge innovatieve bedrijven, maar niet of nauwelijks voor snelgroeiende bedrijven die de startup fase zijn ontgroeid (zie ook bijlage "De BOM in perspectief").

Vanuit het Europese Investeringsfonds (EIF) en ook vanuit ons onderzoek onder fondsmanagers komt een scherp beeld naar voren dan er in Europa (en ook in Brabant) weliswaar veel VC fondsen zijn, maar dat de meeste daarvan relatief klein zijn. Dit gegeven, gecombineerd met de financiële vuistregel dat doorgaans maximaal 10% van het fondsvermogen in één bedrijf gestoken kan worden vanwege risicospreiding, betekent dat grotere tickets voor groeikapitaal eenvoudigweg rekenkundig niet of nauwelijks gerealiseerd worden. Veruit de meeste Europese VC fondsen zijn kleiner dan € 100 miljoen, er is maar een handvol fondsen met een groter fondsvermogen.

Het marktfalen is daarmee in de kern gebaseerd op twee factoren: een rekenkundig gebrek aan groeikapitaal voor grote tickets bij Venture Capital fondsen en een kwantitatief gebrek aan mogelijkheden voor leningen met een hoog risicoprofiel.



6.2 Praktijkvoorbeelden

In de enquête en in het werkatelier hebben we diverse bedrijven geïdentificeerd die concrete behoefte hebben aan groeifinanciering. Gezien het bedrijfsvertrouwelijke karakter van deze informatie gaan we niet specifiek in op lopende dossiers. Wel kunnen we recente voorbeelden geven uit de praktijk (met openbare informatie uit de media) die aangeven waar de problematiek voor Brabant zit.



Smart Photonics uit Eindhoven ontwikkelt een nieuw technisch proces met fotonische microchips. Dit zijn chips die met licht werken in plaats van elektriciteit. Door experts wordt dit als een technologische ontwikkeling van formaat beschouwd die na de gloeilamp en bijvoorbeeld de cd opnieuw een hele grote ontwikkeling uit Eindhoven kan betekenen. Verwachting is dat fotonische microchips veel geld en energie gaan besparen en bijvoorbeeld van grote betekenis zullen zijn in de ontwikkeling van 5G-technologie. Dankzij jarenlang onderzoek van de Eindhoven Universiteit én door verschillende hightechbedrijven in Brabant heeft de regio Eindhoven een enorme voorsprong op de rest van de wereld op het gebied van fotonica. De potentiële markt van fotonische chips geschat op zo'n € 500 miljard. Als Smart Photonics daar een flink deel van weet binnen te halen, kan het zomaar uitgroeien tot het ASML van de toekomst.⁹⁴



Het kleine Nederlandse chemiebedrijf **Avantium** heeft onlangs een strategische alliantie gesloten met het Duitse BASF om de eerste massaproductie in gang te zetten van drankflessen (frisdranken), volledig vervaardigd uit plantaardige materialen. PEF (polyethyleen furanoaat) heet het wondermateriaal waar Avantium de voorbije tien jaren aan sleutelde. Avantium zelf spreekt over een gamechanger in de verpakkingindustrie. 'Niet enkel vanwege de lagere milieu-impact. PEF laat ook 5 keer minder CO2 door dan PET, en 10 keer minder zuurstof. Dat betekent dat frisdranken hun bubbels langer bewaren, en bier of fruitsap minder snel bederven'. Met PEF is een 100 procent groene fles binnen handbereik. Voor een nieuwe fabriek (groeifinanciering) was Avantium in 2016 op zoek naar een nieuwe locatie, maar groeifinanciering bij de bank was te ingewikkeld. Het betrof een investering van tientallen miljoenen euro's. Avantium besloot uiteindelijk om in Antwerpen een eerste grote fabriek te bouwen. Een sleutelfactor in die keuze was de groeifinanciering van € 20 miljoen die PMV kon aanbieden, de regionale ontwikkelingsmaatschappij van Vlaanderen. Nederlandse regionale ontwikkelingsmaatschappijen hebben deze mogelijkheid niet.⁹⁵



Het Nederlandse technologiebedrijf **e-Traction** werd in september 2016 verkocht aan de Chinese Tanhas Group. e-Traction verwierf in de wereld van elektrisch vervoer faam met een zelfontwikkelde elektromotor, die in de naaf van het autowiel wordt gemonteerd. Met deze nieuwe aandrijflijnen en technologie stoten elektrische bussen geen vervuilende stoffen meer uit en zijn ze 70% efficiënter in gebruik dan dieselmotoren. De bussen, die met e-Traction-motoren zijn uitgerust, zijn ook veel stiller en bieden meer comfort. Nederlandse overheden hebben significante subsidies gestoken in deze technologie, e-Traction was op zoek naar groeikapitaal om in Nederland grootschalige productie te starten. Bij Nederlandse banken en fondsen was er geen groeikapitaal beschikbaar. De Chinese Tanhas Group kocht het bedrijf en in de Chinese provincie Hubei gaan e-Traction en Tanhas een geavanceerde fabriek bouwen. Vanaf eind 2017 gaan de eerste aandrijflijnen van de lopende band rollen. Het streven is om binnen enkele jaren een afzet te realiseren van zo'n 20.000 in-wiel-motoren, de (Chinese) omzet loopt dan snel op tot enkele honderden miljoenen euro's.⁹⁶

⁹⁴ www.smartphotonics.nl

⁹⁵ www.avantium.com

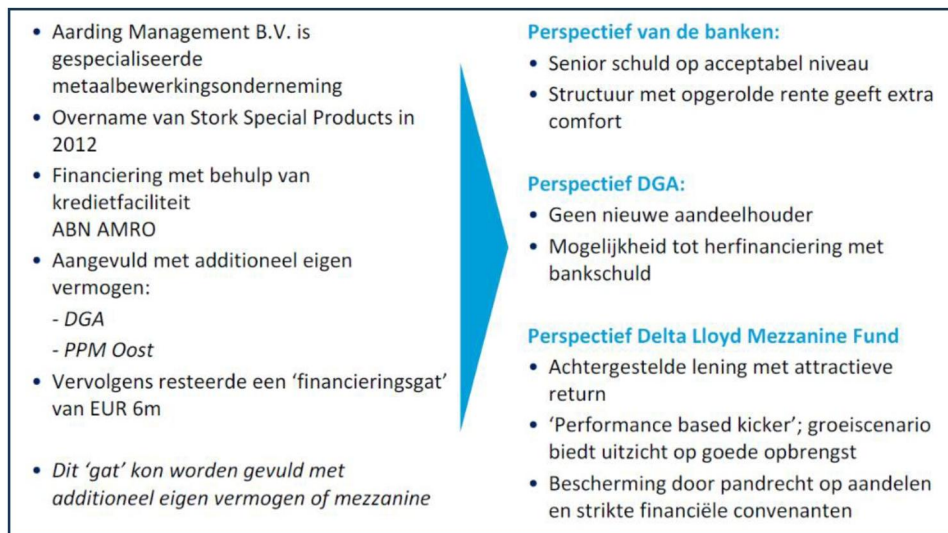
⁹⁶ www.evision-software.com



Ultimaker is een typische MKB scale-up, met een vliegende start in kansrijke HTSM technologie. Het bedrijf is gevestigd in Geldermalsen (Gelderland) en is actief als wereldwijde marktpeler in 3D printing. In de zomer van 2016 verkreeg Ultimaker een achtergestelde lening van € 15 miljoen bij de Europese Investeringsbank (EIB) onder het zogeheten InnovFin programma. Nederlandse banken en fondsen konden dit arrangement niet sluiten, gelukkig voor Ultimaker bood de EIB uitkomst. Het InnovFin programma is een interessant voorbeeld van “blending” van instrumenten, waarbij een subsidiepot (Horizon2020 van de Europese Commissie) garant staat voor een risicovol bancair product (in dit geval van de EIB). In de bijlagen is deze casus uitgebreid toegelicht.⁹⁷



Een praktijkvoorbeeld uit het (voormalige) Delta Lloyd Mezzanine Fund is het bedrijf **Novek**. Dit bedrijf ontstond in 2012 door samenvoeging van de bedrijven Aarding Components, Aarding Cutting Technology en Stork Special Products B.V. Het nieuwe bedrijf leverde motoren, transmissies, koelsystemen en speciale constructies. Tevens produceerde het onder andere pontons, dregpalen, scheepslieren en kranen voor de offshore industrie. Hieronder staat de financiering op hoofdlijnen:



Dit praktijkvoorbeeld laat ook zien hoe risicovol dit soort investeringen kunnen zijn, want op 11 oktober 2016 werd het faillissement uitgesproken over Novek. Door gebrek aan orders is het bedrijf failliet gegaan.⁹⁸

Bovenstaande Nederlandse groeikapitaal investeringen zijn voorbeelden van recente groeikapitaal tickets. In hoofdstuk 9 zijn voorbeelden opgenomen uit Frankrijk. Daar draait al een tijdje een succesvol scale-up fonds onder regie van de nationale investeringsbank Bpifrance. Het fondsvermogen in Frankrijk is € 700 miljoen en het fonds voorziet nadrukkelijk in een behoefte (marktfalen).

⁹⁷ www.ultimaker.com

⁹⁸ www.destentor.nl/nunspeet/novek-constructions-in-nunspeet-is-failliet~a6d6ba54



6.3 De hypothesen uit dit onderzoek getoetst

Kijken we naar de vier hypothesen uit dit onderzoek (zie hoofdstuk 1), dan trekken we de volgende conclusies:

1. Ondernemers in de provincie Noord-Brabant hebben voor de overbrugging van de 'second Valley of Death' onvoldoende toegang tot de kapitaalmarkt. Veel financiële dienstverleners richten zich ofwel op de Venture Capital markt voor startups (early stage), ofwel op Private Equity gericht op overnamekapitaal. Die markten groeien hard in Nederland. De markt voor groeikapitaal daalt echter. Financiering van grote investeringen voor groei heeft het karakter van risicofinanciering. Venture Capital fondsen kunnen daar vaak niet in voorzien en banken zijn terughoudend in het financieren van groeikapitaal.
2. Scale-up bedrijven hebben behoefte aan relatief grote tickets (tot € 50 miljoen), veel Venture Capital en Private Equity fondsen in Europa zijn relatief klein en met een maximum van 10% van het fondsvolume per ticket (vuistregel) kennen zij een zeker volumeprobleem. Een deel van de snelle groeiers heeft behoefte aan leningen met een coulante risico-inschatting, dit soort kapitaal is matig beschikbaar in Noord-Brabant.
3. Het lijkt verstandig bij het inrichten van een financieel instrument voor scale-up bedrijven ook juist de doelgroep af te bakenen voor bedrijven die over een periode van 3 achtereenvolgende jaren een groei laten zien van 20% per jaar of meer. Deze afbakening is gebaseerd op de OESO definitie. Toch is het verstandig met enige flexibiliteit rekening te houden; bij uitzondering kunnen bedrijven die niet volledig aan deze criteria voldoen zich toch kwalificeren als scale-up bedrijf, maar dit is eerder de uitzondering dan de regel. Ook zal niet ieder bedrijf voldoen aan de MKB-criteria, het lijkt verstandig de bandbreedte van het instrument te mikken op MKB (tot 250 werknemers) en zogeheten midcap bedrijven (tot 3.000 werknemers).
4. Er is een behoefte aan groeikapitaal voor bedragen tussen € 2,5 miljoen en € 50 miljoen bij Brabantse technologie-gedreven bedrijven. Financiering van groei is altijd maatwerk. Aangezien de HTSM sector veruit de belangrijkste topsector voor Brabant is, is het plausibel dat een significant deel van de voorgenomen MKB-plus Faciliteit zal landen in deze sector. Het is evenwel onverstandig om dat aan de voorkant al strikt in te kaderen, juist omdat bedrijven zich soms lastig laten indelen naar topsectoren.

In het volgende hoofdstuk bekijken we de toegevoegde waarde van een nieuw financieel instrument voor scale-up bedrijven.

7 Toegevoegde waarde van een nieuw instrument

In dit hoofdstuk kijken we naar het tweede bouwblok van de EU-methodologie, de toegevoegde waarde van een mogelijk nieuw Brabants financieel instrument voor scale-up bedrijven. Schematisch:



Figuur 7.1: Bouwblokken EU methodologie

Nu het marktfalen in kaart is gebracht, rijst de vraag in hoeverre een nieuw instrument in staat zou kunnen zijn om dat marktfalen op te lossen? In deze tweede stap van de EU methodologie onderzoeken we verschillende implicaties van het beoogde nieuwe financiële instrument. De methodologie vereist dat verschillende mogelijkheden en varianten van financiële instrumenten worden overwogen. We kijken naar de consistentie met andere vormen van publieke interventies en naar de mogelijke staatssteunimplicaties daarvan.

7.1 Varianten voor een nieuw Brabants financieel instrument

De analyse van het marktfalen laat zien dat er in de provincie Noord-Brabant voor de overbrugging van de 'second Valley of Death' voor een deel van de snelgroeiende bedrijven onvoldoende toegang is tot gewenste financiering. Dit probleem is niet uniek voor Brabant, andere regio's in Europa hebben ook al fondsen gestart om dit marktfalen op te lossen. In Nederland wordt er op nationaal niveau een co-investment fonds gestart door NIA en EIF. Dit fonds heeft de vorm van een fund-of-fund en zal bestaande VC fondsen en mogelijk regionale ontwikkelingsmaatschappijen (waar EIF reeds via DVI in participeert) van middelen gaan voorzien. Dat is een welkome ontwikkeling, maar het is zeer de vraag of een nationaal fonds van € 100 miljoen voldoende massa kan maken voor de markt van scale-up bedrijven waar het fonds zich op richt. Het is immers niet de bedoeling dat zo'n fonds of faciliteit al een handvol tickets is uitgeput.

Welke varianten zijn er mogelijk voor de provincie Noord-Brabant voor een nieuw financieel instrument? Het verstrekken van subsidies voor scale-up bedrijven ligt in ieder geval niet voor de hand. In de basis moeten er goede businesscases liggen met een perspectief op rendement. De provincie heeft geen intentie om subsidies te gaan verschaffen voor scale-up financiering.

Een andere variant zou kunnen zijn om de fondscapaciteit en voorwaarden bij de huidige Innovatiefonds Brabant te verruimen. Daarmee zou de BOM dus grotere tickets dan € 5 miljoen kunnen verzorgen. Dit lijkt echter geen verstandige keuze. De focus van de Venture Capital instrumenten van de BOM zijn namelijk voornamelijk gericht

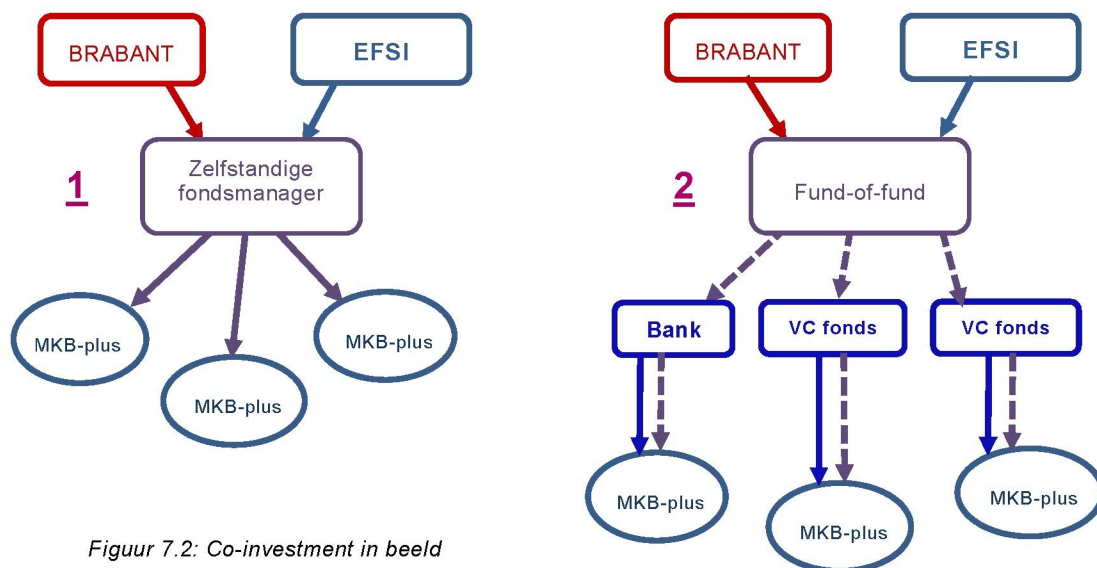


op de first Valley of Death: het succesvol op gang brengen van bedrijven in hun *seed* en *early stage* fase. Dat verschilt wezenlijk van de uitdagingen in de Second Valley of Death (scale-up). In de First Valley of Death zijn de innovatie risico's veel groter, maar de potentiële *upswing* ook, waarmee het fondsvermogen revolverend kan blijven. Of simpeler gesteld: van de 10 bedrijven waarin een Venture Capital fonds investeert, kunnen er 6 failliet gaan als 2 bedrijven redelijk presteren en 2 bedrijven zich zeer sterk ontwikkelen en veel meer waard. Met een paar enorme positieve klappers dekt het fonds doorgaans veel verlies af. De ontwikkelfases *later stage* en *expansion*, waarin het groeikapitaal zich begeeft, kunnen zich minder tegenslagen veroorloven. Enerzijds zijn de tickets veel groter (dus ook de impact van default), anderzijds is de potentiële opswing meestal minder extreem dan bij Venture Capital. Met minder significante klappers in de portefeuille kan een fondsmanager zich minder mislukkingen permitteren. Bij scale-up financiering komt ook meer en andere bancaire kennis kijken en kennis en netwerken over massaproductie, dienstverlening en internationalisering. Venture Capital partijen (zoals ook de fondsmanagers van de BOM) zijn daar onvoldoende voor toegerust, scale-up financiering is niet hun *corebusiness*, dat is een andere tak van sport.

De provincie Brabant zal het fondsmanagement van een nieuw scale-up instrument over moeten laten aan een deskundige, ervaren en markt-gedreven partij op het specialistische en specifieke terrein van scale-up investeringen. Daarbij is voor de Europese instellingen (EIF en EIB) het *arm's length* beginsel cruciaal: de overheid moet op afstand staan en zich niet bemoeien met individuele investeringsbeslissingen. EIF en EIB zijn dan ook buitengewoon terughoudend in het toewijzen van dergelijk fondsmanagement aan regionale ontwikkelingsmaatschappijen (zoals de BOM), omdat deze spelers in de praktijk toch vaak dicht onder de vleugels van hun overheid opereren. Ook al is het *de jure* goed ingeregeld (dat bijvoorbeeld de BOM onafhankelijk en zelfstandig kan opereren en besluiten), *de facto* vraagt de politiek of het bestuur vaak om sturing, ingrijpen in een bepaalde regio of sector, actie in het kader van bepaald beleid of zelfs investeren in een bepaald bedrijf.

7.2 Direct fondsmanagement versus co-investment model

In de basis zijn er twee fondsmodellen mogelijk. In het eerste basismodel wordt er een nieuw instrument (fonds) gestart met een eigen zelfstandige fondsmanager. Het tweede model is gebaseerd op *full-delegation*, waarbij bestaande financiële partijen zoals fondsen en/of banken primair het zogeheten asset management voeren.



Figuur 7.2: Co-investment in beeld



Het eerste basismodel is dat de provincie een zelfstandig fonds start met een *eigen fondsmanager*, met een eigen loket in de markt en een eigen gezicht. Voordeel van deze constructie is herkenbaarheid en korte lijnen tussen opdrachtgever (provincie), fondsmanager en het scale-up bedrijf. Dit basismodel kent een aantal belangrijke aandachtspunten:

1. Het volledige asset management (de financiële beoordeling van individuele gevallen) moet door de fondsmanager (zelf) verricht worden. Dit vergt hoge deskundigheid en ervaring.
2. Er is sprake van een beperkte risicospreiding in de beoordeling van individuele gevallen, het zelfstandige fonds is relatief beperkt in het aantal tickets per jaar.
3. Doorgaans moet er een Europese aanbesteding plaatsvinden.
4. De overheid lijkt in dit model iets "naast" de financiële marktpartijen te gaan doen, waarmee de rest van de markt (vraag en aanbod) mogelijk een beeld kan ontwikkelen dat deze opzet niet-marktconform is.

