



# Risicokapitaal in de Vroege Fase

Onbenut potentieel verzilveren

*Opdrachtgever:*

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat  
Amsterdam, 14 december 2020

Ons kenmerk 20023-018-ENE-NKE

**K  
PLUS  
V**



# Risicokapitaal in de Vroege Fase

Onbenut potentieel verzilveren



*Opdrachtgever:*

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat  
Amsterdam, 14 december 2020

Ons kenmerk 20023-018-ENE-NKE

*Contactpersoon:*

Hendrik van der Meulen

# Inhoud

<b>1</b>	<b>Inleiding op het onderzoek</b>	<b>6</b>
1.1	Achtergrond en aanleiding	6
1.2	Doelstelling van dit onderzoek	7
1.3	Aanpak van het onderzoek en begeleidingscommissie	8
1.4	Leeswijzer	9
<b>2</b>	<b>De risicokapitaalmarkt in Nederland, de actoren</b>	<b>10</b>
2.1	Inleiding - een markt in ontwikkeling	10
2.2	De ondernemers in de vroege fase	14
2.3	De publieke financiers en hun rol	16
2.4	De private financiers	20
<b>3</b>	<b>De Nederlandse markt in beeld</b>	<b>22</b>
3.1	Inleiding	22
3.2	De behoefte van bedrijven	22
3.3	Huidige inzet van durfkapitaal in Nederland	30
3.4	Uitdagingen in de Nederlandse Durfkapitaalmarkt	34
<b>4</b>	<b>De internationale risicokapitaalmarkt</b>	<b>39</b>
4.1	Inleiding	39
4.2	De durfkapitaalmarkt in internationaal perspectief	40
4.3	De rol van de overheden in de durfkapitaalmarkt	45
4.4	Goede praktijken in andere landen	48
<b>5</b>	<b>Analyse: structurele verbeteringen in de Nederlandse durfkapitaalmarkt?</b>	<b>52</b>
5.1	Inleiding	52
5.2	Het daadwerkelijk aantrekken van kapitaal	52
5.3	Vergroting van het aanbod aan kapitaal	54
5.4	Het vergroten van inzicht in de durfkapitaalmarkt	58
5.5	Overige verbeteringen in de durfkapitaalmarkt	59
5.6	Identificatie van marktfalen	62
5.7	Rol van de rijksoverheid en instrumentarium	62
<b>6</b>	<b>Aanbevelingen – onbenut potentieel verzilveren</b>	<b>68</b>
6.1	Van alle tijden	68
6.2	Aanbevelingen – met inzicht verder bouwen	68
6.3	Kanttekening bij de onderzoeksuitkomsten – COVID-19	70
6.4	Tot besluit – verzilver het onbenutte potentieel!	70



<b>Bijlage 1 Onderzoeksvragen</b>	<b>71</b>
<b>Bijlage 2 Methodiek voor data-analyse</b>	<b>72</b>
<b>Bijlage 3 Definitielijst</b>	<b>76</b>
<b>Bijlage 4 Expertinterviews</b>	<b>79</b>
<b>Bijlage 5 Geënquêteerde ondernemers en investeerders</b>	<b>81</b>
<b>Bijlage 6 Beschrijvende statistiek en analyse enquête ondernemers</b>	<b>83</b>
<b>Bijlage 7 Beschrijvende statistiek en analyse enquête investeerders</b>	<b>92</b>
<b>Bijlage 8 Effect COVID-19 op de Nederlandse durfkapitaalmarkt</b>	<b>101</b>
<b>Bijlage 9 Literatuurlijst</b>	<b>103</b>





# 1 Inleiding op het onderzoek

## 1.1 Achtergrond en aanleiding

Aangezien er nog steeds onvoldoende toegang tot kapitaal lijkt te zijn in de vroege fase en in het licht van initiatieven in omringende landen om durfkapitaal te stimuleren heeft Staatsecretaris Keijzer van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (hierna EZK) toegezegd om een brede verkenning uit te voeren naar durfkapitaal in de vroege fase<sup>1</sup>.



*‘Omdat er nog steeds onvoldoende toegang tot kapitaal lijkt te zijn in de vroege fase en in het licht van initiatieven in omringende landen om durfkapitaal te stimuleren, zal ik breed verkennen of er nog aanvullende acties mogelijk zijn om in deze fase durfkapitaal te stimuleren. Het kabinet kiest hierbij niet voor een fiscale regeling, omdat deze gepaard zal gaan met hoge kosten als deze een brede toepassing kent of problematisch is in de uitvoering als deze wordt beperkt tot een kleine doelgroep.’*

Voor innovatieve starters, in het bijzonder, is het binnenhalen van externe financiering lastig, vanwege hun hoge risicoprofiel en de behoefte aan slim geld; de combinatie van kapitaal met kennis, ervaring en een netwerk. Risicokapitaal, ook wel durfkapitaal, is het type kapitaal dat zich richt op dit soort bedrijven met een hoog groeipotentieel en een grote financieringsbehoefte in een vroeg stadium. In deze fase is er vaak sprake van een hogere mate van risico wanneer het potentieel van het innovatieve idee en de technologische en marktconditie nog volledig onzeker zijn. Durfkapitaal voorziet in een financieringsleemte die voor nieuwe bedrijven bestaat, omdat die vaak moeilijk krediet kunnen krijgen van traditionele financiële instellingen zoals banken.

Deze uitdagingen zijn al langer bekend. Het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft diverse risicofinancieringsinstrumenten ingezet om de het aanbod van risicodragend vermogen voor het MKB te vergroten. Uit verschillende evaluaties in 2018 komt naar voren dat de toegang tot kapitaal door deze overheidsinterventies in de vroege fase succesvol zijn<sup>2</sup>. Echter lijken niet alle knelpunten voor ondernemingen afgedekt.

In de Beleidsvisie MKB-financieringsmarkt<sup>3</sup> zet de staatssecretaris van EZK uiteen hoe er gekomen kan worden tot een optimale toegang voor het MKB tot financiering. Risicokapitaal is daarbinnen een belangrijk onderdeel. Uit recent onderzoek naar de werking van de MKB-financieringsmarkt blijkt dat in Nederland de relatief beperkte beschikbaarheid van pre-seed en venture capital belemmerend kan werken voor het financieren van bedrijven met een hoger risicoprofiel<sup>4</sup>. Uitdagingen bestaan er echter ook aan de vraagzijde (bij de ondernemers zelf). Investeringsgereedheid (sluiten plannen en de stand van het bedrijf aan bij de behoefte van financiers) en de beperkte kennis van (alternatieve) financieringsvormen spelen ook een belangrijke rol.

<sup>1</sup> Kamerstuk 32637 nr. 386

<sup>2</sup> In 2018 heeft het ministerie van EZK diverse financieringsinstrumenten geëvalueerd: VroegeFaseFinanciering (VFF), het Innovatiekrediet (IK), de Seed Capital Regeling (Seed), Het Dutch Venture Initiatieve (DVI) en de Groeifaciliteit (GF).

<sup>3</sup> EZK (5 november 2019), Beleidsvisie mkb-financieringsmarkt

<sup>4</sup> Dialogic (2019). Onderzoek beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt.

In de beleidsvisie is een 'verkenning naar de opties voor het stimuleren van risicokapitaal' benoemd, waarmee een brede, internationaal gevoegde analyse zal moeten ontstaan van de aanvullende acties, die mogelijk zijn om in de vroege fase financiering te stimuleren. In de voorliggende rapportage is deze verkenning uitgewerkt.



## 1.2 Doelstelling van dit onderzoek

In opdracht van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat heeft KplusV de verkenning uitgevoerd naar de Nederlandse markt voor durfkapitaal in de vroege fase. Daarnaast is in zestien landen verkend welke initiatieven om durfkapitaal in de vroege fase te stimuleren geschikt zijn voor de Nederlandse situatie. Het onderzoek kende de volgende hoofddoelstellingen/hoofdonderwerpen:

1. inzicht krijgen in het functioneren van de durfkapitaalmarkt in de vroege fase, zowel in Nederland als in het buitenland;
2. het definiëren van de rol die de overheid kan innemen in deze markt;
3. het geven van concrete aanbevelingen om structurele (potentiële) verbeteringen van de durfkapitaalmarkt te lokaliseren en te implementeren.

In bijlage 1 geven we een overzicht van de deelvragen (20) die voor het onderzoek zijn vastgesteld. De antwoorden hierop verschaffen de inzichten om de doelstellingen voor het onderzoek te realiseren.

Hiervoor is een aantal afbakeningen geformuleerd die van toepassing zijn op het uitgevoerde onderzoek:

1. In het onderzoek wordt het begrip durfkapitaal gezien als een synoniem voor risicodragend kapitaal. Risicodragend kapitaal wordt geïnvesteerd in bedrijven in ruil voor aandelen en zeggenschap of via een converteerbare lening. In dit onderzoek worden informal investing, (early-stage), seedfondsen (zowel publiek als privaat), Regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) en corporate venturing als de voornaamste vormen van risicodragend kapitaal beschouwd, aangezien dit ook vormen zijn van 'slim geld' (naast kapitaal, ook deskundigheid, kennis en netwerk).
2. Bij het bezien van Europese durfkapitaalinstrumenten (veelal EU/EC) worden alleen de publieke instrumenten bezien, die open staan voor aanvragen van Nederlandse bedrijven.
3. Dit onderzoek richt zich op risicokapitaal in de vroege fase. Om de vroege fase te duiden is gebruik gemaakt van de Technology Readiness Level (TRL) voor innovaties. In dit onderzoek kijken we naar TRL 2 t/m 9. De doelgroep van dit onderzoek zijn jonge ondernemingen in het stadium van pre-seed (nog geen omzet) tot grenzend aan bedrijven die zicht hebben op een cashflow positieve status.
4. Het ministerie van EZK kiest bij de inzet van nieuwe, nog te ontwikkelen beleidsinstrumenten niet voor een fiscale regeling, zoals in de Beleidsvisie MKB-financieringsmarkt reeds is benoemd. Fiscale regelingen zullen in het onderzoek dan ook niet bezien worden.
5. Daar waar het om aanbevelingen gaat betreffende de rol van de overheid, is het uitgangspunt om deze in het licht/verlengde te bezien vanuit het huidig instrumentarium. Daarbij kunnen wel beleidsaanbevelingen gedaan worden die gericht zijn op bijvoorbeeld het verbeteren van de werking van de markt.

Bijlage 3 bevat een overzicht van definities van verschillende termen die veelvuldig terugkomen in het onderzoek. Dit betreffen ook termen, waarbij het van belang is om vast te stellen welke definitie in het kader van dit onderzoek gehanteerd is.



#### **Dit onderzoek en COVID-19**

Het voorliggende onderzoek is in januari 2020 door het ministerie van EZK vastgesteld en begin februari 2020 is de opdracht voor dit onderzoek aan KplusV verstrekt. Kort daarna kreeg Nederland en kregen de Nederlandse ondernemers te maken met het COVID-19-virus. Er is besloten om de onderzoeksaanpak ongewijzigd uit te voeren. In de uitvoering van het onderzoek (interview-onderwerpen) én de doorlooptijd is er wel rekening gehouden met de uitdagingen bij ondernemers en financiers die zich begrijpelijkerwijs soms op acute uitdagingen moesten richten. De belangrijkste bevindingen m.b.t. uitdagingen/effecten zijn opgenomen in bijlage 8.

### **1.3 Aanpak van het onderzoek en begeleidingscommissie**

Voor de uitvoering van de verkenning is gebruik gemaakt van zowel kwalitatieve als kwantitatieve onderzoeksmethoden, bestaande uit: deskresearch, expertinterviews, telefonische enquêtes, database-analyse en focusgroepen. Hieronder geven we de belangrijkste onderzoeksactiviteiten weer.