Het tweede basismodel is een zogeheten *co-investment fund*, waarbij samen met bestaande financiers uit de markt (banken en fondsen) maatwerk wordt gevonden om samen te investeren (matchen). Voordeel is dat de fondsmanager niet zelfstandig het volledige assetmanagement hoeft te verrichten, maar actief kan profiteren van de kennis, het beoordelingsvermogen en de risicospreiding van bestaande actieve financiële partners in het veld (banken en fondsen). De manager van het co-investment fund doet alleen een relatief lichte toets (een eenvoudige *due dilligence*) op de belangrijkste parameters van een voorstel en vertrouwt op de kennis en marktkracht van bestaande fondsen en banken uit de markt.

Het beheer van een co-investment fund is meestal georganiseerd als een zogeheten special purpose vehicle (SPV). De SPV functioneert in zekere zin als een doorgeefluik. Maar de SPV is zeker geen wisselkantoor voor fondsen of banken, want deze fund-of-fund manager richt zich actief op een duidelijke doelgroep, onderhoudt actief contact met scale-up bedrijven en doet ook een eigen financiële afweging, beoordeling, monitoring en verantwoording. Met deze co-investment constructie kan de overheid het fondsmanagement relatief dicht aan huis organiseren (zoals de BOM fund-of-fund manager is voor het Innovatiefonds Brabant). Ook de uitvoeringskosten van het co-investment model zijn lager, omdat de fondsmanager van het fund-of-fund een relatief lichte toets verricht (asset management) op de investeringen. Het primaire asset management wordt verricht door de financiële marktpartijen.

Een belangrijk voordeel van het co-investment model is dat er mogelijk vraag in de markt zal zijn naar grote tickets (richting € 30 miljoen en zelfs daarboven). Juist bij een co-investment constructie is het dan mogelijk risico's en beoordeling te delen en daarbij niet volledig uit het eigen fonds te hoeven putten. Vuistregel is doorgaans dat een ticket maximaal 10% van het fondsvolume mag bedragen (met het oog op risicospreiding). Binnen het tweede model is het dan mogelijk in samenwerking met financiële marktpartijen grote (gecombineerde) tickets te voorzien. Binnen het eerste model kan dat alleen als er vanaf de start een omvangrijk fonds wordt gebouwd.

Bij het co-investment model kunnen bedrijven verder groeien met hun bestaande aandeelhouders en zijn ze niet verplicht om een nieuwe aandeelhouder (een zelfstandig fonds) te betrekken. Voor veel scale-up bedrijven is dit een belangrijke strategische overweging. Ook vergroot een co-investment model de aantrekkingskracht van private fondsen (zoals pensioenfondsen) om op fund-of-fund niveau aan te haken. Een gezamenlijk fund-of-fund of gezamenlijke faciliteit kan meer massa maken dan een regionaal enkelvoudig fonds. En private financiers willen alleen op grote fondsen instappen (vaak meer dan € 100 miljoen) uit oogpunt van risicospreiding en verdeling van managementkosten.



Tot slot biedt het co-investment model ruimte en zelfs een stimulans voor buitenlandse fondsen en bedrijven om in Brabant actief te worden. Zo kan een Duits VC fonds met een Deens scale-up bedrijf in portfolio over de streep getrokken worden om in Brabant te investeren (en het Deense bedrijf zich in Brabant te laten vestigen), als de financieringsmogelijkheden in Brabant aantrekkelijker zijn dan in andere regio's.

Het Europese Investeringsfonds (EIF) werkt op dit moment veel met het co-investment model. Als Brabant dus voor dit model kiest, dan stapt Brabant in op een rijdende trein uit Luxemburg en kan Brabant snel aansluiting vinden bij succesvolle modellen en ervaringen uit andere lidstaten. Daarbij kan Brabant aansluiting vinden bij het bestaande netwerk van EIF en EIB in VC fondsen, banken en andere financiële intermediaire organisaties. De Nederlandse rijksoverheid gaat in 2017 samen met het EIF een co-investment fund starten voor scale-up bedrijven. In de beoogde fund-of-fund opzet is het ook mogelijk dat regio's bijdragen aan dit fonds, waarmee ze hun eigen 'luik' creëren voor scale-up financiering in hun eigen regio. Het kabinet is van plan € 50 miljoen in het nationale co-investment fonds steken en in deze constructie levert EIF ook € 50 miljoen aan. Daarmee wordt vooralsnog een nationaal fondsvermogen (fund of fund) gecreëerd van € 100 miljoen. Plan is daartoe nog voor de zomer van 2017 een Memorandum of Understanding te tekenen.



De co-investment opzet is met name interessant aan aandelenkant van financieringen, waar een relatief groot aanbod bestaat van Venture Capital fondsen bij het vereiste hoog risicoprofiel, maar waar de financiële polsstok om scale-up investeringen te financieren vaak te beperkt is. Een co-investment instrument kan die polsstok verlengen en is dan uitermate geschikt. Maar niet in alle gevallen ligt daar het probleem. Voorwaarde voor succes op dealniveau is immers dat er altijd een private partij moet zijn die onder dezelfde voorwaarden wil co-financieren. En in de markt zien we ook investeringen die wel heel interessant kunnen zijn, maar simpelweg niet door de markt bediend worden, bijvoorbeeld met achtergestelde leningen. Uit dat oogpunt is het verstandig niet alle kaarten te zetten op co-investment, maar te kijken naar fondsmanagement met rechtstreekse financieringen. Dit geldt met name voor het bancaire deel van financiering (leningen). Voor deze bancaire kant is immers niet de beperkte omvang van beschikbare (bancaire) kapitaal het probleem, maar het hoge risicoprofiel van de investeringen, die de banken ervan weerhoudt om leningen aan deze doelgroep te verstrekken. Aan deze bancaire kant kan dan een zelfstandig fonds of instrument (wel) noodzakelijk zijn om effect te sorteren.

7.3 Het EU staatssteunrecht

De Europese regels en procedures over staatssteun stellen belangrijke kaders aan het beleid van provincies en andere overheden. In de EU geldt een verbod op staatssteun, gecombineerd met uitzonderingsclausules uit het EU Verdrag en secundaire wetgeving. Zodra overheden investering- of exploitatieverliezen gaan dekken, is er snel sprake van staatssteun. Zodra er sprake is van financiële instrumenten waarbij duidelijk meer risico wordt genomen dan gebruikelijk is in de markt neemt de kans op het etiket "staatssteun" toe. En dat is ook logisch: overheden stappen immers vaak in een veld van marktfalen, ze gaan iets doen met publieke middelen dat de (financiële) markt niet of onvoldoende oppakt. Overheden ze proberen daarmee de markt (positief) te verstoren. Vaak met de nobelste intenties, maar dan ontstaat er snel een vorm van staatssteun. Het is uiteraard zaak ongeoorloofde staatssteun te voorkomen. De instrumentkeuze vormt daarbij een belangrijk ijkpunt.





Overheden zetten steeds meer risicofinancieringsinstrumenten in. Bij subsidies is het financiële voordeel voor een specifiek bedrijf relatief eenvoudig te kwantificeren. Bij revolverende instrumenten is het soms lastig te bepalen of er nu sprake is van staatssteun en of deze staatssteun gekwantificeerd kan worden. Vaak grijpen overheden immers in waar een zeker marktfalen wordt verondersteld. De overheid probeert dit marktfalen te tackelen en daarmee de markt in feite positief te verstoren. En dan is het soms lastig te veronderstellen of te beargumenteren dat geen enkele betrokken partij (het bedrijf waar in geïnvesteerd wordt, het fonds zelf en mogelijke private investeerders in het fonds) een voordeel ontvangt.

Bij de regionale ontwikkelingsmaatschappij BOM geldt een vaste eis dat bij iedere investering ten minste 50% private cofinanciering moet plaatsvinden, onder minimaal dezelfde condities (rendementsverwachting). De BOM (en de provincie Noord-Brabant) beroept zich vervolgens op het zogeheten *Market Economy Operator* beginsel (MEO), dat stelt dat als de overheid marktconform investeert (via de fondsen) onder gelijke voorwaarden als een marktpartij dat ook doet, de overheid geen staatssteun verstrekt. Bij andere ROM's in Nederland, zoals PPM Oost geldt deze 50% grens niet en is er (wel) sprake van staatssteun. De Europese Commissie erkent deze mogelijkheid, in de *Richtsnoeren voor Risicofinanciering* staat in overweging 30 dit uitgangspunt nadrukkelijk opgenomen:

30. In de regel kan een overheidsmaatregel geacht worden geen staatssteun te vormen omdat hij bijvoorbeeld voldoet aan het criterium van de marktdeelnemer in een markteconomie. Volgens dat criterium vormen economische transacties die overheidsinstanties of ondernemingen conform normale marktvoorwaarden uitvoeren en die hun tegenpartij geen voordeel opleveren, geen staatssteun. Onverminderd het uiteindelijke prerogatief van het Hof van Justitie van de Europese Unie om zich uit te spreken over de vraag of er sprake is van steun, wordt in dit onderdeel meer houvast geboden over de toepassing van het criterium van de marktdeelnemer in een markteconomie wanneer het gaat om risicofinanciering.⁹⁹

Het snijvlak van markt en overheid is uit staatssteunoptiek gevoelig. Een recente staatssteuncasus over het bedrijf Ducatt is daar een voorbeeld van. Behoud van regionale werkgelegenheid was een belangrijke politiek-bestuurlijke drijfveer voor de investering van de Vlaamse publieke participatiemaatschappijen in het bedrijf, dat biedt een andere impuls voor besluitvorming dan het financieel rendement dat doorgaans leidend is in de markt.

Zodra overheden via risicofinancieringsinstrumenten ook maar iets gaan doen dat niet marktconform is, ontstaat er dus wel staatssteun. Dat is op zichzelf niet direct een juridische showstopper, want onder de zogeheten Algemene Groepsvrijstellingsverordening (AGVV) kan vaak gemakkelijk staatssteun op een rechtmatige manier geborgd worden. In artikel 21 van de AGVV staan de spelregels voor risicofinancieringssteun. Daarin zit wel een belangrijke cap op het totale bedrag aan risicofinanciering per transactie van € 15 miljoen. Zodra er fondsen worden opgezet waarin het mogelijk is grotere tickets te schrijven dan € 15 miljoen, dan kan de AGVV niet meer worden toegepast en moet de maatregel (als deze staatssteun bevat) genotificeerd worden bij de Europese Commissie. Goedkeuring vindt dan plaats onder de eerder genoemde Richtsnoeren voor Risicofinanciering, waarin het mogelijk is (met een duidelijke uitleg) ook grotere tickets te schrijven. Doel van de Commissie is het gemakkelijk te maken voor lidstaten om kleinere tickets aan doorgaans startende MKB bedrijven mogelijk te maken, terwijl grotere tickets aan grotere MKB bedrijven liever nauwer onder de staatssteun loep worden gelegd. De Europese Commissie noemt deze benadering “*small on small and big on big*”.

⁹⁹ Uit de *Richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicofinanciering investeringen* (PB EU C 19 van 22 januari 2014).



Vaak kan een notificatieprocedure in Brussel een maand of acht in beslag nemen, omdat er dan verschillende vragenrondes aan de orde zijn, overlegmomenten en relatief een hoop administratief gedoe. Steun uit het EFSI bevat in principe geen staatssteun en is niet onderworpen aan de staatssteunregels. Maar zodra EFSI middelen gecombineerd worden met de inzet van nationale of regionale middelen, kan er wel staatssteun ontstaan en worden EFSI middelen niet als private inleg beschouwd, wel als publieke middelen. Voor alle afspraken in het kader van EFSI hebben de EIB en het EIF echter een basisafspraken gemaakt met DG Mededinging dat de Europese Commissie er een prioriteit van maakt om zo snel mogelijk te beoordelen of het gebruik van overheidsmiddelen gecombineerd met EFSI middelen overeenkomen met de staatssteunregels. De Commissie heeft beloofd haar beoordeling binnen zes weken na ontvangst van een volledige notificatie van de lidstaat af te ronden.

Staatssteun en risicokapitaal, een praktijkvoorbeeld

In mei 2016 opende de Europese Commissie een formele onderzoeksprocedure naar mogelijke Vlaamse steun voor glasproducent Ducatt. In de periode 2012-2014 investeerden de Limburgse Reconversie Maatschappij (LRM) en de Participatie Maatschappij Vlaanderen NV (PMV) in Ducatt, een Belgische producent van glas voor zonnepanelen. Ze boden kapitaalverhogingen en aandeelhoudersleningen, waarvan een deel in aandelenkapitaal werd omgezet. In 2015 stapten bij een herkapitalisatie alle bestaande aandeelhouders, op LRM na, uit de onderneming en traden er nieuwe aandeelhouders toe. Dit ging gepaard met een herschikking van aandeelhoudersleningen, die voor een deel werden afgeschreven. Bij elkaar genomen kwamen deze maatregelen neer op circa € 40 miljoen indirecte financiële steun van LRM en PMV aan Ducatt. In november 2014 ontving de Commissie een klacht van een Duitse concurrent van Ducatt NV dat er sprake was van onrechtmatige financiële steun door deze twee regionale ontwikkelingsmaatschappijen. In reactie beweerden LRM en PMV dat ze marktconform handelden. Het was geen reddingsteun en het was ook geen staatssteunproof risicokapitaal. De Commissie is nu van mening dat geen particuliere investeerder had gehandeld zoals LRM en PMV. Een particuliere investeerder had niet meer dan vijf jaar lang zwaar geïnvesteerd in een verliesgevende onderneming en dan ook eens er mee ingestemd om sommige leningen om te zetten in kapitaal en andere af te schrijven. Als de Commissie dit doorzet en gelijk krijgt, dan moet Ducatt € 40 miljoen (alsnog) terugbetalen. Mogelijk gaat het betrokken bedrijf dan (alsnog) failliet.



Staatssteun in de vorm van leningen

Uit staatssteunoptiek kunnen overheden leningen verstrekken aan ondernemingen (al dan niet via fondsen) onder niet marktconforme voorwaarden, zoals een renteloze leningen, leningen tegen een lagere rente dan de markttrente of leningen met een langere looptijd dan gebruikelijk is in de markt. Het bedrag van eventuele staatssteun is dan gelijk aan het verschil tussen de marktconforme rente (bijvoorbeeld als er geleend was bij een bank) en de rente die werkelijk is betaald. Dit verschil heet in het jargon het bruto staatssteun equivalent. De Europese Commissie heeft een methode van referentie- en disconteringspercentages vastgesteld. Hiermee kan de marktconformiteit en/of de steuncomponent bij deze en andere vormen van staatssteun worden berekend. Bij de berekening wordt rekening gehouden met de specificiteit van de onderneming of het project. Op de website van de Commissie wordt het actuele basispercentage bekend gemaakt. In mei 2017 bedraagt het basispercentage -0,1% voor Nederland (gelijk voor de euro zone). Over dit basispercentage moeten dan opslagen in basispunten worden toegevoegd. Hoe meer risico aan de orde is, hoe meer basispunten aan het basispercentage moeten worden toegevoegd, hoe hoger de rente uitvalt. De rente die op basis van deze methode wordt berekend, wordt als indicatie van de marktconforme markttrente gebruikt.



In de "EU Mededeling referentie- en disconteringspercentages" staat de methode nader uitgelegd. De marktconformiteit van een lening hangt primair van twee factoren af: de ratingcategorie van het scale-up bedrijf (lees: hoe solvabel is het bedrijf?) en de aangeboden zekerheidsstelling (lees: wat wordt er met de lening gedaan en liggen daar zekerheden onder?). De Commissiemededeling rekent met het genoemde basispercentage, plus een bepaalde opslag die gerelateerd is aan de kredietwaardigheid van de lener en de aard en omvang van de aangeboden zekerheden. Deze opslag maakt normaliter het grootste deel uit van het in rekening te brengen totaalrentepercentage voor de lening. Op dit moment (juni 2017) bedraagt het basispercentage voor Nederland -0,1%, hetgeen historisch gezien extreem laag is (in vergelijking: in 2012 was het basispercentage bijvoorbeeld nog 2,07%). Door de lage stand van het basispercentage, kunnen overheden relatief goedkoop marktconform geld uitlenen aan ondernemingen, zonder staatssteun te verstrekken. In onderstaande tabel staan de opslagen die, afhankelijk van de rating van een onderneming en de geboden zakelijke zekerheden berekend moet worden.



Ratingcategorie	Zekerheidsstelling		
	Hoog	Normaal	Laag
Zeer goed (AAA-A)	60	75	100
Goed (BBB)	75	100	220
Bevredigend (BB)	100	220	400
Zwak (B)	220	400	650
Slecht/ Financiële moeilijkheden (CCC en lager)	400	650	1000

Normaalgesproken worden 100 basispunten aan het basispercentage toegevoegd. Dit geldt voor leningen aan ondernemingen met een bevredigende rating en hoge zakelijke zekerheden en leningen aan ondernemingen met een goede rating en normale zakelijke zekerheden. Grofweg betekent dit voor MKB bedrijven die in een normale ratingcategorie zitten (zoals BBB), dat ze bij een normale lening, inclusief normale zekerheden, met een basispercentage van $-0,1\% + 100$ basispunten = $0,9\%$ moeten betalen. Oftewel: dat is uit staatssteunoptiek de marktconforme rente. Dit lijkt in de werkelijke markt vrij laag, een private bank zal in de praktijk niet snel een lening aan een MKB ondernemer met $0,9\%$ rente verstrekken. Toch is dit wel de rekenmethode uit staatssteunoptiek en met deze methode kan een overheid een systematiek voor achtergestelde leningen opzetten die uit staatssteunoptiek vrij vlot kwalificeert als "geen staatssteun, want marktconform".

Bij een achtergestelde lening zijn de zekerheden laag en stijgt het basispercentage voor een BBB bedrijf volgens de rentetabel met 220 basispunten. Maar het achtergestelde karakter zorgt niet alleen voor een lagere zekerheid, het vergroot ook doorgaans aanzienlijk de kans op aanvullende financiering van private banken. Vandaar dat er ook nog een zekere additionele opslag voor achtergestelde leningen aan de orde is. Referentiezaak in deze voor de Europese Commissie is staatssteunzaak N 55/2008, dit was een staatssteunzaak over een regeling voor achtergestelde leningen in de deelstaat Brandenburg. In deze casus hebben de Duitse autoriteiten spelregels voorgelegd om het steun-element te berekenen in rentevrije achtergestelde leningen. Daartoe werd een tabel gebruikt, die de Commissie daarna als referentie heeft gebruikt bij het berekenen van opslagen voor achtergestelde leningen.



Staatssteuntabel voor achtergestelde leningen:

S & P	EU Reference rate Communication	ILB		Application for subordinated loans	
Rating category	unsecured 'normal' loans	Rating category "Bonitätsklasse"	PD % up to	Company-Rating	top up subordinated loans
AAA	strong 100 bp	1	0.13	AAA	100 bp
AA+				AA+	
AA				AA	
AA-				AA-	
A+				A+	
A				A	
A-				A-	
BBB+	good 220 bp	2	0.45	BBB+	220 bp
BBB				BBB	
BBB-				BBB-	
BB+	satisfactory 400 bp	3	2.00	BB+	400 bp
BB				BB	
BB-				BB-	
B+	weak 650 bp	4	7.50	B+	650 bp
B				B	
B-				B-	
	bad 1000 bp	5	18.55		1000 bp

Bij een achtergestelde lening aan een BBB bedrijf moet dus eerst volgens de normale tabel $-0,1\% + 220$ basispunten = 2,1% in rekening worden gebracht. En omdat de lening dan ook nog eens achtergesteld is komen er nog eens 220 basispunten op (top up). Dan bedraagt (volgens deze geaccepteerde methodiek) uit staatssteunoptiek het marktconforme rentepercentage dus 4,3%. Dat lijkt op het eerste gezicht een zekere dubbeltelling voor het achtergestelde karakter, maar 4,3% als marktconforme meetlat voor een achtergestelde lening is (nog steeds) buitengewoon laag.

Kortom, de staatssteunaspecten van ieder overheidsinstrument moeten helder afgebakend worden. Bij een nieuw instrument moet eerst de vraag beantwoord worden of er staatssteun aan de orde is. En als dat het geval is, dan moet (en kan) deze staatssteun rechtmatig geborgd worden.

7.4 De toegevoegde waarde samengevat

Samengevat zijn er diverse mogelijkheden om het geconstateerde marktfalen aan te pakken. Uit de analyse kristalliseert een behoefte uit naar een van co-investment (equity) en fondsmanagement (leningen). Deze aanpak is consistent met publieke interventies van EIF en andere lidstaten. De relatief ruime EU staatssteun regels en procedures geven uiteenlopende mogelijkheden om een financieel instrument zonder staatssteun op te zetten.



8 Multiplier van het nieuwe instrument

In dit hoofdstuk kijken we naar het derde bouwblok van de EU-methodologie, de multiplier van een mogelijk nieuw financieel instrument. Schematisch weergegeven:



Figuur 8.1: Bouwblokken EU methodologie

In de economie wordt met het begrip multiplier gedefinieerd als “een factor van proportionaliteit die meet hoeveel een endogene variabele in reactie op een verandering in enige exogene variabele verandert”. Of met andere woorden, vertaald naar het voorgenomen financiële instrument: welke toegevoegde waarde heeft de inzet van publieke euro’s in de economie, is er sprake van een hefboom? Als het voorgenomen instrument namelijk volstrekt marktconform is en private partijen bieden reeds onder gelijke condities gelijke financiële diensten aan, dan verdringt het voorgenomen financiële instrument vooral marktpartijen en voegt het maatschappelijk gezien nauwelijks iets toe. De beoordeling van de multiplier is een essentieel onderdeel van het financieringsmechanisme van een nieuw instrument. Hoe optimaliseer je de inzet van publieke middelen en wat zijn daarin de afwegingen?

We hebben bij de start van het ex ante kapitaalmarktonderzoek afgesproken te kijken naar de mogelijkheid van een zogeheten layered constructie, waarmee de multiplier van een fonds mogelijk een versnelling kan krijgen. Vervolgens kijken we naar de beoogde opzet en hefboom van het nieuwe financiële instrument en de mogelijke aantrekkingskracht op private fondsen.

8.1 Biedt een *layered* constructie perspectief?

Tot op heden geven overheden (ook de provincie Noord-Brabant) hun middelen voor stimulering van innovatie en economische groei uit in grofweg twee varianten. Ofwel er is sprake van *subsidie*, met een eenmalige bijdrage van de overheid aan een project, die niet hoeft te worden terugbetaald. Ofwel er is sprake van een *revolverend instrument*, waarbij fondsen worden ingezet (bijvoorbeeld via de BOM) die zo marktconform mogelijk worden ingezet. Dat lijkt op het eerste gezicht een of-of keuze, maar een combinatie van inzet van middelen (in het jargon: *blending*) biedt juist grote strategische kansen.

Als binnen een financieel instrument subsidiegeld als een zogeheten *first loss facility* wordt gebruikt, kan het ingebrachte vermogen van de provincie zelf, van EFSI en/of van andere (private) partijen met relatief minder risico geïnvesteerd worden. Er ontstaat daarmee een gelaagd fonds, in het EU-jargon heet dat een *layered* fonds. Een relatief kleine hoeveelheid subsidiegeld werkt als risicobuffer en trekt in potentie

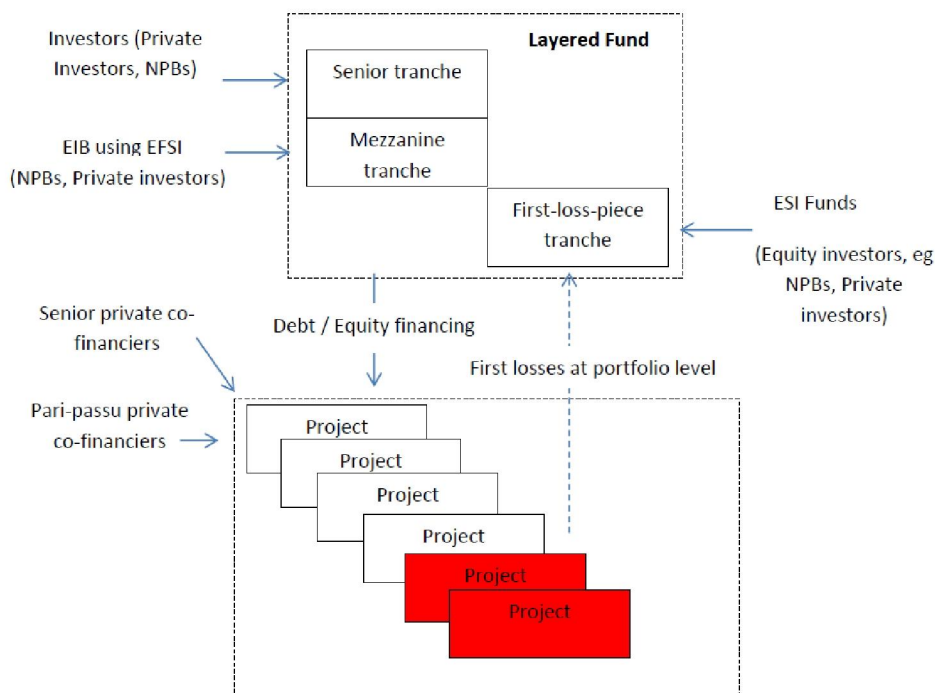


een grotere hoeveelheid additioneel kapitaal aan. Dit is in essentie ook de kern van de EFSI opzet, waarbij de Europese Commissie samen met de Lidstaten garant staat voor een relatief klein bedrag, waarmee een groot financieel vliegwiel (van circa € 500 miljard) op gang wordt gebracht.

Met een *layered* constructie kan het hefboomeffect van een financieel instrument significant stijgen. Aan de ene kant kan het volume van het instrument stevig toenemen, waardoor de maatschappelijke impact van het instrument stijgt. Aan de andere kant kan ook het risicoprofiel voor investeringen uit het instrument aantrekkelijker worden, waarmee scale-up bedrijven die op dit moment onvoldoende door de markt bediend kunnen worden, toch geholpen kunnen worden. De casus Ultimaker is daar een goed voorbeeld van (zie bijlagen), waarbij de EIB een achtergestelde lening kon verstrekken aan een snelgroeiend bedrijf dat nog relatief weinig gegarandeerde cashflow in zijn businessplan had verankerd. Ultimaker kwam daardoor op de reguliere markt van banken niet verder, maar de EIB kon wel instappen, met hogere risico's dan normale banken zouden toestaan. En de EIB kon dat risico vervolgens afdekken door een zeker garantiebepaald op de Horizon 2020 middelen van de Europese Commissie te leggen via het InnovFin programma.



De Ultimaker casus is een schoolvoorbeeld van *blending*, waarbij subsidiemiddelen als katalysator worden ingezet om een revolverend vliegwiel in een fonds op gang te brengen. Deze praktijk van *blending* is in Nederland echter nog vrij onbekend bij overheden. Blending vergt een *nieuwe mindset* voor subsidiespecialisten en fondsspecialisten die op andere manier moeten kijken naar effectieve en complementaire samenwerking. De EIB heeft recent samen met de Europese Commissie een brochure opgesteld, bijgaande structuurtekening uit die brochure is treffend.¹⁰⁰



Figuur 8.2: *layered* fonds met een combinatie van ESI (bijvoorbeeld EFRO) en EFSI

¹⁰⁰ European Structural and Investment FUNDS and European Fund for Strategic Investments - Complementarities (februari 2016)

In Estland werd in juni 2016 een risicokapitaal fonds gelanceerd, juist met een dergelijke *layered* structuur.¹⁰¹ Dat heeft er ook mee te maken dat investeren in Estland zeer risicovol is en dat er tot nu toe veel subsidiegeld (regionale steun) is ingezet om investeringen te bevorderen. Een *layered* constructie is een mengvorm van subsidie en revolverend financieren, welke vooral gepast zijn als een revolverend instrument (dus met een vrij marktgerichte benadering) naar verwachting onvoldoende effect sorteert. De Europese Commissie is belangstellend naar dit soort nieuwe oplossingen en ook de EIB heeft interesse, maar ze passen deze *layered* benadering voornamelijk vooral toe in regionale steun gebieden (lees: Midden en Oost Europa).¹⁰²

Een ander recent praktijkvoorbeeld komt uit de Greater London Authority (GLA), het regionale samenwerkingsverband in Londen. GLA voert het programmamanagement voor de EU Structuurfondsen in hun regio, waaronder het EFRO-fonds. GLA heeft besloten een grootschalige *layered* constructie op te zetten met een combinatie van EFRO-middelen en EFSI-middelen (via EIB). Het Mayor of London's Energy Efficiency Fund (MEEF) is op dit moment in oprichting en zal eind 2017 van start gaan om financiering in energietransitie te verzorgen. De oprichters rondde de keuze voor een fondsmanager (aanbesteding) in het voorjaar van 2017 af, het fonds staat achter de schermen al bijna startklaar. In Londen hebben ze reeds een succesvol LEEF-fonds actief (ook met een mix aan middelen), maar de ontwikkeling van MEEF is nog belangrijker omdat het echt over *blending* gaat.



Hoe werkt dit MEEF-fonds dan in de praktijk? GLA zet £ 43 miljoen (circa € 50 miljoen) in uit de EFRO-middelen als *first loss facility* in dit nieuwe energiefonds MEEF. Daarmee kan het fonds grotere financiële risico's nemen dan marktpartijen. En omdat deze buffer in het fonds zit, kunnen andere financiële partijen, zoals de EIB, met veel meer financieel comfort in het fonds meefinancieren. De EIB heeft dan ook besloten via EFSI een lening aan het fonds van £ 100 miljoen (€ 116,5 miljoen) te verstrekken. En de fondsmanager krijgt vervolgens de taak om met het fondsvermogen van £ 143 miljoen nog minimaal 60% privaat te financieren in projecten of op fondsniveau. Daarmee wordt een investeringsimpuls van minimaal £ 260 miljoen (€ 303 miljoen) verzorgd, juist voor de wat meer innovatieve en risicovolle energietransitie projecten. Waarbij Londen zelf (GLA) dus minder dan 10% uit eigen middelen financiert (namelijk: de helft van de oorspronkelijke £ 43 miljoen, de rest is EU-subsidie EFRO). Het fondsmanagement van MEEF wordt aanbesteed aan een marktpartij.

MEEF is dus een regionaal energiefonds met een sterke *layered* constructie en een stevige EFRO-impuls (subsidie). Het fonds richt zich op lastig financierbare projecten met wat hogere risico's. De financieringsmultiplier voor Londen (GLA) zelf komt uit op minimaal meer dan 12 (£ 21,5 miljoen geïnvesteerd resulteert in £ 260 miljoen financieringsvolume). In vergelijking met bijvoorbeeld de provincie Noord-Brabant: de financieringsmultiplier van het Energiefonds Brabant haalt in theorie maximaal 7,5 (als alles meezit) en de financiering van dit fonds richt zich alleen op projecten die gebruik maken van bewezen technologie en met een rendabele business case. En de praktijk leert dat *'bankable'* business cases in energietransitie lastig te vinden zijn. Als ze er al zijn worden ze snel ingenomen door de markt, er is privaat groenkapitaal ruim beschikbaar in Nederland. *Layered* fondsen zijn niet eenvoudiger om op te zetten, maar wel veel effectiever en veel meer gericht op daadwerkelijk marktfalen.



Sadiq Khan, burgemeester Londen

¹⁰¹ Zie <http://www.kredex.ee/en/kredex/news/eif-and-kredex-launch-eur-60m-estfund/>

¹⁰² Zie <https://www.fi-compass.eu/news/2016/06/first-esi-fund-financial-instruments-combined-efsi>



Een belangrijk aspect van MEEF is het hoge financiële comfort van de EIB in het voorgenomen fonds. Het EFRO-geld zorgt immers voor een zekere buffer. Dat rechtvaardigt ook de relatief veel hogere EFSI-bijdrage van EIB aan dit fonds (£ 100 miljoen) in vergelijking met de eigen inzet van GLA Londen (£ 21,5 miljoen, aangevuld met een EFRO-bijdrage van £ 21,5 miljoen). Uit perspectief van de regionale overheid betekent dat een significante financiële **buitenboordmotor** aan het voorgenomen regionale fonds.¹⁰³



Er zit ook een belangrijk staatssteun-aspect aan deze benadering. Met een *layered* fonds kan een fondsmanagers immers meer risico afdekken dan een reguliere marktpartij. In de ogen van de staatssteunspecialisten van de Europese Commissie is er dan al snel sprake van staatssteun. Met name bij Venture Capital is dit een issue en kan er in ieder geval niet meer volgehouden worden dat het fonds volstrekt marktconform opereert. Bij risicofinancieringsinstrumenten zoals fondsen dreigt er dan dus snel een vorm van staatssteun. Met een *layered* constructie kan een overheid bovendien niet gebruik maken van de Algemene Groepsvrijstellingsverordening (AGVV), waarin een marktconforme marsroute is opgenomen. En dus moet een regionale overheid dan een notificatie-procedure doorlopen, dus goedkeuring vragen aan de Europese Commissie. Daarbij zijn er wel afspraken gemaakt dat deze procedure niet meer dan 6 weken mag duren en dat als de EIB de *layered* constructie accordeert, DG Competition (het staatssteunloket van de Commissie) ook vlot groen licht geeft. Een grote staatssteun hobbelpunt hoeft een *layered* opzet dus niet op te leveren.

De opzet van een *layered* constructie houdt betrokken partijen een spiegel voor. Wat wil de overheid nu echt en wat is het effect van de verschillende mogelijkheden? Met een volstrekt marktconforme benadering is het soms maar de vraag welke additionaliteit (toegevoegde waarde) een instrument kan krijgen (en claimen). Juist uit oogpunt van additionaliteit en impact maken op de markt, is soms het gewenst dat een instrument meer kan betekenen en meer kan bieden dan financiële marktpartijen. Maar het is ook niet de bedoeling marktpartijen de markt uit te drukken! Uit oogpunt van het voorkomen van verdringing is het gewenst juist samen met marktpartijen op te trekken (zoals via een co-investment fund), in plaats van de concurrentie te zoeken.

Is het nu gewenst een *layered* constructie toe te passen voor scale-ups? Het nadrukkelijke advies van veel betrokken partijen (EIF, EIB, BOM, banken en de VC fondsen) is om vooralsnog voor een marktconforme benadering te kiezen. Dus niet bij voorbaat met meer risico te sturen (gedekt door subsidiemiddelen) dan de markt bereid is te nemen. Dit advies lijkt deels voort te komen uit een zekere koudwaterrees en onbekendheid met de *layered* constructies: een keuze van 'het zekere voor het onzekere'. Bovendien heeft Brabant zelf ook een vrij nadrukkelijk uitgangspunt gekozen haar eigen middelen en van EFSI marktconform in te willen zetten, en zijn geen grote subsidiestromen beschikbaar om *layered* constructies te financieren. Wel komt deze opzet/aanpak mogelijk terug in de discussie over interne bekostiging binnen de provincie, in het bijzonder de inzet van provinciale middelen en de (risico-)buffer die daarvoor moet worden aangehouden.

Aangezien het draagvlak voor een *layered* opzet ontbreekt voor een mogelijk scale-up instrument, laten we verdere verdieping op dit onderwerp voor nu voor wat het is.¹⁰⁴ We kijken in de volgende paragraaf naar de beoogde hefboom van een *marktconforme* financieel instrument.

¹⁰³ Saillant detail is dat GLA stevige haast maakt met dit instrument met het oog op de uittreding van Groot-Brittannië uit de EU.

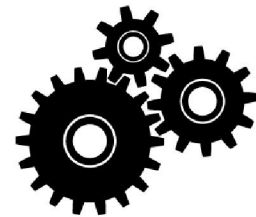
¹⁰⁴ Dat neemt niet weg dat met name in beleidsvelden waar subsidie en revolverend elkaar stevig kruisen, zoals bij energietransitie, waar subsidie zoals de SDE (€ 8 miljard per jaar in Nederland) gecombineerd wordt met revolverende instrumenten (zoals het Energiefonds Brabant), belangrijke kansen liggen met een slimme aanpak veel meer middelen (fondsvolume) en projecten los te trekken.



8.2 De beoogde hefboom van het nieuwe instrument

Bij de opzet van een nieuw financieel instrument speelt nog een ander strategisch argument voor de provincie Noord-Brabant: het effectueren van een goede en vruchtbare samenwerking met de rijksoverheid. Het rijk gaat namelijk in 2017 een co-investment fund starten voor scale-up bedrijven, waar Brabant goed op kan aansluiten. Het rijk gaat naar verwachting € 50 miljoen in het nationale co-investment fonds steken en ook EIF levert € 50 miljoen aan. Daarmee wordt een fondsvermogen (fund of fund) gecreëerd van € 100 miljoen. EIF is ook bereid om eventuele regionale cofinanciering te matchen als daar vooraf duidelijke afspraken over gemaakt worden. En ook aan de leningen kant van het beoogde instrument is er ruimte ontwikkeling op rijksniveau met de oprichting van Invest-NL. Het kabinet heeft aangekondigd € 2,5 miljard voor Invest-NL beschikbaar te stellen, juist ook om investeringen in het bedrijfsleven en uitrol van innovatie mogelijk te maken.

Binnen het nieuwe financiële instrument kan er voor gezorgd worden dat de investeringen die gefinancierd worden met de Brabantse (eigen) financiële inzet vooral in Brabant besteed zullen worden. Het is immers niet de bedoeling dat de Brabantse inzet als substitutie voor de inzet van het rijk functioneert. De combinatie van de Brabantse middelen met de investeringsmiddelen van het rijk en van Europa levert een significant vliegwieleffect op: een **verviervoudiging** voor de eigen (provinciale) inzet uit de provincie Noord-Brabant. Hoe werkt zo'n verviervoudiging? Eerst wordt het door Brabant geïnvesteerde bedrag met het rijk gematcht (verdubbeld) en daarna met EIF nog eens verdubbeld. Het is immers niet de bedoeling dat de Brabantse inzet als substitutie voor de inzet van het rijk functioneert. Een verviervoudiging van het budget van Brabant is de logische consequentie van de afspraken die tot nu toe gemaakt zijn en inpasbaar binnen de reeds gemaakte afspraken tussen het rijk en de EU.



Dit vliegwieleffect is zo significant, dat de voorkeur voor een financieel instrument dus vrij snel uit zal gaan naar dit model: een Brabants instrument opgezet in nauwe samenwerking met Invest-NL en Europa. Waarbij de focus voor *equity* (aandelen) ligt op het co-investment fund dat al in nauwe samenwerking met NIA en EIF is ontwikkeld. In de Europese context is EIB het aanspreekpunt voor (achtergestelde) leningen. Daar raken we overigens op een punt dat nadere aandacht verdient: de complexiteit en variatie in de markt van financiële producten, dienstverleners en organisaties. Want het Europese Investeringsfonds (EIF) financiert met haar financiële partners in het veld niet uitsluitend aandelenkapitaal, maar financiert daaraan gekoppeld ook leningen. En de Europese Investeringsbank (EIB) financiert bijvoorbeeld nationale investeringsbanken met leningen, die in de markt soms weer worden uitgezet in de vorm van equity. Zo ontstaat er een ingewikkelde en soms ondoorzichtige mix van partijen en instrumenten. Het kiezen voor samenwerking impliceert dus ook een keuze voor een waaier aan financieringsproducten die maatwerk mogelijk maken in elk deal.

Samengevat is het uit oogpunt van een hefboom raadzaam om samen met het rijk te kijken naar een nieuw financieel instrument, zodat er over en weer een significant vliegwieleffect kan ontstaan. Dit instrument zou zich zowel op equity (aandelen) als leningen moeten richten. Los van de hefboom (verviervoudiging) aan de kant van overheidsmiddelen, levert een financieel instrument nog diverse hefboomen op. Bij co-investment trekken de overheidsmiddelen gelijk op met financiële marktpartijen (VC fondsen). Daarmee wordt voor dat onderdeel dus ook al weer een verdubbeling toegepast. En op het niveau van de scale-up ondernemer zelf is er ook nog eens sprake van de inzet van eigen vermogen en bijvoorbeeld een deel vreemd vermogen van andere partijen.



8.3 De beoogde omvang van het nieuwe instrument

Gemiddeld is de looptijd van tickets circa 5 jaar, hoewel dat kan verschillen per overeenkomst. Soms is een langere looptijd in het voordeel van diverse partijen, soms wordt een lening vervroegd afgelost. Als bij voorbaat de inschatting is dat het fondsvolume bijvoorbeeld binnen 3 jaar al volledig besteed is, ontstaat er onvoldoende risicospreiding. Doorgaans is het fondsvolume dus gebaseerd op 5 jaar.