#### **1.3.1 Deskresearch**

Een eerste basis voor het verkrijgen van de juiste inzichten over de Nederlandse en internationale risicokapitaalmarkt is deskresearch. Voor dit onderzoek hebben we een literatuur- en documentatieonderzoek uitgevoerd. Hierbij is gekeken naar de economische theorieën, relevante beleidsstukken en -studies over aansluitende onderwerpen zoals kapitaalmarktonderzoeken, evaluaties, beleidsverkenningen en informatie van brancheorganisaties, zoals NVP en BANN. Tevens is voor het internationale deel van de verkenning de informatie vanuit bijvoorbeeld ECB, EIB, EIF, OECD en zijn specifieke landelijke gegevens benut. Een overzicht van de geraadpleegde literatuur en documenten staat in bijlage 9.

#### **1.3.2 Data-analyse**

Op basis van bestaande data, die beschikbaar is gesteld door onder meer Techleap en de NVP en internationale leveranciers, is een data-analyse uitgevoerd naar de beschikbaarheid van kapitaal voor vroege fase ondernemingen. Voor de uitgevoerde data-analyse is in bijlage 2 een uitgebreide beschrijving van de gebruikte onderzoeksmethode opgenomen.

#### **1.3.3 Expertinterviews**

Naast de inzichten, verkregen uit de internationale literatuur- en documentenstudie, is gesproken met diverse nationale en internationale experts met kennis van de durfkapitaalmarkt in hun land. Deze zijn mede via het SME Envoys-netwerk<sup>5</sup> geselecteerd en benaderd. Zie bijlage 4 voor een overzicht van deze gesprekspartners.

<sup>5</sup> Het SME envoys network werd in 2011 opgericht als onderdeel van de herziening van de Small Business Act. Elk EU land heeft een mkb- vertegenwoordiger aangewezen die zitting neemt in het netwerk.





### **1.3.4 Telefonische enquête onder ondernemers en investeerders**

Om inzicht te verkrijgen in de ervaringen van de ondernemers en investeerders op het gebied van het aantrekken van risicokapitaal, is een telefonische enquête afgenomen onder 40 ondernemers en 30 investeerders. Deze geïnterviewden zijn geselecteerd met input vanuit diverse ontwikkelingsmaatschappijen, financiers en regionale investeringsprogramma's. Hiermee zijn inzichten vergaard die de werking van de durfkapitaalmarkt en de publieke instrumenten daarvoor kunnen verbeteren. De telefonische enquête is gedaan aan de hand van een gestructureerde vragenlijst, waarin onderwerpen zoals knelpunten, behoeftes etc. aan bod kwamen (zie bijlage 6 en 7). Hiermee wordt aangevuld op data vanuit de doelgroep die bijvoorbeeld al beschikbaar is via de Financieringsmonitor van het CBS, die eind januari 2020 gepubliceerd is.

### **1.3.5 Focusgroepen**

Tijdens de uitvoering van de evaluatie zijn er twee focusgroepen gehouden. De eerste bestond uit stakeholders en brancheorganisaties, actief voor ondernemers en financiers in de vroege fase. De tweede focusgroep richtte zich op regionale publieke kapitaalverstrekkers, die een belangrijke rol vervullen voor de financiering van startups. In de focusgroepen is gereflecteerd op de bevindingen van het onderzoek en zijn potentiële verbeteringen voor de risicokapitaalmarkt getoetst en aangescherpt. In bijlage 4 staat een overzicht van de deelnemers aan de focusgroepen.

### **1.3.6 Begeleidingscommissie**

De werkzaamheden voor de verkenning vonden plaats in opdracht van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK). Voor de looptijd van het onderzoek is een begeleidingscommissie ingesteld, die bestond uit zes personen:

- Iris Lackner – ministerie van EZK
- Jan-Willem Roëll – ministerie van EZK
- Lucien Vijverberg – ministerie van EZK
- Maurice van Tilburg – Techleap
- Rein van Erp – Seed Capital-regeling (RVO)
- Steven Tan – Nascent Ventures

De begeleidingscommissie heeft erop toegezien dat het onderzoek binnen de vastgestelde kaders van de onderzoeksopdracht is uitgevoerd en de commissie diende als klankbord voor de onderzoekers van KplusV.

## **1.4 Leeswijzer**

In het rapport komen de volgende onderwerpen aan de orde:

- In hoofdstuk 2 gaan we in op de risicokapitaalmarkt in Nederland en wordt deze nader getypeerd en komen rollen en actoren aan bod.
- In hoofdstuk 3 wordt de Nederlandse markt verder beschreven, onder meer qua omvang, knelpunten en behoeften.
- In hoofdstuk 4 staat de internationale verkenning beschreven en wordt ingegaan op de interventies die andere landen uitvoeren in de durfkapitaalmarkt en de goede praktijken die hieruit te destilleren zijn. In een additionele bijlage staan de factsheets over alle onderzochte landen.
- In hoofdstuk 5 is geanalyseerd op welke wijze er structurele verbeteringen kunnen plaatsvinden in de Nederlandse kapitaalmarkt.
- Het rapport sluit af met de conclusies en de aanbevelingen (hoofdstuk 6).

De deelvragen die (primair) worden behandeld, worden in elk hoofdstuk en daaronder liggende paragrafen vooraf uitgelicht.

## 2 De risicokapitaalmarkt in Nederland, de actoren



### 2.1 Inleiding - een markt in ontwikkeling

In dit hoofdstuk wordt de Nederlandse risicokapitaalmarkt getypeerd en worden belangrijke ontwikkelingen binnen de markt beschreven. Vervolgens wordt ingegaan op de uitdagingen van de ondernemers in de vroege fase. Ten slotte worden de rollen van de overheid en private financiers in de vroege fase beschreven.

#### 2.1.1 Een economie in transitie

Nederland behoort tot de meest concurrerende economieën van de wereld. Volgens de Global Competitiveness Index van 2019 van het World Economic Forum (WEF) bekleedt Nederland de vierde positie<sup>6</sup>. Deze positie kan onder meer worden verklaard door de stabiele, betrouwbare overheid, een goed opgeleide bevolking en de ruimte voor ondernemerschap. Er zijn in Nederland steeds meer innovatieve bedrijven die groei realiseren en die disruptieve technologieën en nieuwe businessmodellen omarmen.

De Nederlandse economie heeft de afgelopen jaren een hoogconjunctuur gekend en de brede welvaart staat er goed voor. Toch zijn er ook belangrijke uitdagingen. En ook de coronacrisis heeft de Nederlandse economie nu hard geraakt. Ondanks de financiële steunmaatregelen van de overheid, vrezen veel bedrijven voor hun voortbestaan indien de coronacrisis nog veel langer aanhoudt<sup>7</sup> (zie ook bijlage 8). De woningmarkt staat onder druk, het land staat voor een ingrijpende energietransitie, er is krapte op de arbeidsmarkt en ondanks de gunstige economische ontwikkelingen zijn bedrijfsinvesteringen niet toegenomen en blijven private en publieke investeringen in R&D achter ten opzichte van innovatie-koplopers, waaronder Duitsland. Het Nederlands Comité voor Ondernemerschap heeft een aantal factoren benoemd die een (structurele) remmende invloed hebben op het groeivermogen van het MKB: lage investeringen, beperkte doorgroei van bedrijven, kwetsbaarheid voor conjuncturele schommelingen en weinig investeringen in R&D, digitalisering, innovatie, internationalisering en de ontwikkeling van medewerkers<sup>8</sup>. Daarnaast is de afgelopen jaren de werkgelegenheid aanzienlijk gegroeid, maar wordt een groot gedeelte van de ondernemers belemmerd door een tekort aan personeel.

De ontstane welvaart en werkgelegenheid wordt voor een groot deel gecreëerd door innovatiestartups, familiebedrijven, mondiale ondernemingen en een robuust midden- en kleinbedrijf. Deze ondernemingen hebben zich staande gehouden in een omgeving die gekenmerkt wordt door een aantal belangrijke transitieën, waaronder digitalisering, globalisering en op het gebied van duurzaamheid en klimaat. Het kabinet kiest ervoor om met haar missiegedreven innovatiebeleid deze transitieën te versnellen. Onderdeel van deze transitieën is een versnelling van vernieuwing, disrupties, bedrijfscycli en productcycli. De ondernemersrisico's nemen daarmee toe. De Nederlandse MKB-ondernemers zullen werk moeten maken van een nieuwe manier van groeien, waarin investeren in structureel groeivermogen centraal staat.

<sup>6</sup> Global Competitiveness Report 2017-2018

<sup>7</sup> <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/19/helpt-bedrijven-vreest-voor-voortbestaan-door-coronacrisis>

<sup>8</sup> Jaarbericht, Staat van het mkb, 2019

Het kabinet streeft ernaar dat Nederland concurrerend en innovatief blijft. Startups en scale-ups zijn belangrijk om onze huidige positie als innovatieve koploper te behouden. Om groei en transitie te realiseren, zijn er meer investeringen nodig, die veelal een risicovol karakter hebben. Als goede ideeën blijven liggen omdat er geen passende financiering voor te vinden is, is dat nadelig voor het innovatievermogen en de economische ontwikkeling van Nederland. De jaarlijkse financieringsmonitor laat zien dat, met name, startups de meeste problemen ervaren om een financieringsbehoefte om te zetten in een succesvolle financieringsaanvraag.<sup>9</sup>



### **2.1.2 Ontwikkelingen in de risicokapitaalmarkt**

In 2013 verscheen het rapport 'Verkenning MKB-financiering' van de Commissie Hoek en in 2014 het onderzoek getiteld 'Het Kleinbedrijf- Grote motor van Nederland' van McKinsey. De status van met name het MKB, bij het verkrijgen van financiering, was zorgelijk. Het toenmalige kabinet signaleerde voornamelijk knelpunten daar waar het gaat om financiering van innovatieve starters en doorgroeiers. De aanhoudende krimp van de economie, een bezuinigende overheid en consumenten die terughoudend waren, zorgden voor een afname van de omzet van het MKB en groeiend aantal faillissementen.<sup>10</sup> Dit resulteerde in een hoger kredietrisico en druk op de kredietwaardigheid van ondernemers. Het waren vooral de ondernemers met een financieringsbehoefte tot € 250.000,- die moeilijk aan financiering konden komen. Hoewel dit vooral bij banken het geval was, gingen ook private investeerders, die enkele jaren daarvoor nog veel investeerden, minder in risicovolle activiteiten investeren. Dit had vooral betrekking op investeringen in de vroege fase van innovaties, omdat in deze fase het nog niet helder is of de ontwikkelingen daadwerkelijke gerealiseerd kunnen worden. Daarnaast passen de activiteiten niet meer in de R&D-subsidies en private investeerders tegelijkertijd nog niet willen investeren in deze zeer risicovolle activiteiten, omdat de innovatie voor hen te ver van de markt afstaat.<sup>11</sup>

Met als achtergrond de krimpende kredietverlening van verschillende financiële instellingen aan het bedrijfsleven, heeft het ministerie van EZK verschillende instrumenten opgetuigd om de toegang voor risicokapitaal voor ondernemers in de vroege fase te vergroten. Deze financieringsinstrumenten zijn onderdeel van het in 2014 gevormde Toekomstfonds. Doelstelling van het Toekomstfonds is het versterken van de innovatieve kracht van Nederland door het beschikbaar stellen van financiering voor innovatief en snelgroeiend MKB en voor fundamenteel en toegepast onderzoek en het behouden van vermogen voor toekomstige generaties. Binnen de structuur van dit fonds bestaat het innovatiefonds MKB+ uit volledig revolverende instrumenten (Dutch Venture Initiative en de regionale ontwikkelingsmaatschappijen) en gedeeltelijk revolverende instrumenten (Innovatiekrediet, de Seed Capital-regeling en de regeling Vroegefasefinanciering).