In hoofdstuk 4 hebben we op basis van een vraaganalyse bij het bedrijfsleven zelf (digitale enquête), een werkatelier met alle intermediaire organisaties en een enquête bij de fondsmanagers uitvoerig de vraag naar groeikapitaal in beeld gebracht. Het volume van de vraag werd op basis van dit onderzoek ingeschat tussen € 740 miljoen en € 1 miljard. Dit zijn vanzelfsprekend hele grote bedragen (zeker in het licht van andere financiële instrumenten in Brabant). Aan de andere kant kunnen we ook het volume van het BBP van Brabant in perspectief gebruiken, dat is circa € 100 miljard per jaar. Over een periode van 5 jaar bedraagt het BBP dus ruwweg € 500 miljard. Een mogelijk half miljard euro aan groeikapitaal voor scale-ups in 5 jaar bedraagt in dat licht “slechts” 0,1% van de economie.

Het is niet verstandig om bij voorbaat vrij hoge bedragen te reserveren als volume voor het nieuwe instrument. Ten eerste omdat in die vraag ook plannen zullen zitten die ook bij een risicodragend fonds nog onvoldoende sterk zijn. Wellicht schat een deel van de bedrijven hun groeiplannen te zonnig in. De vraaganalyse is een momentopname van de huidige markt, de economie laat zich matig voorspellen vijf jaar vooruit. Bovendien bevat de vraaganalyse ook een zekere foutenmarge. Aan de andere kant moeten we ons bedenken dat we de enquête hebben verricht op basis van een populatie van 351 (aanwijsbare) bedrijven, terwijl er in werkelijkheid (waarschijnlijk) veel meer snelle groeiers in Brabant actief zijn. Immers, niet alle snelle groeiers staan goed op de radar, ze leveren niet allemaal hun jaarcijfers op tijd in bij de KvK of zijn niet allemaal betrokken in subsidie-trajecten. En ook houdt deze gekwantificeerde vraag geen rekening met het aantrekken van bedrijven van buiten Brabant (die nu nog niet op de radar staan of onderdeel uitmaken van de populatie). Dit betreffen allemaal belangrijke parameters die van invloed zijn op de beoogde financiële omvang van het instrument, maar die zich niet laten kwantificeren.

De vraaganalyse heeft ook het potentieel aantal tickets over een looptijd van 5 jaar in beeld gebracht. Dit kunnen er mogelijk circa 50 zijn in een periode van 5 jaar. Het aantal werkelijke deals (tickets) dat in Brabant gesloten kan worden via een nieuw financieel instrument ligt waarschijnlijk lager, in orde grootte van gemiddeld 6 per jaar (groot en klein). Ook hier geldt: niet te hoog in schieten en waarschijnlijk zullen ook groeitickets volledig door de (private) markt gefinancierd worden. Veel publieke innovatiefondsen zitten in een orderflow van circa 4 tot 10, dus een gemiddeld aantal tickets van 6 is zeker niet ongewoon. In 5 jaar tijd betekent dat circa 30 tickets. Als zich circa 25 tickets in de orde grootte tussen € 2,5 miljoen en € 30 miljoen bevinden (gemiddeld € 12,5 miljoen), leidt dat tot een vraag naar € 312,5 miljoen. Dan is er ook gemiddeld 1x per jaar ruimte nodig voor echt grote tickets (tussen € 20 miljoen en € 50 miljoen, gemiddeld € 35 miljoen), dat is samen € 175 miljoen. Deze rekensom leidt tot een beoogd **ticketvolume van € 487,5 miljoen**.

Het is mogelijk om te starten met een instrument met een lager aanvangsvermogen, waarbij het fondsvermogen op een later moment (bij succesvol gebruik) opgeschaald wordt. Echter, het is belangrijk aan te tekenen dat een vuistregel in het fondsmanagement is om nooit meer dan 10% in een individuele transactie (ticket) te steken. Zo worden risico's gespreid en ontstaat er echt een mand en dealflow aan investeringen, waarin investeringen ook goed tegen elkaar kunnen worden afgewogen.



8.4 De beoogde opzet van het nieuwe instrument

In de kapitaalmarkt voor scale-ups zien we grofweg twee sporen: equity (financieren via aandelen, meestal via Venture Capital fondsen) en leningen (doorgaans via banken of bijvoorbeeld mezzanine-fondsen). We zien deze “indeling” ook binnen de Europese instituties met aan de ene kant het Europese Investeringsfonds (EIF, gericht op equity) en aan de andere kant de Europese Investeringsbank ((EIB, gericht op leningen). Deze twee sporen lopen in de praktijk echter weer vaak door elkaar heen. Zo verstrekken private VC fondsen en EIF soms leningen en verstrekken banken (en EIB) converteerbare leningen die later kunnen converteren in aandelen. De grenzen zijn dus wat diffuus. Dat is soms verwarrend, maar ook een gegeven uit de praktijk.

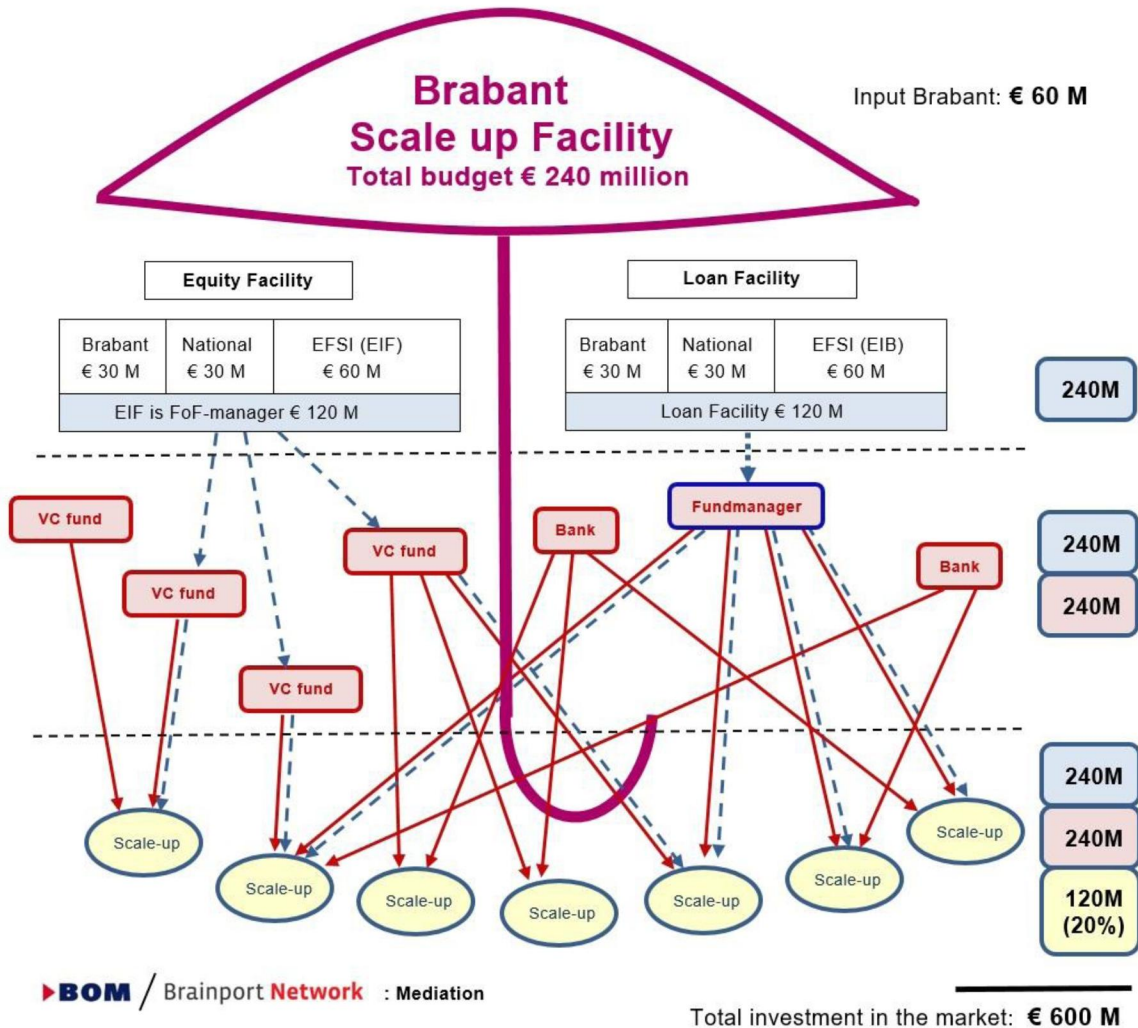
In de vorige hoofdstukken hebben we het belang van samenwerken (financiële multiplier) en co-investment benadrukt en de noodzaak tot flexibiliteit en maatwerk. We kijken naar meervoudige financiële instrumenten die in samenhang inzetbaar zijn. Deze worden tegenwoordig getypeerd als faciliteit. Een faciliteit is dus een meervoudig instrument, met een waaier aan toepassingsmogelijkheden die openstaat voor samenwerking en cofinanciering met een groot aantal financiële partijen. Een bepaald budget aan publieke middelen wordt beschikbaar gesteld aan een (nieuw) financieel instrument. Maar we noemen dit echter geen fonds, om de suggestie te vermijden dat het management van het instrument in één hand ligt. In een faciliteit bouw je met verschillende partijen verschillende instrumenten en interventies, juist om met elkaar een krachtige en effectieve aanpak te bewerkstelligen.

De aanbevolen opzet van het nieuwe financiële instrument voor scale-ups is zo'n integrale faciliteit. Een soort paraplu met daaronder diverse flexibele instrumenten en partners. Met aan de linkerkant van de paraplu een co-investment fund voor equity (gericht op VC fondsen) en aan de rechterkant een fonds voor leningen. We hebben een ruw rekenvoorbeeld opgesteld op basis van het beoogde doelvermogen van de faciliteit (€ 487,5 miljoen, afgerond naar € 480 miljoen). Dit is geen bedrag dat uitsluitend door de overheden moet worden opgebracht, uitgangspunt is juist dat met deze publieke middelen private financiële partijen meefinancieren (per investering). Aanhakend in het spoor van het (nationale) co-investment initiatief kan de provincie Noord-Brabant € 30 miljoen eigen middelen beschikbaar stellen voor een equity instrument, dat wordt aangevuld met € 30 miljoen van het rijk en € 60 miljoen van EFSI. Daarmee ontstaat er dus een eerste doelvermogen gericht op Brabant van € 120 miljoen. Het fondsmanagement voor de aandelen (equity) kant kan door EIF worden verricht, aangezien EIF veel contacten in de sector heeft en goed bekend is met het model van co-investment. In gesprekken met EIF is aangedragen dat dit tot de mogelijkheden behoort. Basis is een 50/50 matching, dus een samengevoegd vermogen van € 120 miljoen voor equity.

Ook voor (achtergestelde) leningen kan Brabant kan € 30 miljoen beschikbaar stellen voor een (revolverend) fonds in nauwe samenwerking (en cofinanciering) met het rijk en de EIB. Daarmee wordt (ook) een volume van € 120 miljoen opgezet. Dit onderdeel loopt niet via co-investment (samen op met financiële marktpartijen), maar verleent rechtstreekse financiering aan bedrijven. Banken hebben immers (in tegenstelling tot VC fondsen) geen tekort aan kapitaal. Wel zoeken banken naar business cases met een goede verhouding tussen eigen vermogen van de ondernemer, vermogen ingebracht door het VC fonds en achtergesteld kapitaal. Op een dergelijk pakket voorziet de bank bijvoorbeeld in senior debt. Doel is dat het fonds voor achtergestelde leningen dit soort financieringscapaciteit van banken losmaakt. Daarmee ontstaat er een MKB-plus Faciliteit voor Brabant van € 240 miljoen publiek geld, waaraan de provincie zelf € 60 miljoen bijdraagt. De financiële marktpartijen dragen op projectniveau ook minimaal € 240 miljoen aan. Daarmee ontstaat er een ticket volume



van € 480 miljoen. En dit staat weer goed in verhouding met het beoogde ticketvolume van € 487,5 miljoen. Schematisch kan de financiële faciliteit als volgt worden weergegeven:



De scale-up bedrijven financieren vervolgens hun investering ook voor een deel met eigen middelen (dus los van de VC inbreng of lening van hun bank). In het rekenmodel is dat ingecalculeerd op 20%. Daarmee bedraagt het totale investeringsvolume in de markt circa € 600 miljoen. Op de (eigen) inzet van de Brabant van € 60 miljoen levert dit model dus in de eerste bestedingsronde van het fonds al een financiële multiplier op van meer dan 10. Deze multiplier heeft vanzelfsprekend een zeker bruto karakter. Want als Brabant geen initiatief zou nemen, zouden Brabantse bedrijven mogelijk nog steeds gebruik kunnen maken van het nationale co-investment fonds. Het beschikbare volume voor groeikapitaal in Brabant zal dan evenwel significant lager zijn.

In bovenstaand model is een belangrijke toeleidende rol weggelegd voor BOM en de partners van Brainport Network. Deze organisaties hebben een fijnmazig netwerk in de Brabantse economie, bij kennisorganisaties en op het financiële speelveld in Brabant. Deze organisaties kunnen dus bij uitstek scale-up bedrijven identificeren, ondersteunen en verbinden naar de juiste kanalen om gebruik te maken van deze voorgenomen faciliteit. In paragraaf 10.2 lichten we de rol van deze organisaties verder toe.



8.5 Assetmanagement is de sleutel voor succes

Cruciaal onderdeel in de financiële faciliteit is wie het zogeheten assetmanagement gaat verrichten: wie selecteert en bepaalt welke investeringen een lening krijgen? En onder welke condities? Ook op dit punt kan de provincie slim inspelen op en gebruik maken van ontwikkelingen in de markt, bij rijksoverheid en in Europa. Aan de equity kant (aandelen) verloopt de financiering via co-investment (zoals ook bij DVI). De private VC-fondsmanager is in de lead en EIF beoordeelt als fund-of-fund manager de co-investment voorstellen (met een opt-out). Voor de equity kant zal naar verwachting in juni een nationaal co-investmentfund worden opgericht in de samenwerking tussen het EIF en ministerie van EZ. Met EIF en het ministerie van EZ/NIA is afgesproken dat Brabant zich als geografisch loket kan gaan aansluiten op dit co-investmentfund (linkerzijde paraplu). Daartoe ligt een overeenkomst tussen het EIF, EZ en Brabant gereed, met als doel die gelijktijdig te ondertekenen op het moment dat het EIF en het ministerie van EZ de overeenkomst ondertekenen voor het nationaal co-investmentfund.



De EIB voert voor groeikapitaal een speciaal programma: *equity, new products and special transactions* (EFSI en InnovFin). Voor de leningen kant is het Franse SPI fonds het voorkeursmodel voor Brabant, dat momenteel achtergestelde en ook senior leningen verstrekt voor scale-ups (mede gefinancierd door EFSI / EIB). SPI wordt gerund door BPI-France (de NPB van Frankrijk). Het is de wens van Brabant dat het fondsmanagement van de leningsfaciliteit (rechterzijde paraplu), zodra dit mogelijk is, door Invest-NL vervuld gaat worden. Dit vergt echter nog de nodige juridische en organisatorische uitwerking. Naar verwachting zal de Invest-NL-organisatie niet voor de tweede helft 2018 in werking kunnen treden. Voor ook het voeren van het assetmanagement door Invest-NL is naar verwachting tijd nodig tot eind 2019. Dit is voor nu te laat aangezien in de beoordelingsprocedure van de aanvraag van de EIB juist het huidige functioneren en de gerealiseerde *trackrecord* op het gebied van fondsmanagement een wezenlijke rol spelen. Daarom ligt het voor de hand om voor de komende jaren een transitieperiode te organiseren in de vorm van een private fondsbeheerder. Wens is deze fondsbeheerder aan te stellen, via een gezamenlijke aanbesteding door Brabant en NIA/Invest-NL. Waarbij de fondsbeheerder uiteindelijk over gaat naar Invest-NL, zodra dit kan (eind 2019).

Een belangrijk aspect van fondsmanagement is het zogeheten *skin in the game* principe. Dit is een jargon term voor de eigen financiële inbreng van een fondsmanager in een fonds of financieel product. Een voorbeeld daarvan is de "skin in the game"-regel bij CLO's. Een deel van de financiële crisis in 2008 werd veroorzaakt door ingewikkelde constructies met gebundelde leningen en hypotheekleningen. Schulden werden in tranches doorverkocht waardoor overzicht en risico's matig inzichtelijk waren. In Solvency 2, de nieuwe boekhoudregels voor verzekeraars, krijgen securitisaties een hoge risicoweging. Wie wil beleggen in verpakte leningen, moet daarvoor veel kapitaal aanhouden. Verzekeraars worden daarmee ontmoedigd om te beleggen in zogeheten 'collateralized loan obligations' (CLO's). En daarbij geldt vanuit Solvency 2 ook een nieuwe 'skin-in-the-game'-regel. Een fondsmanager van een CLO moet minstens 5% van het risico zelf dragen. Daarmee moet worden voorkomen dat er excessieve risico's worden genomen. Voorheen verkochten fondsmanagers de CLO's aan beleggers, waardoor ze er zelf geen kapitaal voor hoefden aan te houden en vrij ongestraft onevenredig grote risico's konden nemen.



Een ander “skin in the game”-voorbeeld biedt een recente reclamecampagne van vermogensfondsbeheerder *Optimix* (zie hiernaast). Centrale vraag in die campagne is: “Vertrouwt u een expert die zelf niet meedoet?”. In de wereld van privaat vermogensbeheer is het zelfstandig meefinancieren van de fondsmanager doorgaans vanzelfsprekend, vaak zelfs een vaste eis. Het is gewoonte dat de fondsmanager zelf (persoonlijk) deelt in de resultaten: positief en negatief. En dus winst in eigen portemonnee voelt als het fonds presteert, maar ook echt verlies voelt als het fonds niet presteert. In de wereld van regionale ontwikkelingsmaatschappijen is dit echter een totaal onbekend fenomeen. Een fondsmanager, die op basis van een vaste beloning (salaris) businesscases gaat beoordelen, kan rekenen op een zeker wantrouwen uit de private markt. Ook volgens het staatssteunrecht dient een fondsmanager overigens *altijd* onder zakelijke voorwaarden te werken. Concreet



is de eis dat de fondsmanager een marktconforme vergoeding dient te krijgen. Dit vereiste wordt geacht te zijn vervuld wanneer de manager een *prestatieafhankelijke* vergoeding ontvangt en een deel van de investeringsrisico's draagt door eigen middelen mee te investeren tegen dezelfde risicovooraarden als de publieke investeerder, zodat hun belangen steeds gelijklopen met die van de publieke investeerder.

8.6 Aantrekkingskracht op andere private en publieke fondsen

Een groot voordeel van een co-investment constructie is de vanzelfsprekende verbinding met marktpartijen op fondsniveau. Voor fondsen is het aantrekkelijk om op fondsniveau samen te werken met EIF en vanuit een constructieve samenwerking de polsstok van de fondsen te verdubbelen. In beginsel gaat dat *pari passu* (dus onder dezelfde voorwaarden). Maar met een langere polsstok kunnen veel grotere tickets gerealiseerd worden (dubbel zo groot). Een algemene vuistregel is dat grotere investeringen meer *firepower* kennen en een hogere kans op resultaat. Een relatief kleiner aandeel in een relatief grotere investering geeft doorgaans relatief minder risico voor een fondsmanager. Het is dus aannemelijk dat een co-investment fonds een grote aantrekkingskracht heeft. Dat zien we in de praktijk ook met bijvoorbeeld het succesvolle Nederlandse DVI fonds (waar Brabant al via de BOM in deelneemt) en het Duitse ERP programma (een co-investment fund waar € 1,7 miljard in zit). Een ander groot voordeel van een co-investment fund en het slim opschalen van gecombineerde middelen, is dat er massa ontstaat. Massa die vaak nodig is voor pensioenfondsen om in te stappen, onder bepaalde fondsvolumes zijn pensioenfondsen en andere grote financiële partijen eenvoudigweg niet geïnteresseerd om deel te nemen op fondsniveau.





9 Toepassen van geleerde lessen

In dit hoofdstuk kijken we naar het vierde bouwblok van de EU-methodologie, de lessen die geleerd kunnen worden uit andere lidstaten. Schematisch weergegeven:



Figuur 9.1: Bouwblokken EU methodologie

We hebben in hoofdstuk 5 al uitgebreid informatie op een rij gezet over de publieke steunregelingen voor het MKB in Nederland. In dit hoofdstuk kijken we vooral naar het buitenland: welke *lessons learned* kunnen we uit andere lidstaten leren? Ter illustratie kijken we naar relevante financiële constructies uit Frankrijk, Duitsland en Engeland.

9.1 Voorbeeld uit Duitsland: German Growth Co-Investment Facility

Het *European Recovery Programme* (ERP) is een dakfonds (fund of fund) dat nog stamt uit de tijd van de Marshall hulp vlak na de Tweede Wereldoorlog. Er werd toen een stevig kapitaal gereserveerd voor de wederopbouw van toenmalig West-Duitsland. Een deel van de middelen werd revolverend ingezet en is in alle decennia daarna overeind gebleven. In het ERP fonds zat begin 2016 een vermogen van € 1,7 miljard, dat voor een groot deel ingezet wordt voor cofinanciering van Venture Capital fondsen die actief zijn in Duitsland.¹⁰⁵ In de loop van 2016 hebben de Duitse autoriteiten en het EIF het ERP-fondsvermogen met € 1,5 miljard opgehoogd naar € 3,2 miljard.

Analyse van eind 2015 in Duitsland liet zien dat zelfs de grootste Europese fondsen geen tickets tot € 50 miljoen voor een specifiek bedrijf konden schrijven. Verder liet de analyse zien dat grote Europese VC successen (uit de First Valley of Death) weliswaar door Europese VC's worden gefinancierd, maar dat investeerders uit Amerika vervolgens de meeste groeikapitaal deals financieren. Er "flippen" veel bedrijven in de Second Valley of Death de oceaan over, voorbeelden zijn de bedrijven "vente-privée.com" en "Ogone". Op die manier profiteren de Amerikaanse bedrijven dus van alle voorinvesteringen en wordt Europa een soort kraamkamer van het internationale bedrijfsleven. De cofinanciering is gericht op Duitse technologie-gedreven bedrijven voor de financiering van hun groeikapitaal. ERP dekt alle Duitse topsectoren. Het EIF voert het fondsmanagement voor het dakfonds in opdracht van het Duitse Ministerie van Economische Zaken (BMWi). Een belangrijke voorwaarde is dat er *pari passu* geïnvesteerd wordt met marktpartijen, waarbij de marktpartijen minimaal 50% privaat financieren. Fondsen die dus al rijkelijk gevuld zijn met staatsmiddelen komen dus minder in aanmerking voor ERP financiering.

¹⁰⁵ Zie voor meer informatie: http://www.eif.org/what_we_do/resources/erp/index.htm



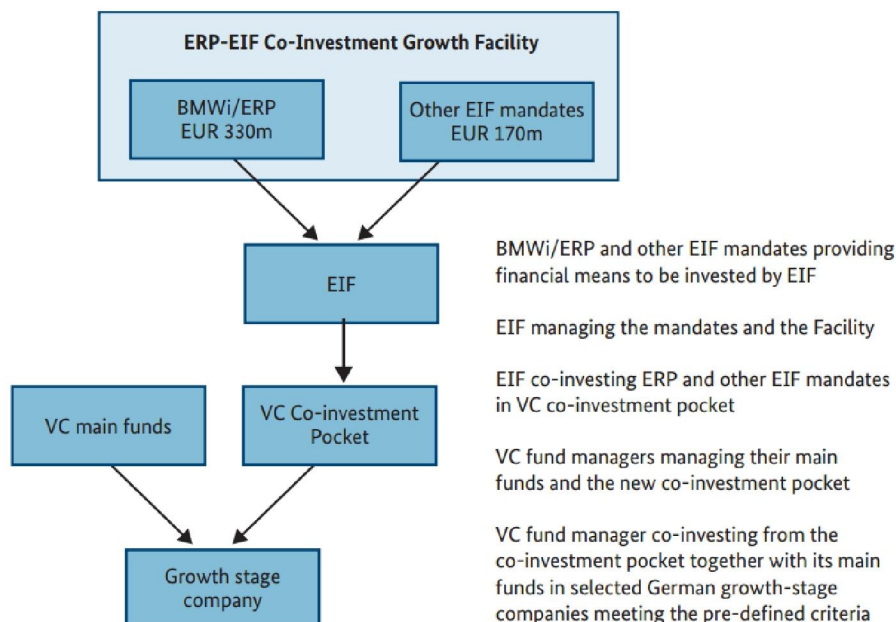
Fondsen moeten aan de volgende eisen voldoen:

- Have an established EIF relationship
- Can demonstrate an excellent track record
- Have investment opportunities in their existing portfolio with the potential to meet the investment criteria
- Are active in Germany

Bedrijven waarin geïnvesteerd wordt moeten aan de volgende eisen voldoen:

- Run-rate revenues of more than EUR 5m and expected continued rapid growth; for companies active in drug development financing of clinical phase II trials (without the need to show revenues)
- An investment round of more than EUR 10m led or co-led by a third party investor to provide arm's length valuation
- An up-round of more than 10% compared to the last post-money valuation
- Expected return of 2x or better
- Realistic exit window within the next 12-36 months
- German SMEs or MidCaps

De basis voor het instellen van het Duitse co-investment instrument was een survey in 2015 onder 22 Venture Capital fondsmanagers. Uit dit onderzoek kwam dat 66% van de VC managers een duidelijke behoefte zag uit de markt voor een co-investment product. Circa 71% van de fondsmanagers gaf aan deals in hun pijplijn te hebben die ze graag wensen te co-financieren uit een co-investment fund. De jaarlijkse adsorptiecapaciteit voor een co-investment product in Duitsland werd op basis van de survey ingeschat op € 250 tot 300 miljoen met circa 18 deals per jaar. Over een vijfjarige looptijd werd daarmee het benodigd fondsvermogen ingeschat op € 566 miljoen. Vervolgens is op 15 maart 2016 de German Growth Co-Investment Facility gestart met een basisvermogen van € 500 miljoen. Dit werd voor 2/3 gefinancierd door het Duitse EZ ministerie BMWi (via het ERP programma) en voor 1/3 met EIF-managed resources.¹⁰⁶ Deze opzet werd gefinancierd met EIF middelen, niet met EFSI middelen.



Figuur 9.2: De opzet van de German Growth Co-Investment Facility

¹⁰⁶ Zie voor meer informatie: http://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2016/bmw_i_presentation_en.pdf



Een paar maanden na de succesvolle lancering van de German Growth Co-Investment Facility (in maart 2106) besloten de Duitse autoriteiten en EIF dat dit instrument zeer succesvol is. Besloten werd nog eens € 1 miljard bij te financieren uit EFSI (bovenop de impuls van € 500 miljoen uit maart 2016). Daarmee is het fondsvermogen van het ERP programma gestegen naar € 3,2 miljard.¹⁰⁷

Een ander Duits voorbeeld is de Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Deze nationale ontwikkelingsbank faciliteert leningen voor groeikapitaal aan MKB ondernemers die meer dan 3 jaar actief zijn. Leningen kunnen tot 10 jaar belopen met een maximale som van € 7,5 miljoen op investeringen die maximaal € 15 miljoen mogen bedragen. Het kan gaan om 100% financiering, het is mogelijk een aflossingsvrije start te maken. Deze leningen lopen via de Duitse systeembanken (dus niet rechtstreeks aan de ondernemer).



9.2 Voorbeeld uit Frankrijk: Bpifrance en het fonds SPI

Bpifrance is een Franse ontwikkelingsbank die voor 90% in overheidshanden is. Deze bank is relatief nieuw (gestart in 2013), het was ook onder meer een fusie van kleinere instituten in Frankrijk zoals OSEO, FSI en CDC. In 2015 is Bpifrance het SPI Investment Fund gestart (Sociétés de Projets Industriels), speciaal voor de industrialisatie van nieuwe technologieën en nieuwe sectoren (scale-ups). Het Fonds SPI is gericht op het stimuleren van productieve investeringen in Frankrijk.



Het doel van het SPI fonds is om de ontwikkeling van industriële clusters te stimuleren, met name rond milieubescherming en energietransitie. Het zal naast private industriële meerderheidspartners interveniëren via minderheidsbelangen in het eigen vermogen van nieuw opgerichte projectondernemingen om hun overgang naar de industrialiseringsfase van nieuwe technologieën en nieuwe sectoren te financieren. Het fonds heeft een hoge toegevoegde waarde en combineert met name hoge kapitaalintensiteit, een langer investeringsrendement dan gebruikelijk en een bijzondere risicocombinatie. Dankzij de steun uit het EFSI is dit de eerste investering van de EIB in een platform dat industriële ondernemingen in Europa ondersteunt. Door systematisch samen te werken met industriële partners zal het fonds private investeringen in veelbelovende sectoren genereren, waardoor werkgelegenheid met een hoge toegevoegde waarde ontstaat en wordt bijgedragen aan duurzame ontwikkeling. De projecten waarin het fonds zal investeren, zullen tijdens de projectduur naar verwachting meer dan 4 000 voltijdsbanen creëren.

Het fonds is speciaal gericht op:

- A high capital intensity
- High risk levels (technology scale-up, industrial risk, and commercial risk)
- A J-shaped curve for the profit and loss account, with longer return to investment time than “settled” companies
- Companies seeking support – including on the equity level – from other companies

Het SPI fonds financiert doorgaans een minderheidsaandeel in een bedrijfsproject (in de vorm van leningen (achtergesteld of converteerbaar) of ook aandelen), samen met één of meerdere partners. Doel is dat het bedrijfsproject zich ontwikkelt tot een volledig zelfstandige bedrijf met eigen personeel. Het SPI fonds stapt alleen in bedrijven die al in business zijn (dus geen startups).

¹⁰⁷ http://www.eif.org/what_we_do/equity/news/2016/eif_bmw_i_one_bn_increase_start_up_funding.htm

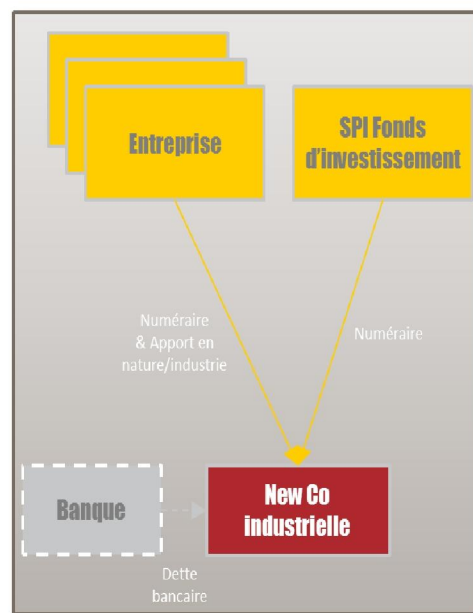


Conditioes van het SPI fonds zijn:

- The project presents a return in proportion to risk
- It creates value, no cash out
- The investment is prudent and pari passu with partners.
- SPI has a minority stake
- The SPI ticket is between € 10 M and € 140 M
- The investment is essentially in equity capital
- Partners can make contributions in kind but only accompanied by cash injection
- A shareholders' agreement is concluded to organise governance
- Bpifrance is a member of the board
- Liquidity is planned on a long-term horizon, compatible with the equilibrium of the project. It is organised upstream
- The Fund integrates ESG criteria in its decisions

Het fondsmanagement heeft Bpifrance dicht aan huis georganiseerd en wordt uitgevoerd door CGI (Commissariat Général à l'Investissement), een nationale overheidsorganisatie. Het fondsvermogen bedroeg bij aanvang € 425 miljoen en is inmiddels in 2016 gestegen tot € 700 miljoen. Onderdeel van dat fondsbudget is een EFSI lijn van € 100 miljoen, waarbij de EIB co-investeert, zodra Bpifrance een goede casus aandraagt. Bpifrance blijft daarin verantwoordelijk voor de dealflow, due diligence, de structurering van de investering, de monitoring en de exit. De EIB behoudt zich een vetorecht voor per investering.

Het fondsmanagement zelf werkt met een adviesboard en een investeringscomité, dat georganiseerd is volgens de richtsnoeren van de Franse AFM. Looptijden van de investeringen zijn maximaal 5 jaar, dat kan twee keer uitgebreid worden met 1 jaar. De looptijd van het totale fonds is 12 jaar. Het fonds heeft nadrukkelijk geen sectorale insteek, het kan in alle sectoren van de economie investeren, het moet wel gaan om innovatie en/of nieuwe markten ("de toekomst").



Voorbeelden van mogelijke SPI investeringen zijn:

- The creation, after a successful prototype, of the first industrial and commercial-scale factory
- The setting up of a new co-industrial undertaking with a company having developed, alongside its core business, a new technology that can be industrialised
- A capital intensive startup/ industrial operator partnership
- The creation of new production capacities in France by foreign industrialists

Praktijkvoorbeelden van Bpifrance zijn:



SUNCNIM

To create an industrial activity for the production of thermo-solar energy equipment

Partner : CNIM

SPI investment: 25 M€ - 45 % of equity

People : 500 jobs

Activity:

- Turnkey construction of thermodynamic solar power plants for export
- Fresnel Technology
- Target production: 2 Gw of renewable energy



ECOCIS

Industrial renewal in Isère based on paper pulp production from recycled paper

Partner : Springwater Capital

SPI investment : 15 M€ - 45 % of capital

People : 70 jobs

Activity:

- Recycling of 200,000 tons per annum of waste paper of which 15 per cent is extremely damaged paper and special paper not previously valuated
- Production of 140,000 tons per annum of pulp of recycled origin



9.3 Voorbeeld uit Groot-Brittannië: MEEF

Een ander interessant fonds dat nog in ontwikkeling is betreft het Mayor of London's Energy Efficiency Fund (MEEF) van de Greater London Authority (GLA). We hebben dit fonds in paragraaf 8.1 al uitvoerig omschreven. De *layered* constructie uit dit fonds is op zich inspirerend, maar deze wordt voor de beoogde MKB-plus faciliteit niet overgenomen. Wel interessant en relevant in deze casus is de aanbesteding van het fondsmanagement. Dit proces heeft GLA in circa 7 maanden afgerond via een zogeheten *Competitive Dialogue Tender Process*, de concurrentiegerichte dialoog (zie art. 29 van EU richtlijn 2014/24). Bij deze procedure mogen alle ondernemers een verzoek indienen om deel te nemen (selectie fase). De aanbestedende dienst voert vervolgens een dialoog met een beperkt tot de procedure toegelaten aantal gegadigden (meestal 3, de dialoog fase). Op grond hiervan worden deze gegadigden uitgenodigd om zich daadwerkelijk in te schrijven (toekenning fase).



De concurrentiegerichte dialoog biedt de ruimte voor geschikte partijen om verschillende oplossingen aan te dragen om in de behoefte van de aanbestedende dienst te kunnen voorzien. Vervolgens kan de aanbestedende dienst in de dialoog samen met deze deelnemers de voorgestelde oplossingen nader uitwerken en uiteindelijk bepalen welke oplossing(en) het best in zijn behoefte kan voorzien. Het begin van deze procedure lijkt op de niet-openbare procedure. De aanbestedende dienst selecteert op basis van zelf opgestelde geschiktheidseisen 3 tot 5 deelnemers aan de dialoog. De aanbestedende dienst vraagt vervolgens de geselecteerde gegadigden om oplossingen aan te dragen in een dialoog. Zo kan de aanbestedende dienst vooraf bepalen welke middelen geschikt zijn om zo goed mogelijk aan de behoeften te voldoen. De aanbestedende dienst kan dan eerst een oplossing (of oplossingen) kiezen, om daarna de deelnemers aan de dialoog hun inschrijving in te laten dienen. Deze inschrijvingen worden getoetst of ze voldoen aan de tijdens de dialoog voorgelegde en gespecificeerde oplossing of oplossingen. Gunning kan plaatsvinden op basis van de beste prijs-kwaliteitverhouding. En met de winnende inschrijver mag de aanbestedende dienst nog onderhandelingen voeren om de in de inschrijving gedane financiële toezeggingen of andere voorwaarden te bevestigen met het oog op afronding van de voorwaarden van de overheidsopdracht.

De voordelen van de concurrentiegerichte dialoog procedure zijn dat het veel ruimte biedt aan de aanbestedende dienst en de aanbieder om een goede oplossing te vinden voor de (bijzondere/complex) behoefte van de aanbestedende dienst. De procedure is wel voor zowel voor de aanbestedende dienst als de inschrijvers relatief arbeidsintensief.¹⁰⁸

Een Europese aanbesteding van het fondsmanagement vergt een significante administratieve opgave, maar onmogelijk is het niet en het wiel hoeft daarvoor niet uitgevonden te worden. De provincie Limburg heeft bijvoorbeeld hun energiefonds extern aanbesteed en ondergebracht bij een private fondsmanager.¹⁰⁹



9.4 Geleerde lessen samengevat

We zien grote publiek-gefinancierde financiële instrumenten in naburige lidstaten ontstaan, met significante Europese cofinanciering. Dat biedt nieuwe kansen voor de groeifinanciering van scale-ups (en bijvoorbeeld ook voor energietransitie projecten). Brabant hoeft dus ook niet het wiel uit te vinden, maar kan zich na strategische oriëntatie aansluiten bij bestaande modellen die zich in de praktijk reeds bewezen hebben.

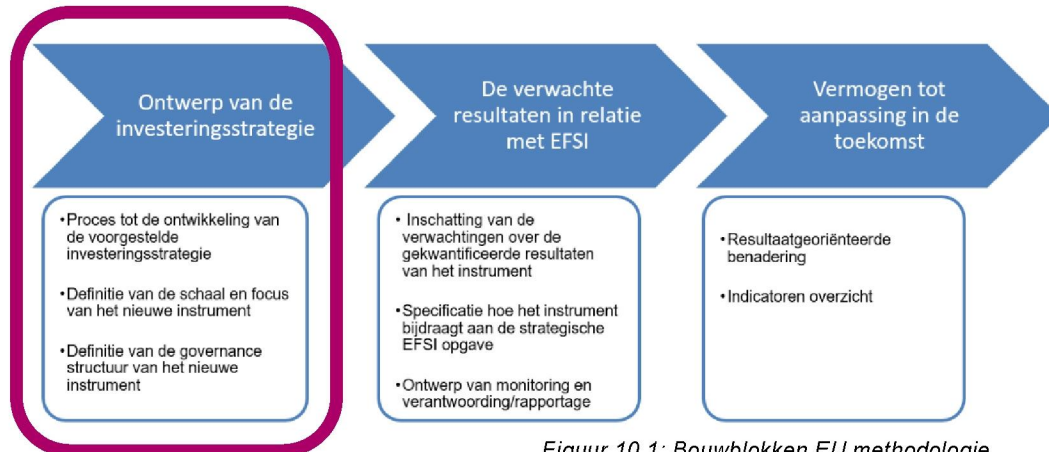
¹⁰⁸ Zie voor meer informatie over aanbesteden: www.pianoo.nl (het Expertisecentrum Aanbesteden van het Ministerie van Economische Zaken)

¹⁰⁹ Zie: www.limburgsenergiefonds.nl



10 De investeringsstrategie

Deel 2 van dit ex ante kapitaalmarktonderzoek richt zich op de opzet en werking van de (voorgenomen) faciliteit. Aan de orde komen de investeringsstrategie, de te verwachten resultaten en de voorwaarden voor een flexibel inzetbaar fonds. Deze drie stappen zijn:



Figuur 10.1: Bouwblokken EU methodologie

In dit hoofdstuk kijken we naar het proces om te komen tot een investeringsstrategie. Schaal, focus en governance structuur hebben we reeds in voorgaande hoofdstukken uitvoerig geadresseerd.

10.1 Proces voor de ontwikkeling van een investeringsstrategie

De investeringsstrategie van een Brabantse MKB-plus Faciliteit zal in nauwe samenwerking met het EIF moeten worden opgesteld. De eerste verkennende gesprekken zijn hier al voor gevoerd, Brabant, NIA en EIF hoeven daar ook het wiel niet voor uit te vinden, andere lidstaten hebben al gelijksoortige instrumenten gelanceerd. En dit kapitaalmarktonderzoek vormt een brede basis voor nadere invulling. Vanuit het EIF zijn vijf uitgangspunten geformuleerd:

1. Brabant region can participate in co-investment programme with EIF and NIA, on same terms, but investment parameters do not need to mimic those of NIA → can be designed to fit policy objectives and target market of Brabant.
2. For example: investment parameters can be designed to increase the size of co-investment tickets available to companies, exceeding the limits of EIF and NIA, for the cases where also Brabant participates.
3. EIF is incentivised to promote to its GPs the availability of co-investment capital particularly for companies in the region.
4. For overlapping co-investments the three parties share co-investments in equal size. Where there is no NIA-Brabant overlap the EIF and Brabant share the co-investment in equal size.
5. Availability to funding is not limited to regional GPs (Eligibility if base on company location of domicile or operations) → more flexibility and scope for reaching all high-growth companies in need of funding.