Medio 2018 is het MKB-actieplan verschenen, waarin verder wordt ingezet op intensivering van de risicokapitaalinstrumenten (o.a. grotere investeringsfondsen in de Seed-fase). Om de markt voor MKB-financiering verder te ontwikkelen, is in 2018 de Stichting MKB-financiering opgericht door financiers, intermediairs en de wetenschap. Deze onafhankelijke organisatie heeft als doel om de toegang tot alternatieve financieringsmogelijkheden voor ondernemers makkelijker te maken en wordt gesteund door het ministerie van EZK.

<sup>9</sup> Dialogic (2019). Onderzoek beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt

<sup>10</sup> Algemeen beeld van het mkb in de marktsector in 2012-2013. Bangma, K. & Snel, D. 2012.

<sup>11</sup> Commissie Hoek (2013). Verkenning mkb-financiering



Eind 2018 deelt Staatsecretaris Keijzer in de Kamerbrief 'Stand van zaken startup- en scale-up-beleid' haar bevindingen over knelpunten die startups in hun groei ervaren. *"De toegankelijkheid van kapitaal is een belemmering voor startups. Ondanks de toename van het aanbod van risicokapitaal door diverse interventies van de overheid, is het per startup geïnvesteerde kapitaal relatief laag in Nederland. Nederland blijft vooral achter voor wat betreft investeringen in de vroege fase, maar ook de latere financieringsrondes blijven een punt van aandacht"*.<sup>12</sup> In de brief wordt tevens benoemd dat het aanbod van privaat kapitaal is vergroot door de Seed-regeling en een door-ontwikkeling van die regeling voor business angels/informals investors.

In 2019 zijn de risicofinancieringsinstrumenten Vroegfasefinanciering (VFF), het innovatiekrediet (IK), de Seed Capital-regeling (Seed), het Dutch Venture Initiative (DVI) en de Groeifaciliteit (GF) geëvalueerd. De evaluaties laten zien dat de instrumenten een doeltreffende en doelmatige werking hebben en vormen een keten van financiering. De evaluaties tonen aan dat er sprake is van additionaliteit. Zonder de inzet van de regelingen was er vanuit de markt minder geïnvesteerd in bedrijven en zou er minder innovatie hebben plaatsgevonden. In de begeleidende Kamerbrief 'Financieringsmonitor en evaluaties diverse financieringsinstrumenten' wordt er beschreven dat door transitie, zoals digitalisering, verduurzaming, nieuwe (sleutel)technologieën en nieuwe verdienmodellen, er behoefte is aan nieuwe financieringsarrangementen.

In deze periode wordt ook het wetsvoorstel ingediend tot de oprichting van Invest-NL. Beoogd wordt dat Invest-NL zowel een ontwikkeltaak als een investeringstaak krijgt.<sup>13</sup> Invest-NL dient ondernemingen te ondersteunen bij het realiseren van private financiering voor maatschappelijke transitieopgaven en voor groei. Daarnaast krijgt Invest-NL als taak om zelf financiering te verstrekken aan ondernemingen voor het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven, maar ook aan het MKB en op groei gerichte middelgrote ondernemingen, die een bijdrage leveren aan de Nederlandse economie. Op 16 januari 2020 wordt Invest-NL gelanceerd.

In 2019 heeft KplusV een omvangrijk onderzoek<sup>14,15</sup> uitgevoerd onder ondernemers en informal investors en daarbij valt een aantal zaken op<sup>16</sup>:

#### Ondernemers

- Investor readiness van ondernemers is iets anders dan de vaardigheden hebben om stapelfinanciering te realiseren.
- De kapitaalmarkt wordt als niet transparant ervaren door startups. Het aanbod is enorm gegroeid, maar gidsen die de weg kennen zijn schaars en ook is het moeilijk de aanbieders te beoordelen.
- Ondernemers die een sleuteltechnologie als basis voor hun onderneming gebruiken kunnen rekenen op dezelfde interesse van informal investors als degene zonder.
- Na een eerste financieringsronde volgde er in 75% van de gevallen nog een tweede financieringsronde, waarin informals en bancaire financiering de voornaamste bronnen waren.

<sup>12</sup> Brief van de Staatsecretaris van Economische Zaken en Klimaat (2018). Stand van zaken startup en scale-up beleid. Kamerstuk, 32637-343.

<sup>13</sup> Kamerbrief Stand van zaken oprichting Invest-NL

<sup>14</sup> Het onderzoek is uitgevoerd voor het platform Money Meets Ideas, een informal investing platform en samenwerking tussen de Rabobank en KplusV. Via het platform kunnen ondernemingen zich presenteren aan private investeerders om risicokapitaal op te halen.

<sup>15</sup> Groenevelt, F. (2019). Money Meets Ideas: kansen en knelpunten voor informal investing. KplusV organisatieadvies.

<sup>16</sup> Ook andere onderzoeken tonen het onbenutte potentieel van informals aan, waaronder ECE (2017) Business Angels in Nederland, BAN Nederland (2010) ([http://www.bannederland.nl/wp-content/uploads/2016/12/HoeVindIkEenInvesteerder\\_978-90-89590725.pdf](http://www.bannederland.nl/wp-content/uploads/2016/12/HoeVindIkEenInvesteerder_978-90-89590725.pdf)), en Panteia (2014) Informele investeerders en business angels in Nederland.



### Informals/Business Angels

- Veel potentiële informals worden nog niet aangesproken op een eventuele rol als informal investor, maar nemen producten af als Vermogensbeheer en Beleggingsadvies. Er is sprake van een groot onbenut potentieel.
- Veel informals kennen het Nederlandse innovatie-ecosysteem niet goed, zijn er nauwelijks op aangesloten en kennen de voor hen interessante financieringsinstrumenten niet.
- Informals trekken bij voorkeur samen op in 'gelegenheidscoalities' rondom een propositie, om kennis te delen, risico te spreiden en impliciet meer middelen te mobiliseren en minder te investeren in 'vaste teams'.
- Een groot deel van de informal investors omschrijft zich als een ervaren ondernemer, maar als een beginnend investeerder, waarbij ze de vaardigheden en de kennis om een deal te sluiten als belangrijkste drempel benoemen om te investeren.

Uit de evaluatie van de beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt blijkt dat de markt van alternatieve financiers groeit, maar dat in het bijzonder de markt voor durfkapitaal lastig blijkt te zijn voor ondernemers die kleine of juist hele grote tickets nodig hebben<sup>17</sup>. In de kamerbrief van 5 november 2019 wordt onderstreept dat de markt voor alternatieve financiering groeit, maar dat er maar weinig experts/gidsen zijn die voldoende zicht hebben op deze vormen. Verder wordt er een melding gedaan van een hernieuwd SME-envoy-onderzoek, waarin ook een aantal good practices uit andere EU-lidstaten wordt omschreven, ook op het vlak van Business Angel Investing. En dat met name voor het kleine MKB er knelpunten zijn waar het MKB-financieringsbeleid goed op ingrijpt, maar waar mogelijk aanvullende inzet mogelijk is.

In 2020 wordt het Actieplan van Techleap gepresenteerd. Techleap, voorheen StartupDelta, richt zich op een snellere opschaling en internationalisering van startups en scale-ups. Het actieplan is berust op vijf pijlers. Eén van die pijlers betreft het ophalen van meer durfkapitaal. Om nieuwe financieringsvormen te verkennen, gaat Techleap samenwerken met pensioenfondsen, banken en de overheid. Verder wordt in het actieplan opgeroepen om een extra impuls te geven aan investor readiness-programma's en het verbeteren van Business Angel Investing.

Daarnaast is de Financieringsmonitor 2019 verschenen. In de monitor komt naar voren dat vooral startups, snelgroeiende bedrijven en innovatieve ondernemingen problemen ondervinden bij het aantrekken van financiering. Met name voor startups valt op dat zij in hun oriëntatiefase al vaak stoppen met het binnenhalen van financiering. Mochten zij toch verder gaan na de oriëntatiefase, dan verkrijgen startups vaak minder kapitaal.

Gezien de huidige economische uitdagingen als gevolg van Covid-19 zijn er recentelijk een aantal onderzoeken uitgevoerd naar o.a. (durf)investeringen in startups. Zo laat een onderzoek van Golden Egg Check zien dat in het eerste half jaar, ondanks de uitbraak van het coronavirus, meer is geïnvesteerd in snelgroeiende Nederlandse technologiebedrijven<sup>18</sup>. De cijfers uit het onderzoek tonen aan dat investeringen in de maanden maart en april 2020 sterk terugliepen, maar er sinds mei 2020 sprake is van een opwaartse lijn. Ondanks deze positieve cijfers, blijkt ook dat een groot aantal startups door de coronacrisis in de problemen is geraakt.

<sup>17</sup> Dialogic (2019). Onderzoek beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt

<sup>18</sup> <https://www.nrc.nl/nieuws/2020/07/22/investeringen-in-jonge-techbedrijven-gestegen-ondanks-coronacrisis-a4006698>



Het kabinet stelde 300 miljoen beschikbaar voor de zogenoemde Corona Overbruggingslening (COL). Meer dan de helft van de startups die een lening hebben aangevraagd is afgewezen. Volgens de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's), verantwoordelijk voor de beoordeling van de aanvragen, konden veel bedrijven onvoldoende aantonen dat de problemen direct gerelateerd waren aan de coronacrisis<sup>19</sup>.



Techleap onderzocht de impact van het coronavirus op de Nederlandse startups en scale-ups<sup>20</sup>. Ongeveer 80 procent van de bedrijven verwacht door de crisis in financiële moeilijkheden te komen en 66 procent van de bedrijven verwacht binnen drie maanden tegen een cashtekort aan te lopen. Daarnaast werd in het onderzoek van Techleap geconcludeerd dat nieuwe investeringen van venture capital langzamer gaan. Uit onderzoek van KplusV en de Rabobank onder 200 informal investors bleek dat de meerderheid van de investeerders, 72 procent, aangeeft dat de crisis de huidige gesprekken en onderhandelingen beïnvloed<sup>21</sup>. Investeerders merken dat bedrijven met wie ze in gesprek zijn worden geraakt door de crisis en dat ondernemers meer tijd nodig hebben om hun businesscase of financiële projecties aan te passen op de crisis. Ook benoemen investeerders dat de huidige maatregelen het uitdagender maken om persoonlijke gesprekken te continueren. Uit dit onderzoek blijkt ook dat deze investeerders bereid zijn om kennis te maken met bedrijven die opzoek zijn naar risicodragend kapitaal. Ruim 70 procent is bereid om in contact te komen met nieuwe innovatieve ondernemingen. Wel geven investeerders aan voorzichtiger te zijn in hun beslissingsproces. In het dit onderzoek is een aparte bijlage opgenomen met de effecten van het coronavirus op ondernemers en investeerders (zie bijlage 8).

## 2.2 De ondernemers in de vroege fase

De afgelopen jaren is in Nederland een substantiële infrastructuur rondom startups ontstaan. Het kabinet heeft als doelstelling om het Nederlandse startup- en scale-up-ecosysteem het sterkste systeem te laten worden binnen Europa<sup>22</sup>. Startups zijn jonge, innovatieve, technologie-gedreven en schaalbare ondernemingen met een groei-ambitie<sup>23</sup>. Startups verschillen van regulier startende ondernemingen vanwege een vernieuwende technologie, een snellere beoogde groei en doelstellingen. De heterogeniteit onder startups is groot.

Startups in de vroege fase van het innovatieproces hebben nog geen markt-klaar product. De meetlat, om af te lezen hoe ver een innovatie of productontwikkeling is, op de weg naar volwassenheid is het instrument TRL, wat staat voor Technology Readiness Level<sup>24</sup>. Er zijn negen TRL- levels, waarbij TRL 1, het laagste niveau, uit technologisch onderzoek bestaat en TRL 9, het hoogste niveau, het in de markt brengen van een product of dienst betekent. In dit onderzoek zijn ondernemingen/startups in de vroege fase gedefinieerd als jonge ondernemingen die zich bevinden in het stadium van pre-seed (non revenu) tot grenzend aan cashflow ondernemingen die zicht hebben op een cashflow positieve status. Dit betreft TRL- level 1 tot en met 9.

<sup>19</sup> Techleap (2020). COL impact report: Government startup support during Covid-19

<sup>20</sup> Techleap (2020). The Dutch Tech Ecosystem and Covid-19

<sup>21</sup> KplusV & Rabobank (2020). Impact coronavirus op investeringsgedrag informal investors.

<sup>22</sup> Kamerbrief Stand van zaken startup en scale-up beleid

<sup>23</sup> Waarbij zowel innovatie (ook procesinnovatie) en technologie breed kan worden opgevat

<sup>24</sup> Zie begrippenlijst in bijlage 3 voor nadere toelichting

Investeringen verkrijgen voor innovaties en productontwikkelingen is uitdagend. Met name wanneer de onderneming zich nog in de vroege startfase bevindt, neemt de kans om een 'deal' tot stand te brengen aanzienlijk af, terwijl de behoefte aan financiering in deze fase juist het grootst is: "Van die groep bedrijven met een financieringsbehoefte zet 83% serieuze stappen om de mogelijkheden te verkennen. Vervolgens besluit 69% van deze bedrijven na oriëntatie daadwerkelijk een financieringsaanvraag te doen en daarvan is 84% succesvol".<sup>25</sup>



Wat gebeurt er onderweg van financieringsbehoefte naar de realisatie van die financiering? Welke stappen neemt een ondernemer en waar lopen ze tegenaan? De kwaliteit en aantrekkelijkheid van de propositie is in eerste instantie een belangrijke factor die bepalend is voor de kans van slagen van een financiering. Uit eerdere onderzoeken blijkt daarnaast ook dat de zoektocht van ondernemers naar externe financiering gekenmerkt door een reeks aan obstakels.<sup>26</sup> Vaak wordt gekeken naar de aanwezigheid – dan wel afwezigheid – van voldoende durfkapitaal in Nederland als verklarende factor voor de beperkte hoeveelheid succesvolle investeringsrondes. Zo blijkt dat er sprake is van een beperkt en gefragmenteerd aanbod van durfkapitaal, met een kleine dealgrootte, een gebrek aan financiering voor specifiek de vroege fase en tot slot dat fondsen met moeite institutionele en buitenlandse investeerders weten aan te trekken.<sup>27</sup>

Niet onbelangrijk is dat de door ondernemers ervaren obstakels zich ook in aanzienlijke mate op het vlak van gedrag van de ondernemers zelf bevinden. In de diverse onderzoeken komt het gebrek aan *beseft* bij ondernemers van de mogelijkheden van externe financiering, het gebrek aan diens *kennis* over het inzetten en de vereisten van deze bronnen als ook het gebrek aan *skills* om alternatieve investering in te zetten, duidelijk naar voren. Naast een mogelijk beperkt aanbod, belemmeren deze gebreken zo de toegang als ook de daadwerkelijke realisatie van externe financiering. Ook ontwikkelt het aanbod van alternatieve financiering zich sterk. Er komen 'iedere dag' wel nieuwe intermediairs en financiers bij. Aan de ene kant is dit een positieve ontwikkeling, indien er namelijk meer aanbod is, valt er wat te kiezen voor de ondernemer en hierdoor wordt de kans ook groter dat er passende financiering wordt gevonden. Aan de andere kant wordt de markt daarmee ook onoverzichtelijker. Voor veel ondernemers voelt het als een jungle. Zowel het gebrek aan besef ten aanzien van de beschikbaarheid van alternatieve investeringen als aan kennis en skills, als ook het groeiende aanbod, maken dat het gehele investeringslandschap door de ondernemer als weinig transparant wordt ervaren.

Het aantrekken van externe financiering kost dus veel tijd en deze lange doorlooptijd is juist iets waar startende ondernemingen niet over beschikken. Het gebrek aan besef, skills en kennis wat betreft de beschikbaarheid, toegankelijkheid en inzet van durfkapitaal, draagt in sterke mate bij aan een situatie waarin veel ondernemingen niet over voldoende cashflow beschikken en daarmee (te) lang verblijven in de gevreesde *valley of death*. Voor het overbruggen van de *valley of death* is het van belang dat er voldoende kapitaal beschikbaar is. In onderstaande paragrafen wordt ingegaan op de publieke en private vormen van durfkapitaal in de opstartfase.

---

<sup>25</sup> Financieringsmonitor 2019

<sup>26</sup> Financieringsmonitor 2019

<sup>27</sup> Actieplan Techleap 2020

## 2.3 De publieke financiers en hun rol



- |           |  |
|-----------|--|
| <b>A4</b> | <b>Welke typen publiek durfkapitaal zijn er nu beschikbaar voor Nederlandse ondernemers (nationaal, regionaal en EU)?</b>      |
| <b>A9</b> | <b>Wat is de huidige rol van de overheid in de Nederlandse durfkapitaalmarkt? (financiële en niet-financiële instrumenten)</b> |

### 2.3.1 Typering van durfkapitaal in Nederland

De financieringsmogelijkheden van startups zijn afhankelijk van de fase in het innovatieproces waarin het bedrijf zich bevindt. Voor de financiering van de opstartfase of voorbereidingsfase is een innovatieve startup afhankelijk van durfkapitaal. Het begrip durfkapitaal is een synoniem van het ook veelvuldig als term gebruikte risicodragend kapitaal. Risicodragend kapitaal wordt vaak geïnvesteerd in bedrijven in ruil voor aandelen en zeggenschap of via een converteerbare lening.

Investerings met durfkapitaal worden door OECD onderverdeeld naar drie 'fases'<sup>28</sup>:

- zaaikapitaal ook wel *seed capital* wordt versterkt voor het onderzoeken, beoordelen en ontwikkelen van een concept voordat de onderneming de opstartfase heeft bereikt;
- vroege-fase durfkapitaal wordt verstrekt aan ondernemingen die in oprichting zijn of recent zijn opgericht, maar nog geen commerciële verkopen hebben gedaan;
- late-fase durfkapitaal is gericht op groei van een jong bedrijf dat nog niet het break-evenpunt heeft bereikt of winstgevend is.

Durfkapitaal wordt verstrekt door formele en informele én publieke en private investeerders. Dit zal in onderstaande sub-paragrafen worden geduid.

### 2.3.2 Rol van de Rijksoverheid in de durfkapitaalmarkt

In deze paragraaf wordt een beknopt overzicht gegeven van de belangrijkste regelingen en initiatieven waar de Nederlandse Rijksoverheid bij betrokken is ter bevordering van de financiering van jonge innovatieve ondernemingen. De Nederlandse overheid is er om de imperfecties in de markt op te lossen. Hiertoe intervenueert de overheid in de durfkapitaalmarkt door in te zetten op het creëren van transparantie, te zorgen voor kennisuitwisseling en kapitaal beschikbaar te stellen (indirect en direct) en ook privaat kapitaal uit te lokken. Het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft diverse stimuleringsinstrumenten ingezet om het aanbod van risicodragend vermogen te vergroten.<sup>29</sup> In onderstaand figuur staat een overzicht van de verschillende risicokapitaalinstrumenten waar de Nederlandse overheid op inzet om een impuls te geven aan het economisch groeivermogen en waarmee ze tracht het tekort aan (risico)kapitaal dat bedrijven kunnen aantrekken te verkleinen. De instrumenten zijn gericht op ondernemingen in verschillende levensfasen.

<sup>28</sup> OECD (2014). Entrepreneurship at a Glance. OECD Publishing.

<sup>29</sup> Brief van de staatssecretaris van Economische Zaken, kamerstuk bedrijfslevenbeleid, 2018. 32637, nr 318.

Vorbereidingsfase / startfase		Groei		Doorgroei / consolidatie	Reorganisaties/ balansversterking
Creatie ideeën voor commercialisering	Van idee naar gefinancierd businessplan	Van businessplan naar eerste klant en omzet	Van omzet naar eerste winst	Van eerste winst naar snelle groei	Herpositionering, reorganisatie, sanering
VFF		IK			
TTT- fonds					
Seed Capital regeling					
Seed Business Angels regeling					
		Borgstelling MKB			
		DVI			
		Garantie Ondernemingsfinanciering			
		Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)			
		Invest- NL (> €5 mln.)			

Figuur 1. Samenhang tussen risicokapitaalinstrumenten, naar fase en risicoprofiel<sup>30</sup>

In de voorbereidingsfase is publieke financiering vanuit de Rijksoverheid aanwezig via de Vroegefasefinanciering (VFF) en het Innovatiekrediet (IK). De Vroegefasefinanciering richt zich op innovatieve starters, bestaande uit innovatief mkb met een vernieuwingstraject en academische starters uit kennisinstellingen. Het doel van deze regeling is om de activiteiten in de vroege fase van het ontwikkelen en valideren van een innovatie te financieren. Het Innovatiekrediet (IK) biedt ondersteuning aan innovatieve bedrijven. Dit wordt gedaan door ondernemers een subsidie<sup>31</sup> te verstrekken in de vorm van lening voor risicovolle technische en klinische ontwikkelingsprojecten, waarin nieuwe producten, processen of diensten worden ontwikkeld. Het IK heeft als doel om innovatieprojecten sneller tot stand te brengen.

<sup>30</sup> Overgenomen uit evaluatie Seed, Groeifaciliteit en DVI (2018)

<sup>31</sup> Vanwege de verstrekking die plaatsvindt vanuit het Rijk kwalificeert ook een lening juridisch als een subsidie, en dient deze ook aldus aangemerkt te worden.

Sinds april 2019 is de aanmelding voor de Thematische Technology Transfer (TTT)-regeling opengesteld. De regeling stimuleert investeerders om te investeren in startups die gebruik maken van kennis van onderzoeksorganisaties binnen dezelfde thema (kennisstarters). De regeling kent twee pijlers. Het doel van de eerste pijler is dat onderzoeksorganisaties hun krachten bundelen in een samenwerkingsverband voor een thematische inzet op kennisoverdracht. De tweede pijler is erop gericht de beschikbaarheid van risicofinanciering voor kennisstarters te vergroten door via een aan het samenwerkingsverband gelieerd Thematisch Technology Transferfonds (TTT-fonds) te investeren in deze starters in hun vroegste ontwikkelingsfase.



In de groeifase zijn er verschillende regelingen. De Seed Capital-regeling richt zich op startups die moeite hebben om aan risicokapitaal te komen. De regeling heeft als hoofddoelstelling het verruimen van de beschikbare hoeveelheid risicodragend kapitaal voor technostarters en deze starters helpen om hun ideeën om te zetten in toepasbare producten of diensten. De overheid participeert niet direct in technostarters, maar indirect via private startersfondsen (participatiefondsen). Voor leningen tot € 1 miljoen (tijdelijk verhoogd naar € 1,5 miljoen als Corona-maatregel) is er de Borgstelling MKB-kredieten (BMKB). Met het borgstellingskrediet beoogt het ministerie van EZK een borgstelling te bieden voor leningen aan MKB-ondernemingen, innovatieve bedrijven, voor zover deze bedrijven onvoldoende zekerheden kunnen bieden aan de bank.