De eerste twee uitgangspunten spreken een duidelijk commitment uit dat samenwerking tussen Brabant, NIA en EIF loont. Het derde en vijfde uitgangspunt zijn strategisch belangrijk, namelijk dat EIF met al haar Venture Capital en Private Equity partners in Europa de schouders onder deze faciliteit zet. Dat betekent dat



bijvoorbeeld een Duits VC fonds dat een link heeft met een bedrijf uit Brabant zich ook kan kwalificeren om gebruik te maken van de Brabantse MKB-plus Faciliteit en daarmee groei in Brabant kan stimuleren. Op die wijze opent zich een brede Venture Capital en Private Equity markt voor Brabant.

Het vierde uitgangspunt verdient nog nadere uitwerking, want dit lijkt te suggereren dat Brabant, NIA en EIF in gelijke delen gaan co-financieren. Terwijl in het overleg met EIF nadrukkelijk is besproken dat de gezamenlijke bijdragen van Brabant en NIA (lees: het rijk) met EFSI gefinancierd kunnen worden. In die laatste optie ontstaat er een verviervoudiging van de inzet van Brabant, bij een inzet met gelijke bijdragen een verdrievoudiging. Het spreekt voor zich dat het slim is als Brabant inzet op een dubbel vliegwieltje: de verviervoudiging, uit EFSI optiek kan dat.

Het EIF heeft in de verkennende gesprekken de volgende voordelen van de co-investment opzet benoemd:

- Pre-defined criteria and automated process → Fast access to capital for the GP and indirectly the company.
- In addition to allowing for investment parameters / eligibility criteria to be designed to target specific market segment of interest to NIA / Brabant, any investment parameters will be design to limit the risk of adverse selection amongst the GPs portfolio companies. Co-investments must be made on commercial pari passu terms and at validated arm's length valuations.
- By providing capital on market terms a self-sustaining VC ecosystem is promoted, and the commercial competitiveness and fundraising capabilities of both the target SMEs and the intermediating GPs is supported.
- Programme leverages on EIF's expertise in selecting and managing/monitoring the GPs, and allows professional GPs to maintain their role as an influential investor, and select and develop SMEs with high-growth potential.
- Subject to market viability (on market terms and as sustainably provided by the GP), any type of growth capital can be offered to SMEs (including pure equity, mezzanine, hybrid, subordinated debt). → Does not distort market.

Ook met het EIB is uitvoerig gesproken over samenwerking. In deze gesprekken kwamen belangrijke sleutelaspecten naar voren. Voor de fondsmanager is het van belang dat deze onafhankelijk kan opereren met ruime ervaring in relevante sectoren, geografische regio en klanten. De fondsmanager heeft een markt-gedreven, passende beloningsstructuur nodig. Ook is financiële inzet vanuit de fondsmanager zelf, in het jargon "*skin in the game*", gewenst. De investeringsstrategie moet aansluiten bij EIB beleid en principes met duidelijk afgebakende taken en doelen. Er moet gestuurd worden op een exit strategie. Liefst komt er een fondsstructuur voor heel Nederland met daarin geografische luiken (cofinanciering), gelijk aan de opzet van het voorgenomen co-investment fund van EIF. Er moet een passende governance structuur, zonder politiek-bestuurlijke invloed in het individuele besluitvormingsproces over investeringen gerealiseerd worden. Uiteraard sturen de publieke organisaties wel actief en periodiek mee in het vaststellen van de keuze van de fondsmanager en de investeringsstrategie. De EIB wenst ook waar mogelijk andere investeerders op fonds niveau aan te trekken ("well informed investors"), zoals pensioenfondsen en Private Equity bedrijven. De leningen zelf moeten op market based returns gestuurd worden en de EIB kan maximaal 50% van uiteindelijke lening financieren. Het fonds moet gericht zijn op een duidelijke pijplijn van projecten, goed afgebakend en met een helder risicoprofiel. In het geval van een senior lening zullen er voldoende zekerheden moeten zijn zoals first loss garantie, equity, onderpand etc. Wat omvang betreft hanteert de EIB in het EFSI kader een soort basis EIB inbreng van maximaal € 60 miljoen. Hogere inbreng kan ook, maar dat is dan een uitzondering op de regels en daar is dan veel meer onderbouwing voor nodig (en vergt ook langere besluitvorming).



10.2 Samenwerking met BOM en Brainport Network

De beoogde Brabantse MKB-plus Faciliteit maakt onderdeel uit van een lange financieringsketen. Binnen het huidige financiële instrumentarium voor het MKB helpen de BOM en Brainport Network met de financiering van het ontwikkelen van innovatie, inclusief het op de markt zetten van producten. Het is van groot belang zowel de BOM als Brainport Network goed aan te laten haken op de voorgenomen Brabantse MKB-plus Faciliteit. Netwerken is de sleutel tot succes.



De BOM krijgt in de voorgenomen MKB-plus Faciliteit drie rollen. Ten eerste voert de BOM zelf fondsmanagement over VC fondsen en kan de BOM dus onderdeel uitmaken of nauw betrokken zijn bij het financiële ecosysteem. Daarnaast begeleiden de BOM en de partners van Brainport Network Brabantse bedrijven in hun financiering. Ten derde proberen de BOM en de partners van Brainport Network ook bedrijven uit het buitenland naar Brabant te halen. De BOM en Brainport Network kunnen en willen voor deze laatste twee taken een toeleidende rol vervullen en bedrijven wijzen op en begeleiden in de gunstige co-financieringsconstructies in Brabant.

Zowel BOM Capital als de partners van Brainport Network zijn goed ingevoerd in het Brabantse ondernemersnetwerk en samen hebben zij relaties met de gehele financieringsketen met toegang tot proof-of-concept financieringen tot aan de Capital Markets. Daarnaast heeft BOM Capital meer dan € 250 miljoen in beheer in thans meer dan 60 participaties variërend van ondernemingen in seed stage tot en met scale-ups. Hiernaast heeft BOM Capital inmiddels 12 fund-to-fund investeringen gedaan waarbij zij intensief met EIF heeft samengewerkt. Bij veel van haar investeringen investeert zij samen met andere fondsen. BOM Capital is daarbij geaccrediteerd door RVO inzake de groeifaciliteit. Na de totstandkoming van de MKB-plus Faciliteit onderscheiden BOM en Brainport Network vier rollen:

1. De faciliteit zal bekend gemaakt moeten worden bij dié partijen die in dit segment van de markt een belangrijke rol spelen. Hierbij kan gedacht worden aan de bestaande VC's en PE-huizen die in Nederland acteren. Daarnaast bij de afdelingen van banken die gespecialiseerd zijn in dit deel van de markt. Hiernaast hebben diverse CF-huizen en accountantskantoren specialisten in huis die bedrijven hierover adviseren. Zowel BOM Capital als de partners van Brainport Network kunnen dit voor hun rekening nemen.
2. Met haar track record kwalificeert BOM Capital zich mogelijk als een fonds dat gebruik kan maken van cofinanciering vanuit de voorgenomen faciliteit. BOM Capital kan hiermee mogelijk haar polsstok verlengen. BOM Capital zal dan acteren als ieder ander VC/PE-fonds waarmee de faciliteit co-investeert.
3. BOM Capital heeft de wens aangegeven in de toekomst mogelijk te acteren als fondsmanager voor regionaal gealloceerde gelden, bijvoorbeeld in de vorm van collectief fondsmanagement voor de gezamenlijke regionale ontwikkelingsmaatschappijen.
4. Tenslotte kunnen BOM Capital en de partners van Brainport Network de faciliteit onder de aandacht brengen bij Brabantse ondernemingen die op zoek zijn naar risicodragend kapitaal en een rol spelen bij de ontwikkeling van individuele bedrijven. Via de triple helix regio's in Brabant kan een goede funnel bijdragen aan de uiteindelijke geschikte bedrijven voor de voorgenomen faciliteit.



10.3 Samenhang met andere beleidsdoelen

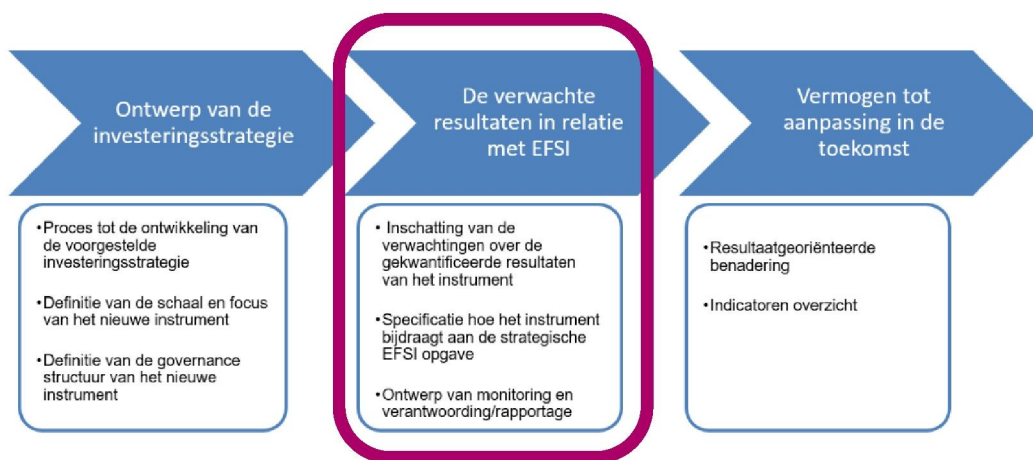
Een fondsinstrument is doorgaans gericht op financieel rendement. Besluitvorming vindt primair plaats op basis van de businesscase, op zakelijke gronden. Overheden stappen in dit soort instrumenten om een marktfalen weg te nemen en een markt, in dit geval van scale-up bedrijven, beter op gang te houden.

Naast het effectiever groeien van die scale-up bedrijven, heeft de overheid ook andere beleidsoverwegingen en streeft de overheid ook andere beleidsresultaten na. Vaak gericht op de langere termijn en economische structuur. Deze lastig stuurbare resultaten moeten echter niet leidend worden in de selectie en keuze van investeringen, want het daadwerkelijk bereiken van dergelijke doelstellingen is van zeer veel factoren afhankelijk en het daarop selecteren van investeringen kan de slagvaardigheid en het rendement van het fonds aantasten. Maar er kan natuurlijk wel goed over gerapporteerd worden. Zoals over de groei van de werkgelegenheid, de versterking van het regionaal ondernemersklimaat, de groei van investeringen in innovatie en in de economie van de toekomst, de verbinding met maatschappelijke opgaven, de bevordering van het vestigingsklimaat (acquisitie-kansen en aantal bedrijven van buiten de regio die naar Brabant komen), het verstevigen van het regionale financiële ecosysteem, het activeren van Brabantse middelen (reserve middelen, ook wel bekend als immunisatie-middelen) in Brabant en het toeleiden van EFSI middelen naar Brabant. Daarmee wordt deze samenhang met andere beleidsdoelen een belangrijke monitor voor de evaluatie van effectiviteit van het instrument als geheel en achteraf, zonder dat het een onhanteerbare last wordt voor individuele beslissingen aan de voorkant.



11 Specificatie van verwachte resultaten

Pas na het ontwerp van de investeringsstrategie kristalliseren de prestatie-indicatoren uit waarop de voorgenomen werking van de Brabantse MKB-plus Faciliteit kan worden getoetst. De EU-methodologie geeft een aantal richtingen voor mogelijke indicatoren, waaronder zowel outcome- als output indicatoren. De output indicatoren gelden primair om de werking van het instrument te kunnen beoordelen. Dit zijn bijvoorbeeld het aantal ondernemingen dat financiering ontvangt, de grootte van het bedrag, de (verhoging) van de private ondersteuning van scale-ups. De outcome indicatoren tonen het effect aan de voorgenomen faciliteit op de economische structuur. Indicatoren voor de beoordelingen zijn bijvoorbeeld het aantal innovatieve consortia in relatie tot de rest van Nederland, de (veranderingen) van business-overlevingskansen en de verhoging van werkgelegenheid of productiviteit.



Figuur 11.1: Bouwblokken EU methodologie

In voorgaande hoofdstukken hebben we al een beeld geschetst van de mogelijke parameters van het fonds, inclusief de grootte van de tickets en de cofinanciering uit de markt. We gaan al deze informatie op deze plek niet allemaal herhalen.

Wel is het aandachtspunt om het fondsmanagement niet alleen te monitoren en te belonen op financieel resultaat, maar ook op fondsniveau de maatschappelijke effecten monitoren, zoals de effecten op werkgelegenheid, verbetering vestigingsklimaat en/of bijvoorbeeld duurzaamheid.



Als bijvoorbeeld de scale-up van bedrijf A met net iets meer zekerheid te realiseren is dan van bedrijf B, maar de maatschappelijke resultaten van de investering van B zijn veel groter (bijvoorbeeld veel meer werkgelegenheid of een strategische invulling op een bedrijfsterrein), dan is het misschien voor de betrokken overheden beter dat de fondsmanager in bedrijf B investeert. Als je uitsluitend op financieel resultaat stuur, investeert de fondsmanager waarschijnlijk in bedrijf A. Een slimme mix van kpi's is dus het onderzoeken waard. En EIF biedt daar ook ruimte voor, juist om enige regionale kleur aan instrumenten te geven en overheden die hun eigen middelen inzetten de kans te geven op meer aspecten te sturen dan uitsluitend financieel rendement.



12 Aanpassingsvermogen in de toekomst

De marktomstandigheden en investeringstrends kunnen wijzigen, voor en tijdens de uitvoering van het ontwerpen van de investeringsstrategie. Als gevolg daarvan vereist de EU-methodologie dat de beoordeling bepalingen omvat voor de herziening en actualisering van de Brabantse MKB-plus Faciliteit, voor het geval de analyse de werkelijke marktomstandigheden niet meer benadert.



Figuur 12.1: Bouwblokken EU methodologie

Wij adviseren hiervoor een 'resultaat georiënteerde benadering'. Met deze benadering doelen wij op het periodiek wegen van indicatoren op basis van de actualiteit. Dat kan door in de toekomst de indicatoren jaarlijks te updaten en dat betrokken partijen (Brabant, NIA en EIF) daarvoor vooraf scenario's met elkaar in kaart te laten brengen.

Een goede methode om met elkaar het aanpassingsvermogen in kaart te brengen, is om een "metrolijn" te ontwerpen. Waarin enerzijds de beleidscyclus is opgenomen en anderzijds de werking en opzet van het fonds. Lysias Advies heeft in het kader van een URBACT project al eens meegewerkt aan zo'n "metrokaart", waarin fondsontwikkeling en beleidsontwikkeling lineair en circulair worden geprojecteerd. Dit soort modelmatig denken scherpt de geest in het stapsgewijs denken, het koppelen van de fondsoptzet en de beleidscyclus en het zorgvuldig inrichten van alle noodzakelijke ingrediënten.¹¹⁰

Voor dit moment is het nog te vroeg een dergelijk kaart te ontwerpen en te vullen met indicatoren. Het ligt voor de hand dit als sluitstuk te doen bij het opstellen van het definitieve voorstel tot een Brabantse MKB-plus Faciliteit.

CSI Europe Route Map



Figuur 12.2: CSI Route Map

¹¹⁰ URBACT is een kennisuitwisselingsprogramma voor circa 300 EU steden. Den Haag deed mee aan een project over financiële instrumenten, zie voor meer informatie: urbact.eu/csi-europe.



13 Tot slot

Het opstellen van dit ex ante kapitaalmarktonderzoek was een intensief en leerzaam proces. De markt van Venture Capital en Private Equity wordt gekenmerkt door een hoge complexiteit van - en variatie aan financiële producten, dienstverleners en organisaties. Een markt met een ingewikkelde en soms ondoorzichtige mix van partijen en instrumenten, die bovendien sterk in beweging is onder institutionele en conjuncturele invloeden. Dit rapport heeft daar een zekere ordening in aangebracht. Toch blijft het vrij ingewikkelde materie over buitengewoon vertrouwelijke bedrijfsprocessen, waar je als onderzoeker of beleidsmaker nooit helemaal goed je vinger achter krijgt. Het is in ieder geval vrij onomstreden dat er in Europa een tekort is aan risicokapitaal voor scale-up financiering en veel betrokken partijen zijn graag bereid mee te werken aan marktgerichte oplossingen. Dat is een signaal dat consistent uitgedragen wordt. Er is dus een belangrijk knelpunt in de markt. De provincie Noord-Brabant heeft een kans om daar nu een stimulerende rol in op te pakken, in nauwe samenwerking met marktpartijen en nationale en Europese partners.

Voor dit kapitaalmarktonderzoek hebben we rechtstreeks informatie opgehaald aan de vraagkant (snelgroeiende bedrijven) en aan de aanbodkant (fondsmanagers). Ook hebben we met betrokken partijen inzicht gekregen in de huidige pijlpijn van concrete businesscases. De meeste betrokken partijen vinden de voorgenomen MKB-plus Faciliteit van groot belang. Ook hebben diverse betrokkenen hun intenties (commitment) voor een nieuw instrument uitgesproken. Dat is geen onderdeel van dit rapport, maar vanzelfsprekend wel belangrijk voor het vervolgproces. Dit onderzoek omvat een uitvoerige analyse van het marktfalen in een specifiek segment van de kapitaalmarkt voor een specifieke doelgroep in Brabant, conform de EU-methodologie. Het onderzoek levert een oplossingsrichting op, die gebaseerd is op deskresearch, interviews en praktijkonderzoek. Het praktijkonderzoek omvat een inventarisatie van de concrete investeringsmogelijkheden (de vraag naar kapitaal, in beeld gebracht via enquêtes, maar ook via een inventarisatie van investeringen 'in de pijlpijn'), en daarnaast een inventarisatie van de mogelijkheden en randvoorwaarden voor samenwerking met uiteenlopende partners aan de aanbodzijde van de kapitaalmarkt, zowel publiek als privaat.



Via de voorgestelde co-investment strategie kan worden 'meegelift' met de financiële kennis, slagkracht en netwerken van partijen uit de markt en overheid. Dat is aan de ene kant wenselijk om de risico's van het instrument te beperken (en het instrument zo marktconform mogelijk aan te sturen). Omgekeerd levert deze opzet een significante financiële hefboom op.

Vanzelfsprekend heeft deze faciliteit nog veel praktische uitwerking nodig. Dit uitgebreide rapport geeft logischerwijze (nog) geen antwoord op allemaal praktische vragen en wensen. Groot voordeel is wel dat Brabant hier niet het wiel hoeft uit te vinden, maar lidstaten als Duitsland en Frankrijk al systemen en instrumenten in de lucht hebben, waarop Brabant, samen met een groot aantal betrokken partijen, vlot op kan voortbouwen. Dat vergt een ambitieus implementatietraject. Daarbij is communicatie een belangrijke sleutel voor succes. Met name om het marktfalen en gekozen instrument goed te kunnen uitleggen aan het bedrijfsleven (de doelgroep van het fonds), betrokken organisaties en overheden en aan de inwoners van de provincie. We adviseren dan ook om naast het meer institutionele ontwikkel-pad van de voorgenomen MKB-plus Faciliteit ruimschoots aandacht te schenken aan voorlichting, met concrete voorbeelden en bijvoorbeeld ook met handige moderne tools als animaties en infographics.



14 Bijlagen

14.1 Begrippenlijst

Onderstaande informatie is geselecteerd van de openbare website van de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP), www.nvp.nl.¹¹¹

Private equity is een verzamelnaam voor risicodragend vermogen voor de financiering van niet-beursgenoteerde ondernemingen, zoals familiebedrijven of bedrijven die worden overgenomen door het management. Ook starters en snelgroeiende bedrijven vallen hieronder. Private equity betekent letterlijk privaat vermogen. Het is de benaming voor investeerders die buiten de aandelenbeurs om bedrijven financieren. Wanneer het investeringen in jonge bedrijven betreft wordt het vaak Venture Capital, ofwel durfkapitaal genoemd.