Sinds 2017 bestaat ook de Seed Business Angel-regeling. Business angels kunnen via deze regeling 'slim kapitaal' leveren aan startups door actief betrokken te zijn met hun kennis, netwerk en ervaring. De overheid verstrekt een renteloze lening van maximaal € 1 miljoen aan een fonds waar twee business angels actief zijn. De angels dienen vervolgens zelf minimaal eenzelfde bedrag in te leggen. Op deze wijze kunnen angels investeren in techno- en creatieve starters.

In de laatste fases van het innovatieproces zijn er diverse overheidsregelingen van toepassing ter bevordering van verdere commercialisering en grootschalige verspreiding. Het Dutch Venture Initiative (DVI) is in 2012 gelanceerd ten behoeve van meer late-fase durfkapitaal. Het doel is om innovatieve bedrijven die snel groeien betere toegang tot risicokapitaal te geven. DVI bestaat uit twee dakfondsen (fonds van fondsen). Deze twee fondsen investeren in private venture capital-fondsen die vervolgens in snelgroeiende innovatieve ondernemingen investeren. DVI investeert vaak als eerste in een fonds waarna private investeerders ook instappen.

Doelstelling van de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO) is het vergroten van mogelijkheden voor banken en schadeverzekeraars om te voorzien in financieringsbehoefte van het Nederlands bedrijfsleven met een garantie van maximaal € 75 miljoen op een bancaire lening (maximaal 50% garantie).

De Groeifaciliteit (GF) is een in 2006 opgerichte garantstelling. Op grond van de GF verstrekt de Nederlandse staat een garantstelling op achtergestelde leningen van banken en op investeringen van participatiemaatschappijen voor de financiering van mkb-bedrijven, om te helpen bij het aantrekken van risicodragend vermogen. Voor financiering met een overheidsgarantie kunnen ondernemers zich wenden tot de financier, de deelnemende banken en participatiemaatschappijen. De financier besluit of hij voor de financiering bij RVO een verzoek tot garantstelling indient en of hij de financiering uiteindelijk ook verstrekt.





### **2.3.3 Rol van andere overheden in de durfkapitaalmarkt**

#### De regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)

De Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) zijn een instrument van het ministerie van EZK en de regio's. De ROM's zijn actief in bijna alle provincies (waarin EZK deelneemt als financier, aandeelhouder en subsidieverstrekker) of er is een vergelijkbare publieke structuur zoals in Noord-Holland. De ROM's zijn opgericht om de regionale economische structuur te versterken. De ROM's versterken het ecosysteem in hun regio door het delen van kennis en het samenbrengen van ondernemers, kennisinstellingen en overheden. Verder investeren de ROM's in innovatieve en snelgroeiende bedrijven en stimuleren ze innovatie in het mkb op het gebied van onder meer gezondheid, duurzaamheid, veiligheid, topsectoren, smart industry en circulaire economie. Tot slot werken de ROM's samen met het NFIA bij het aantrekken en behouden van buitenlandse bedrijven naar en in hun regio<sup>32</sup>. Het ministerie van EZK is samen met de provincies aandeelhouder van de ROM en subsidieverstrekker en stuurt vanuit deze relatie de ontwikkelingsmaatschappijen aan. De ROM's dienen revolverend te financieren en hun kernkapitaal in stand te houden.

#### Regionale en gemeentelijke fondsen

Naast de ROM's hebben veel provincies en regio's of steden (Den Bosch, Regio Zwolle, Twente etc.) ook eigen risicokapitaal-fondsen die zij door private gespecialiseerde fondsmanagers laten beheren. In sommige gevallen besteden zij het fondsmanagement uit aan de ROM in de betreffende regio. Zo werkt bijvoorbeeld de NOM als ROM in de provincie Friesland, maar heeft de Provincie ook haar eigen fonds, de Friese Ontwikkelingsmaatschappij (FOM).

De fondsen verschaffen leningen, converteerbare obligaties en nemen participaties in bedrijven. Dit zijn mkb-bedrijven, die soms actief moeten zijn in gedefinieerde regionale speerpuntsectoren, veelal in de vroege fase (TRL 4-7), maar in sommige provincies bieden de fondsen ook financiering voor de latere fase (8-9). Sommige van de regionale fondsen zijn voortgekomen uit het Valorisatieprogramma, rondom de kennisinstellingen<sup>33</sup>. De fondsen zijn gefinancierd vanuit provinciale en gemeentelijke middelen, en zoals bijvoorbeeld het Innovatiefonds in Noord-Holland met Europese middelen (EFRO) of vanuit de universiteiten. Het aanbod aan ondernemers verschilt daarmee per regio. De fondsen kennen veelal een lagere rendementsdoelstelling dan de ROM's (en de private financiers) waardoor deze in een belangrijke positie hebben in de vroege start van bedrijven.

Enkele provinciale fondsen kunnen ook fonds-in-fonds investeringen verstrekken (gelijk aan DVI), waarmee zij indirect de investering in vroege fase bedrijven mogelijk maken (onder meer in Gelderland, Overijssel, Noord-Brabant). In dit onderzoek wordt dit instrument niet apart meegenomen, wel zijn de private fondsen waarin de provincies investeren onderdeel van het onderzoek.

#### Duurzaamheidsfondsen

Specifiek voor de verduurzaming in Nederland zijn er diverse regionale en gemeentelijke fondsen<sup>34</sup>. Deze fondsen financieren zowel projecten als bedrijven. Vroege fase bedrijven behoren bij een beperkt aantal van de fondsen tot de doelgroep, maar veelal gaat het om bewezen technologieën voor opwekking en besparing van energie, soms met enkele tienduizenden euro's tot vele miljoen zoals bijvoorbeeld het Participatiefonds Duurzame Economie Noord-Holland of het Energiefonds Brabant.

<sup>32</sup> <https://www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl/beleidsinstrumenten/roms>

<sup>33</sup> Dialogic (2017). Eindevaluatie Valorisatieprogramma

<sup>34</sup> Een totaaloverzicht staat op: <https://www.refs.nu>.

Deze fondsen vormen ook het voorportaal voor de aansluiting van Invest-NL. Hiermee zijn zij in staat om langjarige en substantiële financieringen in de vroege fase te realiseren.



#### European Innovation Council Accelerator Pilot (EIC Accelerator)

De Europese Commissie heeft als opvolger van hun subsidie-instrument voor individuele mkb bedrijven (het SME-instrument) de accelerator gelanceerd. Dit instrument maakt het mogelijk om aandelenparticipaties te nemen in een vroege fase bedrijf (van € 500.000 tot € 15 miljoen) én tegelijkertijd subsidie te verstrekken (€ 500.000 tot € 2,5 miljoen). Nederlandse ondernemers zijn succesvol in het aanvragen in vergelijking met andere landen. Het instrument werkt in de vorm van tenders, waardoor er geen continue aanvraag van financiering mogelijk is. De toekomst van dit instrument is afhankelijk van verdere onderhandelingen over het EU budget.

#### European Angels Fund (EAF)

Het EAF is een initiatief vanuit de Europese Investeringsbank (EIB) dat eigen vermogen verschaft aan business angels en andere niet-institutionele investeerders voor de financiering van innovatieve bedrijven. Het EAF Netherlands werkt nauw samen met business angels en helpt hen hun investeringscapaciteit te vergroten door mee te investeren in innovatie bedrijven in de seed-, early- of groeifase. In plaats van het toekennen van co-investeringen op basis van deal-by-deal, gaat het EAF een langdurige contractuele relatie aan met over het algemeen *super angels*. Dit vraagt commitment van de angels voor de komende 5 jaar. Op basis van een overeenkomst wordt vooraf aan een business angel een bepaald bedrag aan eigen vermogen voor co-investeringen beschikbaar gesteld voor toekomstige investeringen.

Het EIF, als onderdeel van de EIB Groep, verstrekt ook indirect risicokapitaal aan het MKB en in het bijzonder aan startende ondernemingen en bedrijven die op technologie zijn gericht. Financiering wordt verstrekt via leenfaciliteiten/garantie voor banken of via fund-in-fund constructies via venture capital (c.q. private equity maatschappijen). Voorbeelden in Nederland zijn gealloceerd kapitaal aan Qredits.

## 2.4 De private financiers

<b>A3 Welke typen privaat durfkapitaal zijn er nu beschikbaar voor Nederlandse ondernemers (nationaal, regionaal en EU)?</b>
--

Naast de publieke partijen zijn op de Nederlandse markt voor durfkapitaal verschillende private financiers actief. Dit zijn formele durfinvesteerders zoals venture capitalists en informele investeerders zoals business angels. Dit zijn zowel (hoofdzakelijk) Nederlandse financiers, als buitenlandse financiers (veelal in de latere fase).

### 2.4.1 Business angel investeringen

Business angels/informal investors zijn vaak (oud) ondernemers die investeren in de start- en groeifase van ondernemingen. Naast het ingelegde kapitaal neemt een business angel veelal ook specifiek kennis (bijvoorbeeld m.b.t. sector, internationalisering, etc.) , ervaring en een netwerk met zich mee. Dit wordt ook wel *Smart Money* genoemd. Een ontwikkeling die steeds meer gaande is, is dat verschillende business angels samen investeren in een bedrijf. Hierdoor wordt het totale investeringsbedrag groter en is er sprake van meer risicospreiding. Over het algemeen worden deze groei investeringen ten opzichte van individuele angel investeringen in een latere fase gedaan.



#### **2.4.2 Venture capital-investeringsmaatschappijen**

Venture capital-investeringsmaatschappijen investeren vooral in bedrijven die inspelen op trends; technostarters of innovatieve bedrijven die in een korte termijn een grote markt verwachten te veroveren. In Nederland zijn de VC fondsen in verschillende fasen actief: *seed*, *early stage vc*, en *later stage vc*. Het gros van de venture capital fondsen zijn lid van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en hebben een specifieke focus op sector of branche. Een belangrijk deel van deze fondsen kent haar opsporing in de samenwerking van een aantal business angels en/of komt voort uit Seedfondsen die verder zijn opgeschaald.

Een bijzondere categorie binnen venture capital zijn fondsen gerelateerd aan corporate venturing door 'strategische partijen' (veelal het grootbedrijf). Deze investeren in startups omdat deze in de toekomst een aanvulling kunnen vullen op het product en dienstenportfolio van het bedrijf. Denk aan bijvoorbeeld KPN Ventures of DSM Venturing. Maar ook bijvoorbeeld een organisatie als Doen Participaties investeert in de vroege fase, vanuit de middelen van de Postcode Loterij. Daarnaast zijn er ook een aantal private partijen die lokaal investeren.

#### **2.4.3 Overige vormen van privaat kapitaal**

Naast de bovenstaande vormen van financiering voor ondernemers in de vroege fase, is de Rabo Innovatielening (RIL) een instrument waar ondernemers gebruik van kunnen maken die nog niet in aanmerking komen voor een bancaire lening. Met deze lening beoogt de Rabobank innovatieve bedrijven verder te helpen wanneer er nog geen bewezen resultaten zijn of het ontbreekt aan voldoende cashflow. De RIL betreft een achtergestelde geldlening tussen de € 25.000 en € 150.000 voor innovaties op het gebied van circulaire economie, food, renewables en vitality.

Tenslotte zijn er ook strategische partijen die niet via een fonds investeren in vroege fase bedrijvigheid, maar rechtstreeks. Denk bijvoorbeeld aan partijen in de medische sector, die zich zo verbinden aan de innovatiekracht van een startup.

## 3 De Nederlandse markt in beeld



### 3.1 Inleiding

Dit hoofdstuk brengt in beeld hoe aanbod en vraag in de Nederlandse vroege fase durfkapitaalmarkt op elkaar zijn afgestemd. Hiervoor worden de huidige stand van zaken op de financieringsmarkt en het perspectief van zowel de ondernemer als de investeerder hierop in kaart gebracht.

Voor een overzicht over de ontwikkelingen in de markt is gebruik gemaakt van databases van Techleap en NVP. De database van Techleap is meer gericht op investeringen in vroege fases en kent een breder palet aan financiers die worden meegenomen. Deze is daardoor voor dit onderzoek het meest passend<sup>35</sup>. Deze data is vergeleken met de informatie uit de NVP database. In bijlage 2 wordt de verantwoording van de gemaakte keuzes nader toegelicht.

De cijfers geven een beeld van de durfkapitaalinvesteringen in Nederland van 2015 tot en met 2019. Bij interpretatie van deze data is zorgvuldigheid geboden. De cijfers laten alleen de investeringen zien die publiekelijk bekend zijn. Met name investeringen in de vroege fase door informele investoren zijn vaak 'onzichtbaar'<sup>36</sup> en komen daardoor niet allemaal terug in de databases. Schattingen gaan er vanuit dat circa 10% van alle investeringen door informals zichtbaar is<sup>37</sup>. Voor latere fases is de markt veel transparanter en zijn databases (zoals die van de NVP) betrouwbaarder.

### 3.2 De behoefte van bedrijven

- |           |  |
|-----------|--|
| <b>A1</b> | <b>Voor welke typen investeringen is er door bedrijven behoefte aan (meer) durfkapitaal?</b>   |
| <b>A2</b> | <b>Waar en waarom is er in sectoren meer en minder behoefte aan durfkapitaal?</b>  |
| <b>A5</b> | <b>Hoeveel durfkapitaal wordt er op dit moment geïnvesteerd (in Nederland) en wat zijn de karakteristieken van deze investeringen (investeringsfase, ronde, gemiddelde bedragen)</b> |
| <b>A6</b> | <b>Wat zijn voor bedrijven de knelpunten om succesvol durfkapitaal aan te trekken?</b>   |

#### 3.2.1 Totale hoeveelheid investeringen durfkapitaal

Zoals aangegeven in paragraaf 3.1 is zorgvuldigheid geboden bij de interpretatie van de onderstaande data. In 2019 is op basis van de Techleap database in Nederland € 337 miljoen aan durfkapitaalinvesteringen in vroege fase bedrijven geregistreerd. Dat is een daling van circa 9% ten opzichte van 2018. Ook het aantal investeringen is gedaald ten opzichte van een jaar eerder (zie figuur 2). Hiermee breekt 2019 de opgaande lijn die sinds 2016 zichtbaar was. Wel is het totale investeringsbedrag fors hoger dan in 2015 en 2016. In figuur 2 is zichtbaar dat het aantal transacties minder sterk varieert dan de investeringsomvang. Het gemiddelde investeringsbedrag is in de afgelopen jaren sterk gegroeid met circa 28% sinds 2015 naar € 2,4 miljoen. Het gemiddelde investeringsbedrag per bedrijf is onveranderd ten opzichte van 2018. Het gemiddelde investeringsbedrag wordt in sterke mate beïnvloedt door een aantal grotere investeringen, dit is met name het geval in de life sciences & health sector.

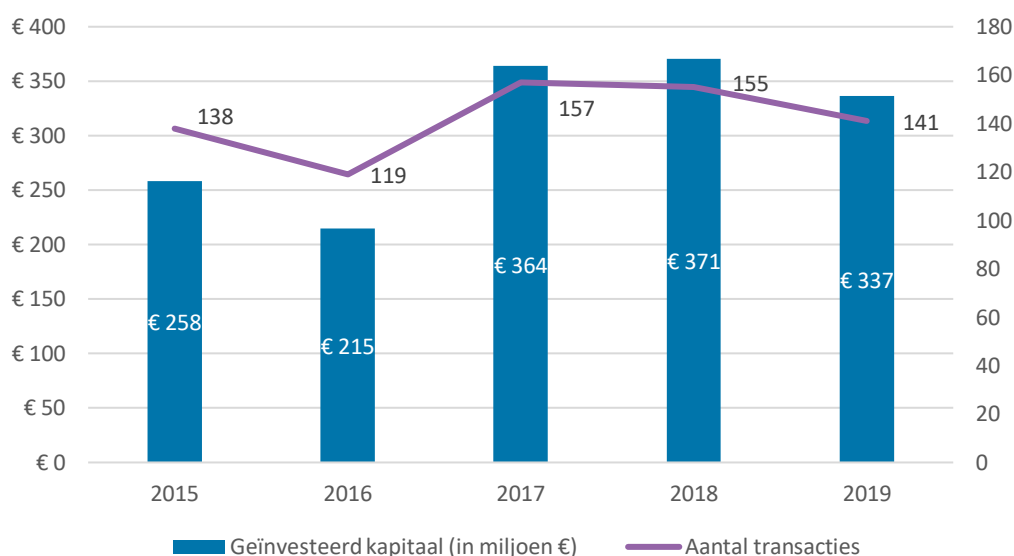
<sup>35</sup> De keuze om de database van Techleap als uitgangspunt te nemen voor dit onderzoek is afgestemd met de begeleidingscommissie van het onderzoek (zie paragraaf 1.3.6.)

<sup>36</sup> Investerings worden vaak niet geregistreerd door business angel netwerken of andere instituties.

<sup>37</sup> EBAN Statistics compendium: European Early Stage Market Statistics 2018, Evaluation of EU Member Status' Business Angel Markets and Policies CSES, 2012.

Door lange ontwikkeltrajecten wordt in deze sector vaak veel kapitaal opgehaald voordat commerciële resultaten aanwezig zijn. Deze sector heeft tevens zeer gespecialiseerde professionele investeerders en ervaren ondernemers en kent daarom een ander financieringslandschap in vergelijking met andere sectoren.

Het mediane investeringsbedrag in 2019 bedraagt € 1 miljoen. Een kanttekening bij dit bedrag is dat de meeste kleine investeringen niet publiek gemaakt worden en daarom niet in databases verschijnen. De genoemde gemiddelde bedragen zijn daarom hoogstwaarschijnlijk een overschatting van het daadwerkelijk bedrag. Wanneer we kijken naar andere bronnen zien we dat de gemiddelde investering tussen de € 200.000 en € 400.000 bedraagt<sup>38</sup>. Op basis van de beschikbare data is het slechts mogelijk om een bandbreedte aan te geven van het gemiddelde investeringsbedrag.



Figuur 2. Ontwikkeling vroege fase durfkapitaal in Nederland (Techleap, 2020)

In onderstaande tabel wordt het verschil inzichtelijk gemaakt tussen de databases van Techleap en NVP. Hierin worden de totalen per fase voor de twee databases vergeleken over 2018. Dit is het laatste jaar waarvan beide databases compleet beschikbaar waren. De tabel laat zien waarom de data van beide bronnen moeilijk te combineren is. Beide partijen gebruiken hun eigen definities voor de groeifases. Te zien is dat de nadruk in de NVP-database in de latere fases ligt en dat de Techleap database meer de vroege fase in beeld brengt. Uit onderstaande tabel blijkt eveneens dat in de data van Techleap 'Angel' als een fase wordt getypeerd in plaats van (meestal gebruikt) een financieringsbron. Angels investeren typisch in vroege fase ondernemingen. Voor vervolgberekeningen nemen we deze daarom mee in de fase 'seed'. NVP vraagt aan haar leden om alle investeringen te melden die dat jaar gedaan zijn. Hierdoor ontstaat een vrij volledig beeld. NVP leden zijn professionele investeerders en daarom vaak niet in de vroegste fases actief. Techleap komt voornamelijk via crowd sourcing aan haar data. Hierdoor is niet alle data in beide databases beschikbaar.

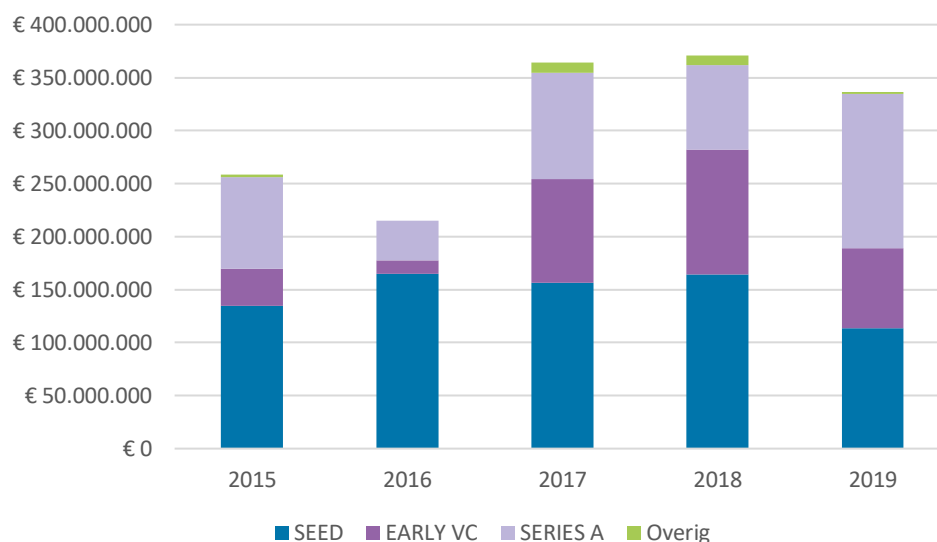
<sup>38</sup> KplusV (2020) investeringen via MMI platform; Financieringsmonitor 2019, kapitaalmarktonderzoek Oost-Nederland (2020)



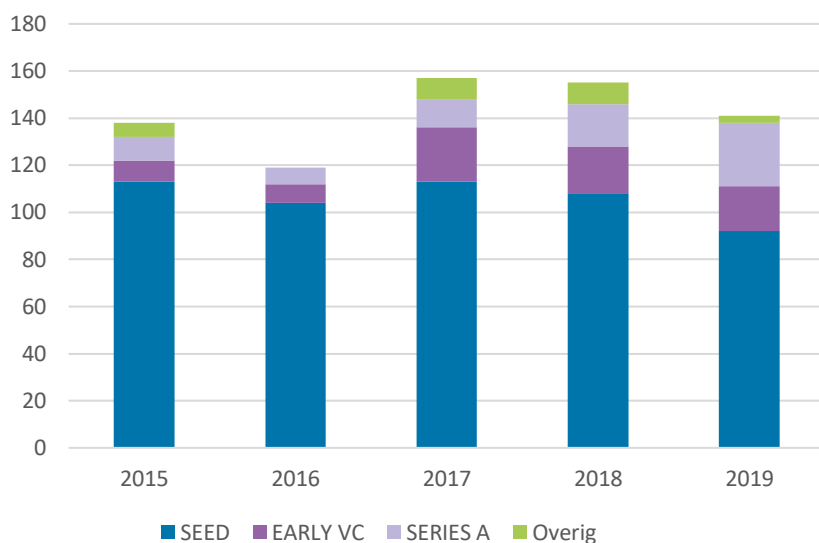
Tabel 1. vergelijking data Techleap en NVP

Fase / vorm	Techleap	NVP
Angel	€ 13 miljoen	n.v.t.
Seed	€ 151 miljoen	€ 44 miljoen
Start-up	n.v.t.	€ 290 miljoen
Early VC	€ 118 miljoen	n.v.t.
Early stage	n.v.t.	€ 453 miljoen
Series A	€ 80 miljoen	n.v.t.
Overig/onbekend	€ 9 miljoen	n.v.t.
<b>Totaal</b>	<b>€ 371 miljoen</b>	<b>€ 787 miljoen</b>

Uit figuur 3 en 4 blijkt dat investeringen in de seed-fase circa 65% van alle transacties bedragen en 34% van het totaal geïnvesteerde vermogen bedraagt. Zowel het absolute aantal investeringen als het aandeel in het totaal aantal investeringen in de seed-fase neemt al een aantal jaren achtereen af. Daarentegen zijn investeringen in Series A-fase gegroeid in de afgelopen jaren. Zie hiervoor ook tabel 2.