De begrippen Venture Capital en private equity worden vaak door elkaar gebruikt. Wat is het verschil? Er is sprake van **Venture Capital** als het gaat om kapitaal voor startende of jonge snelgroeiende bedrijven. Vaak gaat het om bedrijven in innovatieve sectoren als ICT en life sciences. Private equity is kapitaal voor bestaande bedrijven. Venture Capital is de meest risicovolle vorm van kapitaal verschaft door participatiemaatschappijen. Het is tenslotte nog lastig te voorspellen hoe succesvol een idee of startend bedrijf zal zijn. Gezien het verhoogde risico zijn participatiemaatschappijen die gespecialiseerd zijn in Venture Capital vaak dan ook erg nauw betrokken bij hun investeringen. De investeerders hebben meestal zelf ervaring met het starten van een risicovolle onderneming of ervaring in een bepaalde sector. Daardoor kan de inbreng van Venture Capital doorslaggevend zijn voor het slagen van een onderneming. Niet alleen brengen zij veel (praktijk)kennis met zich mee, maar ook een waardevol netwerk dat cruciaal kan blijken bij een startup.

Een participatiemaatschappij is een **tijdelijke aandeelhouder** in het bedrijf. In ruil voor het beschikbaar stellen van kapitaal krijgt de participatiemaatschappij als aandeelhouder medezeggenschap over de onderneming. Zo kan zij een actieve bijdrage leveren aan waardecreatie. Participatiemaatschappijen zijn de belangrijkste verschaffers van Venture Capital. Hierbij gaat het altijd om een minimale investering van € 250.000. Regionale ontwikkelingsmaatschappijen investeren ook wel kleinere bedragen. Een participatiemaatschappij neemt doorgaans een aandeel in een onderneming waarvan zij verwacht dat deze (veel) meer waard zal kunnen worden in de toekomst. Een participatiemaatschappij kan hieraan een actieve bijdrage leveren, doordat zij **medezeggenschap** krijgt over het bedrijf. Zij zet haar kennis, ervaring en netwerk in om de onderneming samen met de ondernemer naar een volgende fase te brengen. Vaak is een participatiemaatschappij gespecialiseerd in een bepaalde fase of sector.

Situaties waarin een bedrijf een participatiemaatschappij als investeerder kan zoeken, zijn bijvoorbeeld bedrijfsopvolging, het verzelfstandigen van een dochteronderneming, groeiambitie of diversificatie zijn. Onderzoek wijst uit dat een meerderheid van de bedrijven na een investering door een participatiemaatschappij groeit in omzet, werkgelegenheid en/of winst. Ook investeert het grootste deel van de bedrijven meer in marketing en research & development. Samenwerking met een participatiemaatschappij duurt gemiddeld vijf jaar, maar soms ook langer. Een participatiemaatschappij gaat altijd een aandeelhoudersverband aan met een zogeheten exit-strategie: "we gaan er nu in en onder welke voorwaarden willen we er weer uit?".

¹¹¹ Aangevuld met informatie van wikipedia en andere internetbronnen



Er zijn verschillende situaties waarin er behoefte kan zijn aan een private equity financiering. De meest voorkomende zijn:

- De financiering van de groei van het bedrijf, bijvoorbeeld door verhuizing, internationalisatie, nieuwe productie of dienstverlening, uitbreiding personeel;
- Verzelfstandiging van een bedrijf of bedrijfsonderdeel, een buyout. Dit kan het geval zijn wanneer een onderdeel niet meer past binnen de bedrijfsstrategie. Hierbij neemt bijvoorbeeld het zittende management een deel van het bedrijf over;
- Voortzetting van een bedrijf met nieuwe aandeelhouders, een buyin;
- Overbruggingsfinanciering, bijvoorbeeld voorafgaande aan een beursgang;
- Het van de beurs halen van een bedrijf (public-to-private);
- Herstructurering (turnaround), oftewel het wijzigen van de focus of financieringsstructuur van een bedrijf.

In het dagelijks taalgebruik worden **hedge funds** en private equity nogal eens door elkaar gehaald. Toch zijn dit hele andere dingen. Het belangrijkste verschil is dat hedge funds waarde proberen te vinden en private equity waarde probeert te creëren. Hedge funds doen dit door slim te handelen op de beurs, terwijl private equity juist niet in beursgenoteerde bedrijven investeert. Hedge funds opereren vooral in de abstractie en hanteren complexe algoritmes voor hun investeringsbeslissingen, private equity is met echte producten bezig en vertrouwt vooral op goed ondernemerschap.

Private Equity fondsen zijn bedrijven die zich specialiseren in investeringen met Private Equity. Om te kunnen investeren verzamelt een private-equity-firma vermogen via bijvoorbeeld pensioenfondsen, verzekeraars, banken, vermogende families en/of van particuliere beleggers. De fondsen investeren dat vermogen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Als deze maatschappijen hun participaties na een aantal jaren weer verkocht hebben betalen zij de beleggers hun inleg terug inclusief het rendement dat behaald is. Omdat het gaat om aandelenbeleggingen staat niet van tevoren vast hoe hoog het rendement zal zijn. Private Equity-bedrijven onderhouden vaak specialisaties: jonge of volwassen bedrijven, internationaal, regionaal, ICT, biotechnologie, etc. Net als gewone private kapitaalverschaffers wordt een Private Equity firma aandeelhouder van het bedrijf dat ze een financiële injectie heeft gegeven. Na gemiddeld vijf jaar worden de belangen weer verkocht, in de meeste gevallen met een rendement boven dat van de reguliere aandelenbeurs.

Private Equity firma's nemen altijd een meerderheids- of een groot minderheidsbelang in een bedrijf. Zij bedingen vaak ook **zeggenschap** over bijvoorbeeld de strategie en de financieringsstructuur. Dat betekent dat er doorgaans samen met het management van het bedrijf plannen worden gemaakt om het bedrijf te laten groeien, overnames te doen en/of de kosten te verlagen. Slecht renderende onderdelen worden verkocht. Daarna verkoopt de Private Equity firma de efficiënter opererende onderneming met winst door aan een andere private partij of brengt de onderneming naar de beurs. Hoewel Private Equity firma's zich in eerste instantie richten op niet-beursgenoteerde ondernemingen kopen zij soms ook wel beursgenoteerde ondernemingen op. Na een dergelijke overname wordt het bedrijf dan van de beurs gehaald en opereert het in feite als een regulier privaat bedrijf.

Het verschil tussen een 'gewone' strategische overname en een overname door een Private Equity firma is dat een Private Equity firma kijkt naar de onderneming als individueel bedrijf. Wat zijn de krachten van de onderneming en waar liggen de kansen op de lange termijn? Men kijkt hierbij nauwkeurig naar de specifieke toegevoegde waarde die een onderneming kan hebben in de markt en haar aanverwante specialisaties, zodat men het bedrijf met een goed rendement kan doorverkopen. Het opkoperende bedrijf probeert hiertoe het bedrijf te laten excelleren in haar kracht en zwakke elementen te verkopen of uit te besteden.



Een participatiemaatschappij (voor Venture Capital en/of Private Equity) is voor haar rendement helemaal afhankelijk van de goede prestaties van het bedrijf waarin zij investeert. De vergoeding voor de **fondsmanager** bestaat eveneens uit een management fee en een soort van performance fee (carried interest in dit geval). De management fee (gemiddeld 2%) staat vast voor de gehele fondsperiode. Meestal wordt met de belegger afgesproken dat deze in het begin van het fonds hoger is dan aan het einde van het fonds. De **carried interest** is gemiddeld 20% van de winst zodra een drempel (hurdle) van gemiddeld 10% behaald is. Alles tot en met de drempel, en gemiddeld 80% van de overige winst, is voor de belegger in het private equity fonds, bijvoorbeeld een pensioenfonds. Omdat de carried interest pas aan het einde van het fonds wordt uitgekeerd (bijvoorbeeld na 10 jaar) heeft de fondsmanager een sterke drijfveer om op langdurige waardecreatie te sturen. Ook omdat wanneer de participatiemaatschappij zich weer terugtrekt alleen iemand een bedrijf zal willen kopen dat langdurige groeipotentie heeft. Het financiële instrumentarium van participatiemaatschappijen is in vergelijking met hedge funds zeer beperkt en een groot gedeelte van de waardecreatie komt voort uit operationele verbeteringen. Een investering is gemiddeld 3 tot 7 jaar in bezit en een participatiemaatschappij is zo goed als altijd intensief bij de bedrijfsstrategie betrokken.

Corporate Venture Capital is een kleine maar groeiende subgroep van participatiemaatschappijen. Omdat grote bedrijven toch deels afhankelijk zijn van de innovaties die Venture Capital fondsen financieren, maar tegelijkertijd steeds minder beschikken over grote traditionele onderzoeksafdelingen, besluiten zij steeds vaker het Venture Capital model te gebruiken.

De **regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)** hebben ook fondsen, deze zijn vaak gericht voor het financieren van jonge bedrijven. Hun doelstelling is het stimuleren van een regionale economie en zij hebben een overheid als aandeelhouder. Zij concurreren over het algemeen niet of nauwelijks met private participatiemaatschappijen. De ROM's richten zich voornamelijk op risicovollere kleine investeringen en kunnen zij bij een volgende investeringsronde over het algemeen niet zulke grote bedragen meefinancieren als andere partijen. In 2015 investeerden de ROM's in 153 bedrijven, waarvan 132 bedrijven die een vorm van Venture Capital ontvingen. De overige investeringen (21) betroffen private equity (leningen). De ROM's investeerden in 2015 in totaal € 68 miljoen, waarvan € 38 miljoen als Venture Capital (23% van het Venture Capital totaal). Dit was wel 86% van het totaal aantal bedrijven waarin Venture Capital werd geïnvesteerd. Omdat regionale fondsen meestal moeten co-investeren met private participatiemaatschappijen zit hier een significante dubbel telling in. Raadzamer is het daarom om te kijken naar het aantal investeringen. In dat geval nemen regionale fondsen 58% van het aantal Venture Capital investeringen in Nederland voor hun rekening.

Een **business angel** is een term die gebruikt wordt om **informal investors** aan te duiden, waarmee welvarende personen worden bedoeld die een kapitaal beschikbaar stellen voor een bedrijf start-up of productontwikkeling, meestal in ruil voor converteerbare schuld of eigendom eigen vermogen. De investeringen kenmerken zich door hun hoge risicoprofiel, zoals starters en bedrijven of producten in ontwikkeling. Een klein, maar groeiend aantal business angels organiseren zich in groepen of netwerken om onderzoek te delen en investeringskapitaal te bundelen, alsook om advies te geven aan hun portfolio ondernemingen.

Een **achtergestelde lening** is een lening waarbij de schuldeiser in het geval van faillissement van de schuldenaar wordt achtergesteld ten opzichte van concurrente (gewone) schuldeisers. De achtergestelde lening heeft slechts voorrang ten opzichte van de aandeelhouders, vennoten of inbrengers. Als gevolg van het hogere risico dat de schuldeiser bij achtergesteldheid loopt, wordt over het algemeen een hogere rente vergoed. Door financiers wordt een achtergestelde lening tot het eigen vermogen



gerekend. Vaak worden door financiers aanvullende voorwaarden bedongen die van invloed kunnen zijn op de uitbetaling van rente en/of aflossing van de achtergestelde lening. Achterstelling kan men bereiken door dit contractueel met elkaar af te spreken.

Een **converteerbare lening** is een lening die onder bepaalde voorwaarden kan worden omgezet in een vooraf vastgesteld aantal aandelen op een vooraf vastgestelde datum. Als de leninggever besluit om van zijn recht gebruik te maken, dan wordt vreemd vermogen omgezet in eigen vermogen van de onderneming.

Een **mezzaninefinanciering** of lening is een vorm van achtergestelde lening. Mezzanine leningen worden verschaft aan bedrijven door banken en private investeerders. Mezzanine leningen zijn achtergestelde leningen, dat houdt in dat zo'n lening bij een eventueel faillissement na alle reguliere (bank)leningen pas wordt terugbetaald. Er staat ook geen zekerheid in de vorm van vastgoed tegenover de lening. Een lener loopt daarmee een hoog risico en zal voor de lening een hogere rente vragen. Banken vragen voor een mezzanine lening zo'n drie keer het normale tarief. Los van het hoge tarief verlangt een investeerder meestal ook een **warrant**. Een warrant geeft de mezzanineverschaffer het recht om bij een beursgang of verkoop een vooraf afgesproken percentage van het aandelenkapitaal te kopen tegen een vooraf afgesproken prijs. Zo ontstaat er een converteerbare lening. Is het aandelenpakket meer waard geworden, dan profiteert de lener mee van de groei van de onderneming. Het aandelenpakket kan ook tegen de vooraf afgesproken prijs aan het bedrijf worden terug verkocht. Gedurende de looptijd van de lening wordt er niet afgelost op de hoofdsom, er wordt wel (hoge) rente betaald. De term mezzanine komt uit de bouwwereld en betekent 'tussenverdieping'. Een mezzanine lening ziet men financieel ook als zodanig: de lening ligt tussen het bankkrediet (veilig) en het eigen risicodragend vermogen in.

De term **senior debt** wordt gebruikt voor schuld die voorrang heeft ten opzichte van andere (o.a. junior, achtergestelde) financiële schuld van een onderneming door de zekerheden die zijn afgegeven. Door de zekerheden gaat bij een eventueel faillissement terugbetaling van deze schuld voor op andere schuldeisers, zoals crediteuren.

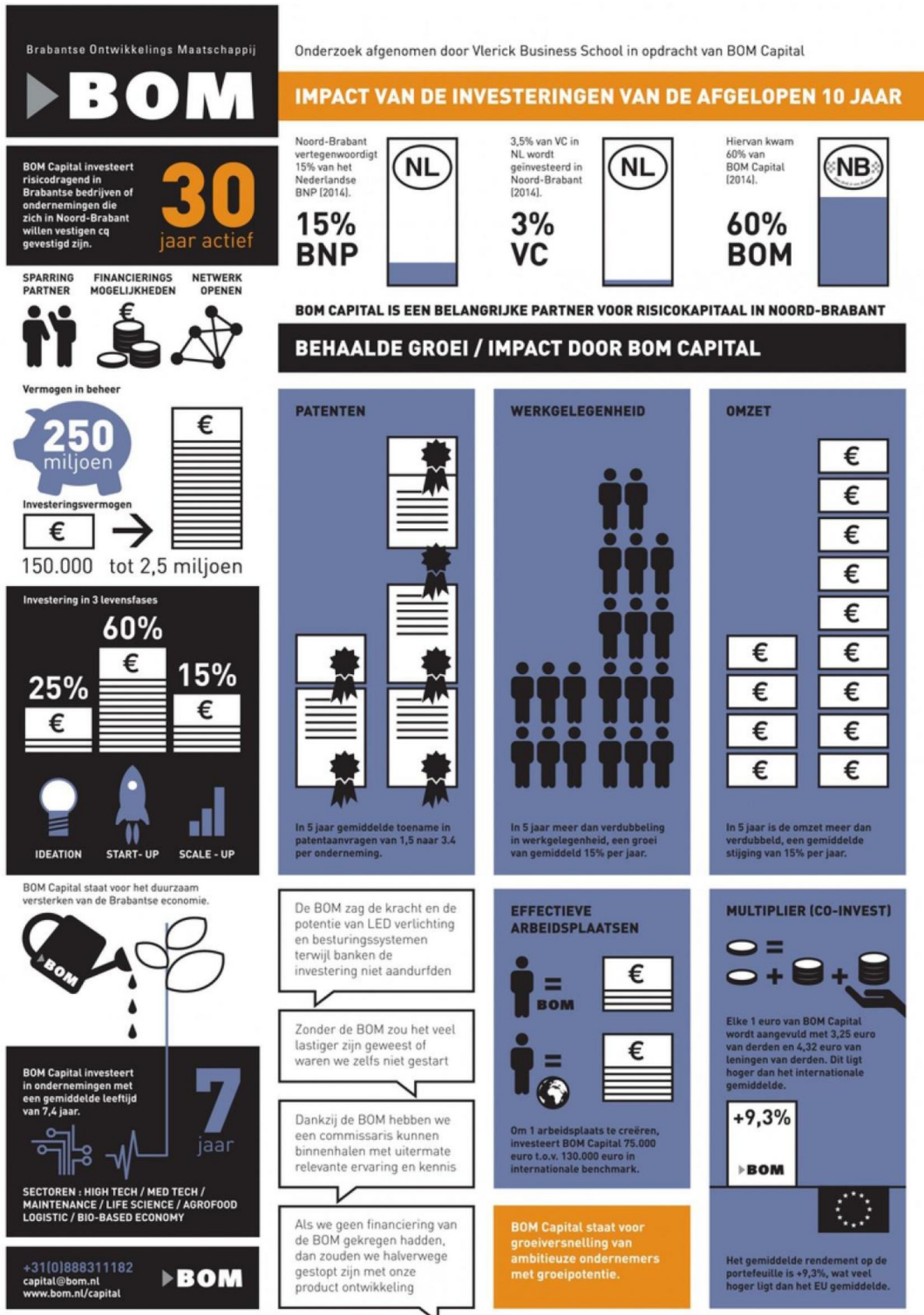
Met **Basel-III** worden doorgaans bedoeld de toezichthoudende eisen die zijn uitgevaardigd door het Basel Comité voor Banktoezicht met betrekking tot de solvabiliteit en liquiditeit van banken. Het eerste Basel Kapitaalakkoord stamt uit 1988. Vanaf 1 januari 2013 zijn de Basel-III eisen gefaseerd ingevoerd, de volledige set eisen wordt van kracht per 1 januari 2018. Het achterliggende doel is het realiseren van een stabielere bankensector, doordat de banken naar verwachting beter in staat zullen zijn om verliezen op te vangen.

Pari-passu is een term uit het Latijn en staat voor “met gelijke stap” of “op gelijke voet”. Er is dan bijvoorbeeld sprake van twee of meer leningen, obligaties of series van preferente aandelen, die gelijke rechten van betaling of niveau van senioriteit hebben. Een pari passu-verklaring is een oneigenlijke zekerheid bij kredietverlening waarbij de kredietnemer belooft dat er geen activa als zekerheid voor kredietverlening aan andere financiers zijn verstrekt. Als de onderneming in de toekomst toch zekerheden aan andere kredietverstrekkers verschaft, dan belooft de onderneming dat de geldverstrekker met de pari-passu verklaring concurrent crediteur blijft.



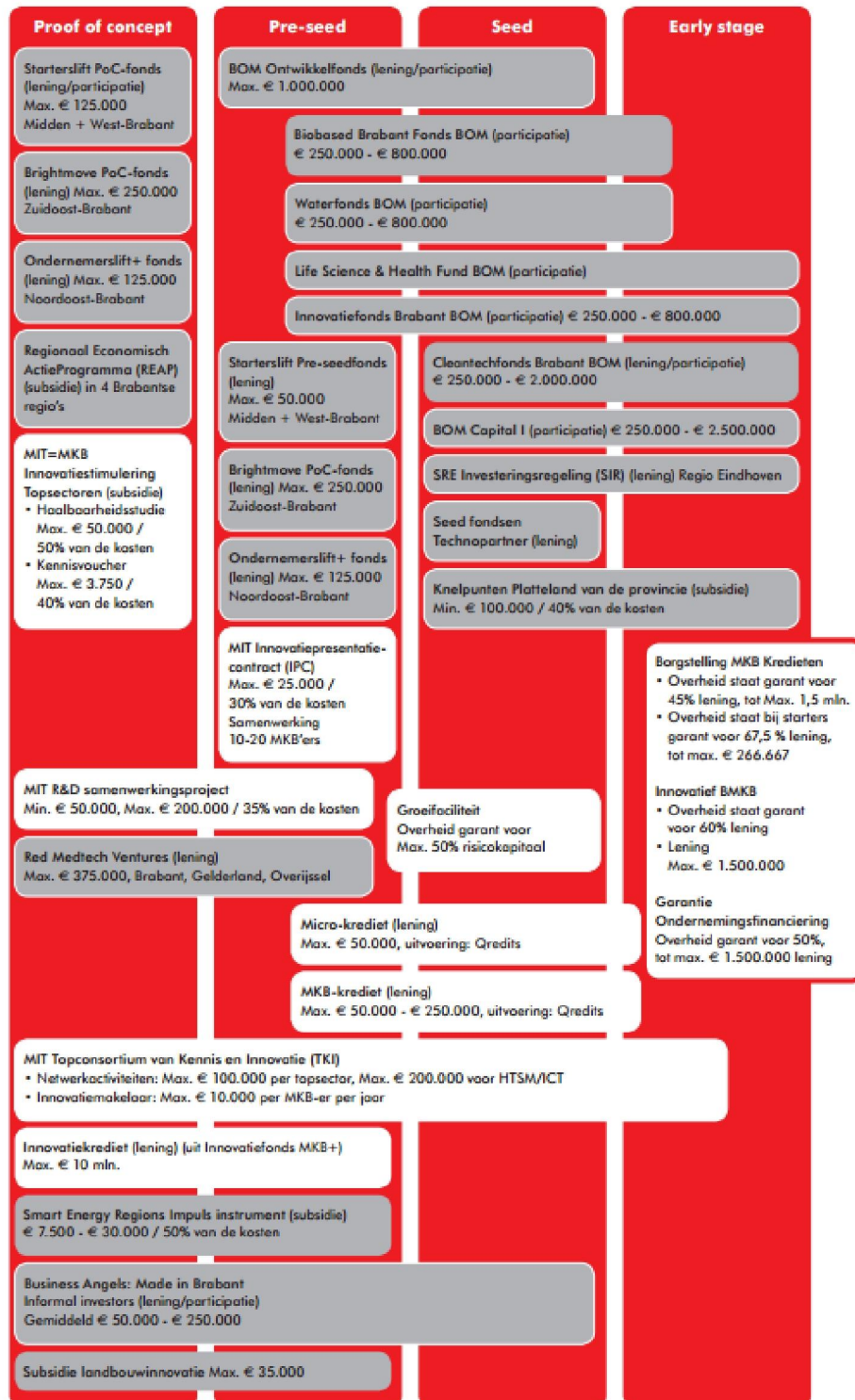
14.2 De BOM in perspectief

Onderstaande infographics komen van de website van de BOM en beschrijven de impact van BOM Capital en de diverse instrumenten die worden ingezet.