Figuur 3. Omvang van investeringen naar fase



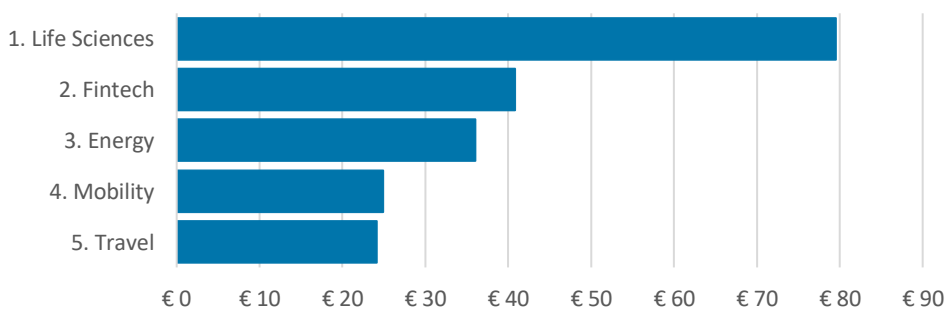
**Figuur 4. Aantal investeringen naar fase**

De gemiddelde bedragen per fase fluctueren per jaar. Doordat het om relatief kleine aantallen investeringen gaat hebben enkele grote investeringen veel effect op het gemiddelde. Zo is de hoge waarde in 2017 grotendeels te verklaren door een investering van € 60 miljoen die in Series A categorie wordt meegenomen.

**Tabel 2. Gemiddelde investering per fase**

	2015	2016	2017	2018	2019
Seed	€ 1.191.500	€ 1.585.400	€ 1.386.400	€ 1.521.900	€ 1.235.300
Early VC	€ 3.875.600	€ 1.605.300	€ 4.238.400	€ 5.891.900	€ 3.975.700
Series A	€ 8.659.400	€ 5.293.800	€ 8.391.400	€ 4.430.900	€ 5.390.900
Overig	€ 366.400	€ 0	€ 1.051.300	€ 973.800	€ 653.000
<b>Totaal</b>	<b>€ 1.871.800</b>	<b>€ 1.804.900</b>	<b>€ 2.320.400</b>	<b>€ 2.391.800</b>	<b>€ 2.387.900</b>

Er zijn grote verschillen tussen sectoren in aantallen investeringen en het geïnvesteerde kapitaal. De sector Life Sciences & Health is zowel in aantallen als in totale investeringen de grootste categorie. Ook het gemiddelde geïnvesteerde bedrag in deze sector is met € 3,6 miljoen ruim hoger dan het gemiddelde.



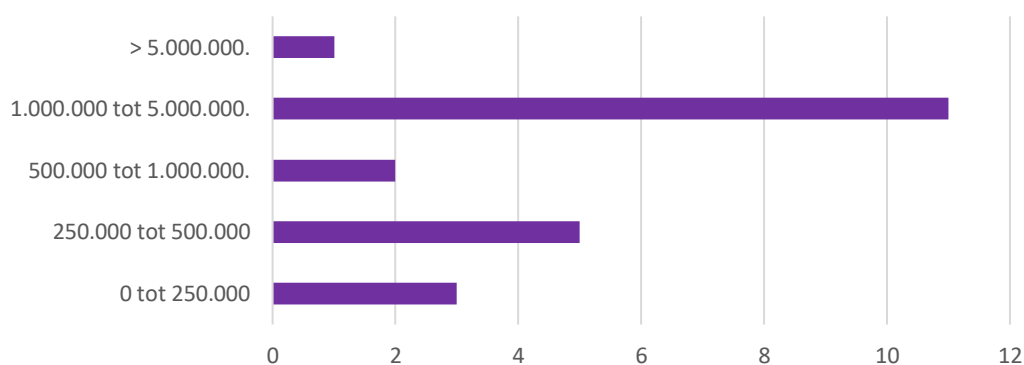
**Figuur 5. Geïnvesteerd kapitaal per sector (x miljoen)**

### 3.2.2 Behoeftte aan durfkapitaal

Het volume van investeringen zegt nog weinig over of dit aansluit bij de behoefte van ondernemers. Via een telefonische enquête onder ondernemers actief in de vroege fase en via recentelijk uitgevoerde kapitaalmarktonderzoeken, is een beeld verkregen van de behoefte van ondernemers aan durfkapitaal<sup>39</sup>. De resultaten van de enquête die relevant zijn voor de beantwoording van de onderzoeksresultaten staan hieronder weergegeven. De volledige analyse en beschrijvende statistieken van de enquête-resultaten is te vinden in bijlage 6.

#### Veel ondernemers op zoek naar kapitaal

Uit de resultaten van de (telefonische) enquête blijkt dat 70 procent van de respondenten op dit moment een financieringsbehoefte heeft. De gemiddelde kapitaalbehoefte bedraagt circa € 1.3 miljoen<sup>40</sup>. De meeste ondernemers hebben een kapitaalbehoefte tussen de € 1 en € 5 miljoen (zie figuur 6). De 30 procent van de respondenten die op dit moment geen behoefte heeft aan kapitaal daarvan geeft de meerderheid aan dat zij recentelijk gefund zijn.



Figuur 6. Omvang huidige financieringsbehoefte

#### Een mix van vreemd en eigen vermogen voor ontwikkeling en groei

Ondernemers weten niet altijd aan te geven in welke TRL-fase zij zich bevinden, maar het overgrote gedeelte van de respondenten met een kapitaalvraag bevindt zich op basis van de beoordeling van de onderzoekers in TRL fase 4-7. Ongeveer de helft van de ondervraagde ondernemers is opzoek naar eigen vermogen, 13 procent naar vreemd vermogen en 39 procent naar een combinatie van beide. De kenmerken van vreemd vermogen passen echter niet bij de kenmerken van de onderneming met de kapitaalvraag. De jonge innovatieve bedrijven hebben met name behoefte aan financiering via eigen vermogen omdat zij vaak voor financiering via vreemd vermogen niet in aanmerking komen. Hiervoor hebben zij nog te weinig trackrecord en voorspelbare resultaten. Een groot gedeelte van de ondernemers met een kapitaalbehoefte wil investeren in productontwikkeling/innovatie. In totaal hebben 32 van de 39 ondernemers aangegeven dat zij verwachten in de komende drie jaar een (aanvullende) financieringsbehoefte te hebben. Opvallend hierbij is dat een derde van deze ondernemers een kapitaalvraag heeft die groter is dan € 10 miljoen. Dit kan verklaard worden vanuit de sectoren, energie en life sciences, waarin deze ondernemers actief zijn. Dit zijn kapitaalintensieve sectoren.

<sup>39</sup> Het kwantificeren van de behoefte valt buiten de scope van dit onderzoek.

<sup>40</sup> Een van de respondenten gaf aan een kapitaalbehoefte van 40 miljoen te hebben. Voor de berekening van de gemiddelde kapitaalbehoefte is deze respondent niet meegenomen.



### Recente onderzoeken

Recentelijk zijn er een drietal kapitaalmarktonderzoeken uitgevoerd in Flevoland, Utrecht en Oost-Nederland. Uit deze kapitaalmarktonderzoeken is gebleken dat het aanbod van kapitaal ver achterblijft bij de vraag naar kapitaal<sup>41</sup>. Uit kapitaalmarktonderzoek Oost-Nederland<sup>42</sup> komt naar voren dat 17 procent van de totale vraag naar kapitaal afkomstig is van startups. Dit betreft ongeveer € 400 miljoen voor dit landsdeel. Het overgrote gedeelte van deze ondernemingen is afkomstig uit de creatieve industrie en de Agrofood sector. De ticket size van de financieringsvraag varieert tussen de € 0.25 en € 2.5 miljoen. Dit beeld komt redelijk overeen met het kapitaalmarkt-onderzoek in provincie Utrecht. De totale kapitaalvraag vanuit startups bedraagt in deze regio € 356 miljoen. De belangrijkste vraag komt hier uit innovatieve startups in sector transport/ICT. In beide regio's is er sprake van een fors tekort aan kapitaal in de startup fase. In Gelderland en Overijssel ligt de kapitaalvraag meer dan een factor drie hoger dan het aanbod. In regio Utrecht is dit eveneens het geval. Uit beide onderzoeken komt tevens naar voren dat in de vroege TRL-fasen (1 t/m 3) relatief gezien het minst kapitaal beschikbaar is. Dit is herkenbaar aangezien in deze fases de meeste risico's zitten en marktaanbieders hier relatief beperkt opereren. In deze fases geldt doorgaans ook dat subsidies een geschikt instrument zijn. Ondanks dat er veel subsidies zijn in de fase, is er nog steeds sprake van een tekort aan kapitaal. Het kapitaalmarktonderzoek in Oost-Nederland laat ook een tekort aan kapitaal zien in TRL fasen 7-9, en aanbodruimte van kapitaal in TRL fase 4-6.

Uit de financieringsmonitor van 2019 blijkt dat voor startups en innovatieve ondernemingen het moeilijker is (of moeilijk is gebleven) om externe financiering aan te trekken. Deze bedrijven hebben nog een beperkte staat van dienst, moeten hun groei in goede banen zien te leiden of hebben te maken met onzekere baten uit de ontwikkeling of introductie van nieuwe producten en diensten. Het doorsnee gezochte bedrag door startups en snelgroeiende bedrijven is € 150.000,-. Innovatieve bedrijven zoeken in de regel juist grotere bedragen, ongeveer € 300.000,-.

In Nederland is momenteel geen betrouwbaar inzicht van de sectorale verschillen. De onderzoekspopulaties die daarvoor gehanteerd moeten worden, zijn groter dan tot nu toe ingezet worden voor de voornoemde onderzoeken<sup>43</sup>. Op basis van de beschikbare data is het niet mogelijk vast te stellen voor welke sectoren meer of minder behoefte is aan durfkapitaal<sup>44</sup>. Uit de interviews met experts en (telefonische) enquête onder ondernemers zijn wel een aantal beelden ontstaan waar mogelijk een grotere mismatch tussen vraag en aanbod bestaat. Bedrijven die een lange ontwikkelperiode en terugverdientijd kennen, waaronder hardware producten, bedrijven in de Biotech en innovaties gericht op maatschappelijke transitie als duurzaamheid, hebben een hogere financieringsbehoefte. Dit valt te verklaren omdat deze bedrijven vaak een langere periode moeten overbruggen totdat het product op de markt kan worden gebracht. De ontwikkelkosten moeten hierdoor worden gefinancierd met extern kapitaal. Ook kapitaalintensieve sectoren zoals hightech hebben meer moeite om kapitaal op te halen in de vroege fase. Voor bedrijven in de software en IT gerelateerde sectoren zijn relatief veel mogelijkheden voor financiering beschikbaar. De ontwikkelperiode is korter en de kapitaalbehoefte lager.

<sup>41</sup> Kapitaalmarktonderzoek MKB regio Utrecht (2019), Kapitaalmarktonderzoek Oost Nederland (2020), Kapitaalmarktonderzoek Flevoland (2019).