MKB financiering in Nederland en Noord-Brabant



- Brabantse financieringsinstrumenten
- Landelijke financieringsinstrumenten

Dit overzicht is opgesteld om een globaal beeld te geven van diverse MKB-financieringsinstrumenten in de fasen "proof of concept" / in "early stage". Het overzicht is zo zorgvuldig mogelijk tot stand gekomen, maar is een momentopname en niet gericht op 100% volledigheid. Sommige instrumenten zijn alleen bestemd voor specifieke doelgroepen, zoals de doelgroep starters of bedrijven uit een bepaalde sector. Enkele fondsen zijn of vrijwel uitgeput (o.a. het Life Science & Health Fund).



14.3 Overzicht financieel ecosysteem Brabant

Fondsen
Life Sciences Partners (LSP)
HPE Growth Capital
INKEF
Vortex Capital Partners
Aglaia
Newion
Prime Ventures
Orange Growth Capital
Endeit Capital B.V.
Thuja Capital Management B.V.
Gimv
Anterra Capital
Cottonwood Technology Fund
Forbion Capital Partners
Gilde Healthcare Partners
NBI Investors
SET Ventures
ICOS Capital
Walvis Participaties
HenQ
Innovation Industries
Biogeneration Ventures
Corporate Venture
Simac
Sioux
ASML
CVN
VDL
DSM Ventures (Corporate Venture)
Leningen
Neos
Bencis
Ecart Investments
Rabobank (Eindhoven-Veldhoven)
ABNAMRO
ING
NIBC
Dutch Mezzanine Fund



14.4 Vragen questionnaire

Hieronder staan de vragen opgenomen die gesteld zijn aan de fondsmanagers.

Part A - Questions relating to capital market opportunity – actual investments made:

Part A of the questionnaire aims at investments that were actually made – investments that, we hypothesize, would have increased in volume would a co-investment facility have been in place.



The considered time horizon is over the past three years (2014 – 2015 – 2016).

Over the past 3 years:		Investments in the Brabant region	Investments elsewhere in NL (not in Brabant)	Investments in Europe (not in NL)
1	How many deals fitting the above pre-defined criteria have you considered as potentially interesting ("Interesting Deal Flow")?	___(number)	___(number)	___(number)
2	In how many deals out of this "Interesting Deal Flow" did you invest?	___(number)	___(number)	___(number)
3	What was the total amount invested by your funds in these deals?	___(EUR)	___(EUR)	___(EUR)
4	What were the main investment capacity related reasons for you not to invest in deals out of this "Interesting Deal Flow" (multiple answers possible)? <input type="checkbox"/> Main fund size to small <input type="checkbox"/> No co-investors available <input type="checkbox"/> No additional investors from other VC funds available <input type="checkbox"/> Other:.....			
5	Would you have closed more deals if you could have used co-investment capacity? <input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No			
If the answer on 5 is Yes: (if No, continue to 6)		Investments in the Brabant region	Investments elsewhere in NL (not in Brabant)	Investments in Europe (not in NL)
a	In how many deals out of this "Interesting Deal Flow" would you have invested then?	___(number)	___(number)	___(number)
b	What would have been the total amount invested by your funds in these deals then?	___(EUR)	___(EUR)	___(EUR)
c	What is your estimate of the total amount of co-investments?	___(EUR)	___(EUR)	___(EUR)



Part B - Questions relating to capital market opportunity – potential investments made:

Part B of the questionnaire pertains to investments that you, to your best estimate, would make would a co-investment facility be in place. The considered time horizon is the next two years (2017 – 2018)



Over the next 2 years:				
6	Would you benefit from the availability of the envisaged co-investment capacity when addressing potential investment opportunities? <input type="checkbox"/> Yes, very much <input type="checkbox"/> Somewhat <input type="checkbox"/> Very little <input type="checkbox"/> Not at all			
7	How would you rate the market need for such a co-investment facility? Such a co-investment facility would be: <input type="checkbox"/> Absolutely essential <input type="checkbox"/> Very important <input type="checkbox"/> Of average importance <input type="checkbox"/> Of little importance <input type="checkbox"/> Not important at all			
		Investments in the Brabant region	Investments elsewhere in NL (not in Brabant)	Investments in Europe (not in NL)
8	In your best estimate, if you could rely on public co-investment capacity, how many deals including a co-investment component could you close over the next two years?	___(number)	___(number)	___(number)
9	What is your estimate of the potential total amount of co-investments?	___(EUR)	___(EUR)	___(EUR)

Part C - Questions on capital market opportunity, current investments in-the-making:

Part C of the questionnaire aims at investments currently in-the-making (pipeline). Would a co-investment facility be of use? The considered time horizon is right now (2017)



Currently:				
10	Are there any deals in your current pipeline that could potentially be structured with a co-investment component? <input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No			
		Investments in the Brabant region	Investments elsewhere in NL (not in Brabant)	Investments in Europe (not in NL)
a	How many?	___(number)	___(number)	___(number)
b	What is your estimate of the potential total amount of co-investments?	___(EUR)	___(EUR)	___(EUR)



Part D - Additional questions:

Part D of the questionnaire investigates your existing portfolio of companies, as well as your Limited Partners' openness towards the idea of a co-investment facility.



		Investments in the Brabant region	Investments elsewhere in NL (not in Brabant)	Investments in Europe (not in NL)
11	How many of your existing portfolio companies might – over the next two years – fit the (above) pre-defined envisaged target companies for the SME-plus Facility?			
	AgroFood	(number)	(number)	(number)
	Chemicals	(number)	(number)	(number)
	Energy	(number)	(number)	(number)
	HTSM	(number)	(number)	(number)
	Lifesciences	(number)	(number)	(number)
	Other	(number)	(number)	(number)
12	Are your fund rules foreseeing potential co-investments with Limited Partners? <input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No			
		Investments in the Brabant region	Investments elsewhere in NL (not in Brabant)	Investments in Europe (not in NL)
13	How many of your Limited Partners have expressed an interest in co-investment opportunities?	___(number)	___(number)	___(number)
14	In how many deals have your Limited Partners co-invested in the last three years?	___(number)	___(number)	___(number)
15	In these Limited Partner co-investments, did you charge fees or carried interest to the co-investor for sharing the deal? <input type="checkbox"/> Yes (continue with question 16) <input type="checkbox"/> No (continue with question 17)			
		Investments in the Brabant region	Investments elsewhere in NL (not in Brabant)	Investments in Europe (not in NL)
16	In how many deals did you charge fees or carried interest to the co-investor for sharing the deal?	___(number)	___(number)	___(number)
17	What is your estimate of the total amount of Limited Partners co-investments?	___(EUR)	___(EUR)	___(EUR)

Part E - Feedback:

Do you have any other comments / suggestions / advice?

.....



14.5 Een scale-up praktijkvoorbeeld: Ultimaker

Ultimaker is een typische scale-up MKB, met een vliegende start in kansrijke HTSM technologie. Het bedrijf is gevestigd in Geldermalsen (Gelderland) en is actief als wereldwijde marktspeeler in 3D printing.



In de zomer van 2016 verkreeg Ultimaker een achtergestelde lening van € 15 miljoen bij de Europese Investeringsbank (EIB) onder het zogeheten InnovFin programma.

Persbericht van 14 september 2016:

The European Investment Bank (EIB) has signed a EUR 15 million loan agreement with Ultimaker of The Netherlands a leading producer of 3D-printers. The loan will be used to further strengthen the R&D activities of Ultimaker and rolling out new products. Ultimaker will also launch the pioneer program for 50 schools throughout the EU.

The loan will support the expansion of Ultimaker's research and development facility in Geldermalsen, The Netherlands, as well as the development of new products already in the pipeline. The operation will enable the company to further expand its business in international markets. Ultimaker's R&D project is supported by "InnovFin – EU Finance for Innovators" MidCap Growth Finance (MGF), with the financial backing of the European Union under Horizon 2020 Financial Instruments.

"Ultimaker is the kind of company that Europe needs to fill the innovation gap that we see with respect to the US and Asia", says EIB Vice-President Pim van Ballekom. "The Bank is proud that it can be of added value for Ultimaker and praises its commitment to helping Europe push its technological edge."

"We are very pleased with the financial support of the EIB", says Ultimaker CEO Jos Burger. "It allows us to further strengthen our strong position in the global 3D printing market. As a European company we believe we have a special role in bringing 3D printing to young people all over Europe and we are glad to announce that, in close cooperation with the EIB, we are donating 50 of our Ultimaker 2+ printers - with one year of supplies - to schools all over Europe."

Carlos Moedas, European Commissioner responsible for Research, Science and Innovation, said: *"With today's agreement, the EU is once again supporting the growth of innovative midcaps. 3D-printing is an excellent example of the innovation that Europe needs. Our research and innovation funding programme Horizon 2020 is there to help bring more such innovative ideas to market and develop new services."*

"The question is not if, but when companies should consider adopting 3D printing", says Karel Knoll, director at Deloitte. "We are expecting a shake-out in the 3D printing market over the coming years. This new funding allows Ultimaker to continue its growth, while making additional investments in R&D and the development of new products".

In het kader van Horizon 2020, het EU-onderzoeksprogramma voor de periode 2014-2020, hebben de Europese Commissie, de EIB en het EIF een nieuwe generatie financiële instrumenten en adviesdiensten gelanceerd om innovatieve bedrijven te helpen gemakkelijker toegang tot financiering te krijgen. "InnovFin - EU-financiering voor Innovatieve Ondernemingen" biedt een reeks op maat gemaakte financiële producten aan voor onderzoek en innovatie. Alle producten zijn vraag-gestuurde instrumenten, die binnen alle in aanmerking komende sectoren, landen en regio's worden verstrekt. De garantie- en lening instrumenten zullen in de nabije toekomst worden aangevuld met een reeks kapitaalinstrumenten onder beheer van het EIF. Financiering kan worden toegekend aan MKB en grote ondernemingen. De financiële producten van InnovFin worden ondersteund door middelen die de EU (in het kader van Horizon 2020) en de EIB (uit eigen middelen) hiervoor hebben gereserveerd. De EIB kan financieringen tussen € 25.000 en € 300 miljoen verstrekken (zowel direct als indirect via banken en andere financiële instellingen). Normaal gesproken verstrekt de EIB maximaal 50% van de project- of investeringskosten. Ervaring leert dat het resterende bedrag wordt gefinancierd door andere banken en financiële instellingen en uit de eigen middelen van de ondernemer van een project.



Een beknopt overzicht van de mogelijkheden:

InnovFin EU Finance for Innovators

SMEs	Midcaps	Large Caps	Thematic Finance	Advisory
InnovFin SME Guarantee	InnovFin MidCap Guarantee	InnovFin Large Projects	InnovFin Energy Demo Projects	InnovFin Advisory
InnovFin SME Venture Capital	InnovFin MidCap Growth Finance		InnovFin Infectious Diseases	
SMEs and small Mid-Caps < 500 Employees	Mid-Caps < 3,000 Employees	Large Caps Typically > 3,000 Employees	SPV, Mid-Caps and Large Caps	Public and Private Sector Promoters
Intermediated SME/Mid-Cap Financing	Intermediated and/or direct Corporate lending	Direct Corporate Lending	Project Finance and/or Direct Corporate Lending	Financial Advisory

■ direct products ■ indirect products

Het instrument “InnovFin MidCap Growth Finance” biedt via de EIB leningen aan (in diverse vormen, ook achtergesteld) voor innovatieve medium en grote MidCap bedrijven (tot 3.000 werknemers). De EIB verstrekt onder dit instrument leningen in de range van € 7,5 miljoen tot € 25 miljoen. De afgelopen jaren heeft de EIB in Nederland 4 van dergelijke leningen verstrekt, waaronder dus een lening aan Ultimaker. Lysias is in contact geweest met zowel de EIB als de directie van Ultimaker over deze financiering, maar het spreekt voor zich dat financiële gegevens bedrijfsvertrouwelijk zijn en blijven (van beide kanten). Voor Ultimaker zelf was deze EIB-lening een uitkomst.

De directie van Ultimaker heeft aangegeven uitgebreid in gesprek te zijn geweest met financiers uit binnen- en buitenland. Voor snelle groeiers zit de markt al snel in het buitenland, en dus ook vaak de financiering. Beeld van Ultimaker is dat er voor grotere financieringen in “later stage”-bedrijven in Nederland alleen voldoende ruimte is bij INKEF (www.inkefcapital.com). Andere Venture Capital (VC) partijen in Nederland richten zich vooral op kleinere tickets en de startup fase. Ultimaker heeft zich ook wel georiënteerd op VC partijen uit de UK en de USA, maar zonder concreet resultaat.

inkef capital

INKEF Capital werd in 2010 opgericht door het Nederlandse pensioenfonds ABP. Het fonds heeft €500 miljoen onder beheer en richt zich op de sectoren Healthcare en ICT / New Media / FinTech. INKEF investeert in Nederlandse bedrijven, zowel in ‘early stage’ (seed capital) als in ‘later stage’ (groeifinanciering).

Het beeld van Ultimaker is dat de overheid zelf niet moet proberen de rol van fondsmanager op te pakken, daar is nu eenmaal heel veel marktkennis en bancaire kennis voor nodig die binnen de overheid onvoldoende aanwezig is. Wat de overheid wel moet doen is voldoende fiscale prikkels introduceren voor investeringen in startups en fondsen. Maar dat (fiscus) is primair een nationale aangelegenheid. Volgens Ultimaker leverde in deze casus de EIB weldegelijk een financiering die andere partijen op de markt niet bieden, met name in het kader van leningen. Bij leningen behoudt het bedrijf volledige zeggenschap, bij VC aandelen ligt dat anders.

Een laatste belangrijke boodschap was dat de EIB lening significant bijdraagt aan de groei, maar dat deze lening op zichzelf nauwelijks tot niet bijdraagt om andere partijen, banken in het bijzonder, in beweging te krijgen om ook te investeren in Ultimaker. Indruk is dat bij reguliere Nederlandse systeembanken snelle groeiers simpelweg geen enkel gehoor krijgen.



14.6 Gesprekspartners

Wie hebben we onder meer gesproken?

Naam:	Organisatie:
Hans Klomp	ABN AMRO (groeidesk)
Marc Voogd	De Lage Landen, Financial Solutions
Jos Rooijackers	Rabobank Eindhoven/Veldhoven
Paul van Vuuren	ING Bank Zuid Oost Nederland
Bas van Bente	NIBC Debt & Equity advisory
Victor Meijer	NIBC Debt & Equity advisory
Jeroen van der Putten	NIBC
Jeroen Conijn	NIBC
Ellen Dekker	NIBC
Arnoud de Geus	Sioux
Hans Duisters	Sioux
Erwin de Jong	Dutch Mezzanine Fund
Jos Burger	CEO Ultimaker
Annemarie Jorritsma	Ned. Ver. van Participatiemaatschappijen (NVP)
Felix Zwart	Ned. Ver. van Participatiemaatschappijen (NVP)
Pieter Waasdorp	Ministerie Economische Zaken
Berthold Leeftink	Nederlands Investeringsagentschap / Invest-NL
Dick Hagoort	Nederlands Investeringsagentschap / Invest-NL
Bob van der Kamp	Nederlandse Investeringsinstelling - NL II
Willem Jan Brinkman	Nederlandse Investeringsinstelling - NL II
Jan Willem Löhr	EIB Amsterdam
Els Sweeney	EIB Amsterdam
Jean-François Leprince	EIB Luxemburg
Lubomir Janos	EIB Luxemburg
Yu Zhang	EIB Luxemburg
Alexander Smits	EIB Luxemburg
Norbert Fillekes	EIF Luxemburg
Gabriele Todeska	EIF Luxemburg
Graham Cope	EIF Luxemburg
Bjorn Tremmerie	EIF Luxemburg
Bert Pauli	Gedeputeerde Noord-Brabant
Erik van Merrienboer	Gedeputeerde Noord-Brabant
Leo Dubbeldam	SER Brabant
Bert Ravelli	Provincie Gelderland
Lars Oosters	Provincie Gelderland
Bastiaan de Jonge	Provincie Overijssel
Jan Pelle	Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM)
Miriam Dragstra	Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM)
Gijs van de Molengraft	Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM)
Piet van der Wielen	Brainport Development
Marcel Beckers	Brainport Network en ING
Joep Brouwers	Brainport Development
Justin Jansen	Erasmus Universiteit
Damo Holt	RebelGroup
Raymond Bosch	KplusV
Laura Berger	KplusV
Sven Kester	Zanders
Jeroen Boogert	Zanders
Luc van Aart	ERAC

**Leden kernteam:**

Naam	Organisatie
Wim Brinker	Provincie Brabant
Hans Overbeek	Provincie Brabant
Tom Schulpen	Provincie Brabant
Frank van Dam	Provincie Brabant
Paul Apeldoorn	Provincie Brabant
Bart Louwers	Provincie Brabant
Roland Starmans	Nederlands Investeringsagentschap / Invest-NL
Bert Mulders	Nederlands Investeringsagentschap / Invest-NL
Jan Dexel	Nederlands Investeringsagentschap / Invest-NL
Marc Jansen	BOM
Carina Tielemans	Brainport Network
Hendrik Pons	Zanders

Lysias adviesteam:

Naam	Adviesteam
Melvin Könings	Projectleider
Roelof Balk	Adviseur
Pelle Lackamp	Onderzoeker
Miranda Ebbekink	Onderzoeker



Dit rapport is opgesteld door medewerkers van Lysias Consulting Group BV. We hebben teksten, afbeeldingen, samenvattingen en uitspraken met zorg voor bronvermelding weergegeven. Ondanks de zorg waarmee dit rapport werd samengesteld is het niet uitgesloten dat de informatie in dit rapport op enig moment, als gevolg van ontwikkelingen of gewijzigde inzichten moet worden herzien of aangevuld. Mocht u opmerkingen, aanvullingen of vragen hebben, dan bent u van harte uitgenodigd met ons contact op te nemen (info@lysiasgroup.com). Het overnemen van teksten is toegestaan, mits met complete bronvermelding.



De adviseurs van Lysias maken het verschil voor de publieke zaak. Ons team bestaat uit een mix van door-de-wol-geverfde adviseurs die hun sporen in het publieke domein hebben verdiend en jong talent met een frisse blik. We zijn bestuurskundigen, organisatiekundigen, economen, sociologen en antropologen.

Wat ons bindt is de missie van Lysias: het verzilveren van kansen van deze transitietijd. Dat doen we niet modelmatig, maar waarde-gedreven, met oprechte betrokkenheid bij het publieke domein, vol vertrouwen en optimistisch.

Oprachtgevers in het publieke domein schakelen Lysias in bij strategische opgaven, vernieuwing van beleid en gevoelige organisatieveranderingen. Wij helpen onze opdrachtgevers hun ambities waar te maken door hun vraagstukken te doorgronden en waar mogelijk te vereenvoudigen. We zoeken perspectief en creëren oplossingen door partijen met elkaar te verbinden en in beweging te brengen. Onze kracht is het werkend krijgen van beleid, het beter doen functioneren van organisaties en het versnellen van processen.