<sup>42</sup> Dit betreft een onderzoek de vraag en het aanbod van kapitaal in provincies Overijssel en Gelderland

<sup>43</sup> Soms is dit omdat in een regio simpelweg te weinig bedrijven in een sector actief zijn om een representatieve uitkomst te krijgen of uit kostenoverweging wordt gekozen voor een populatie-omvang die een sectoraal inzicht per levensfase niet mogelijk maken.

<sup>44</sup> Dit betreft dan sectoren op het niveau zoals deze bijvoorbeeld gehanteerd worden als Topsectoren of voor de invulling van het nationale of regionale innovatiebeleid.

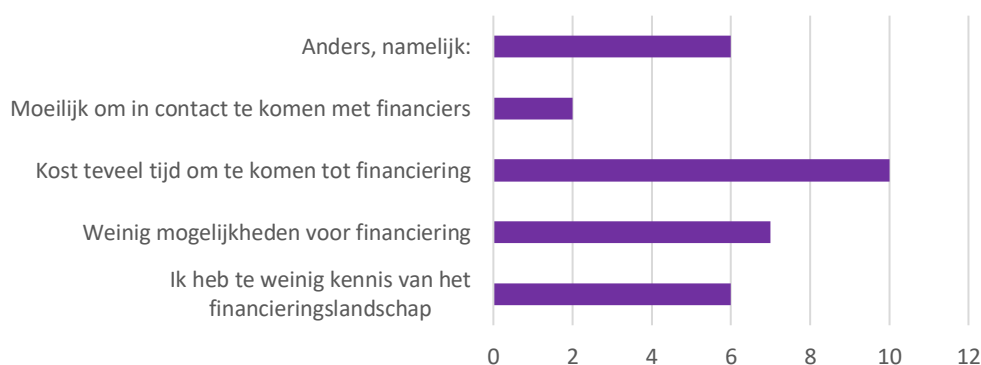
### 3.2.3 Knelpunten voor bedrijven

Uit eerder onderzoek is gebleken dat de zoektocht van ondernemers naar externe financiering wordt gekenmerkt door een reeks aan obstakels<sup>45</sup>. In de enquête is aan ondernemers gevraagd welke knelpunten zij ervaren met betrekking tot het ophalen van durfkapitaal. Deze knelpunten worden besproken aan de hand van de 'customer journey' van de ondernemer.

#### Verkenning van mogelijkheden tot financiering

De eerste stap in de customer journey van de onderneming op zoek naar durfkapitaal is het zoeken van passende investeerders. De respondenten hebben allen aangegeven in het verleden succesvol (externe) financiering aan te hebben getrokken. Aan de ondernemers is de vraag gesteld wie hun belangrijkste hulp is bij financiële zaken. De meerderheid van de respondenten (55%) heeft aangegeven dit vaak helemaal zelf te regelen. Wanneer we dit vergelijken met de resultaten uit de financieringsmonitor blijkt dat 80 procent van de MKB bedrijven naar de bank gaat om de financieringsmogelijkheden te verkennen. Jonge en kleine bedrijven gaan echter vaker zelf op verkenning, waarbij zij tegen diverse uitdagingen aanlopen.

In de enquête is aan ondernemers gevraagd welke knelpunten zij tegen kwamen in hun zoektocht naar financiering/durfkapitaal. In figuur 7 staan de belangrijkste knelpunten weergegeven.



*Figuur 7. Ervaren knelpunten in zoektocht naar financiering*

Een deel van de respondenten geeft aan dat ze weinig mogelijkheden zien voor het realiseren van de financiering. Aan deze ondernemers is een verdiepende vraag gesteld waarom zij weinig mogelijkheden zien ondanks dat ze in het verleden succesvol financiering hebben aan getrokken. Ondernemers geven aan dat de hoogte van het benodigde kapitaal, de zwaarte van de technologie, onbekendheid van investeerders met technologie/sector en de investeringsbereidheid van de financiers knelpunten vormen.

Veel respondenten zijn het erover eens dat er geen gebrek is aan kapitaal in Nederland. Waar er wel knelpunten worden ervaren m.b.t. het aanbod van kapitaal is met name bij ondernemers in de hightech. Het financieringslandschap wordt echter gefragmenteerd en beperkt inzichtelijk bevonden.

<sup>45</sup> Financieringsmonitor 2019



Daarnaast weten ondernemers vaak niet goed welke soort investeerders past bij de karakteristieken van de onderneming. Deels heeft dit te maken met het feit dat het managementteam van startups, met name in de vroege fase, vaak bestaat uit technisch georiënteerde personen. De expertise van deze personen ligt vaak niet op het gebied van financiering. Zij weten investeerders moeilijker te vinden en te overtuigen om verder in gesprek te gaan. Ook het niveau van investeringsgereedheid van deze teams is vaak laag waardoor de stand van zaken in het bedrijf niet aansluit bij de verwachtingen van investeerders.

Ondernemers krijgen van de professionele vroege fase investeringsfondsen (zowel publieke en private) vaak te horen dat ze nog in een te vroege ontwikkelingsfase zitten en niet in aanmerking komen voor een investering vanuit een dergelijk fonds. De risicobereidheid van deze partijen wordt lager ervaren dan wordt gecommuniceerd in de marketing-uitingen van deze fondsen.

Aan alle respondenten is gevraagd of zij behoefte hebben aan ondersteuning bij het zoeken naar financiering. 72 procent van de ondernemers geeft aan behoefte te hebben aan ondersteuning. Dit is opvallend omdat eerder is geconstateerd dat veel ondernemers geen hulp inschakelen bij het ophalen van financiering. Dit kan verklaard worden doordat startups te maken hebben met een gebrek aan tijd en middelen, waardoor het lastig is om een beroep te doen op private ondersteuning die in de markt voorhanden is bij het vinden van passende financiering.

#### Matchmaking

De volgende stap in het proces is kennismaking en onderhandeling met financiers over de voorwaarden (de matchmakingsfase). Op dit moment ontstaan eveneens een aantal knelpunten voor ondernemers. Met name bij de professioneel georganiseerde partijen, zoals ROM's en venture capital-fondsen, worden door een deel van de respondenten knelpunten ervaren. De processen van deze partijen worden ervaren als complex en tijdrovend. Ook worden de voorwaarden bij de Seedfondsen en venture capital-partijen erg streng gevonden en als knelpunt benoemd. Hier wordt met name onder verstaan dat er heel veel gegevens aangeleverd dienen te worden, en dat professionele partijen een hoog aandeel percentage vragen in ruil voor de investering. Tevens wordt benoemd dat venture capital-fondsen vaak tractie (omzet, eerste overeenkomsten met klanten etc.) willen zien (en aangetoond krijgen), iets wat veel ondernemers in die vroege fase nog niet (kunnen) hebben. Daarnaast wordt aangegeven dat VC's pas willen investeren vanaf circa € 1 miljoen.

Ondernemers zijn over het algemeen tevreden over informal investors. Met name de snelheid en het persoonlijke contact wordt erg gewaardeerd. Een ondernemer geeft aan: *"Veel meer persoonlijk contact met informals. Dat is belangrijk. Dat is bij fondsen anders. Het gaat minder over de 'Excel-spreadsheets' zoals vaak wel het geval bij investeringsfondsen"*.

Over het algemeen weten de ondernemers hun weg te vinden naar de alternatieve financieringsvormen, echter de financiële ongeletterdheid van jonge bedrijven is een belangrijk knelpunt tijdens het matchingsproces. Waardebepaling, voorwaarden en condities van investeerders, een juridische overeenkomst komen tijdens de onderhandeling naar voren. Dit vereist kennis van de ondernemers. Veel ondernemers geven aan dat de waardering van de onderneming (die de opmaat vormt voor de prijs waarvoor aandelen worden verworven) vaak een lastig onderdeel is tijdens het matchingsproces.





### Na de deal

Nadat de deal is gesloten, worden er weinig knelpunten ervaren door ondernemers. Het belangrijkste knelpunt wat genoemd wordt, is dat in Nederland veelal kleine investeringsrondes gedaan worden waardoor ondernemers na een deal snel weer op zoek moeten naar nieuwe financiering voor een vervolgronde, veelal is dit een kwestie van enkele maanden. Het nadeel is dat ondernemers het gehele proces weer moeten doorlopen. Er is echter al wel ervaring opgedaan in een eerdere investeringsronde. Ondernemers geven aan vaak continue bezig te zijn met financiering, waardoor er minder aandacht uit gaat naar het product/innovatie, het vinden en aantrekken van personeel, het doen van marketing en sales en de snelle opschaling van het bedrijf. Het beeld van ondernemers is dat in andere landen ondernemers 'ruimhartiger' worden gefinancierd en daardoor grotere stappen kunnen zetten dan in Nederland.

## **3.3 Huidige inzet van durfkapitaal in Nederland**

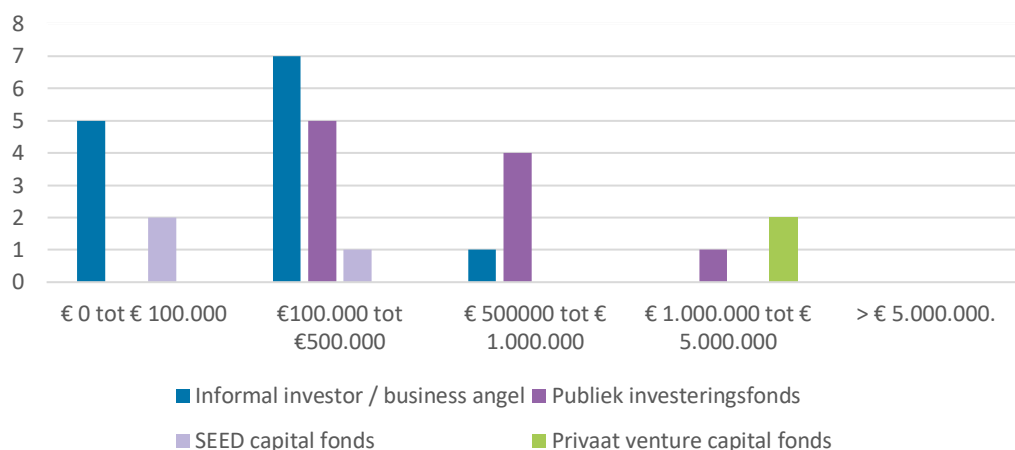
<b>A7</b>	<b>Wat zijn voor investeerders de knelpunten om te komen tot (meer) financieringen aan ondernemers?</b>
-----------	---

De knelpunten voor investeerders worden ook aan de hand van de customer journey van de investeerder beschreven. Hierbij doorloopt de investeerder dezelfde fases als een ondernemer: awareness en kennis om te investeren, het in contact komen met ondernemers (dealflow), de matchmaking en het proces na de deal. Iedere fase kent voor elke soort investeerder haar eigen knelpunten. Een (telefonische) enquête is uitgezet onder publieke investeringsfondsen, Seedfondsen, business angels / informal investors en venture capital-investeringsfondsen. Onderstaand worden de meest opvallende resultaten uit de enquête besproken. De volledige analyse en beschrijvende statistieken van de enquêteresultaten is te vinden in bijlage 7.

### **3.3.1 Kenmerken van de investeringen**

In de vroege fase wordt door investeerders met name de voorkeur gegeven om kapitaal beschikbaar te stellen in de vorm van participaties. Converteerbare leningen worden ook beschikbaar gesteld. Investeerders geven aan dat ondernemers de voorkeur hebben voor een converteerbare lening, omdat de oprichters niet direct zeggenschap willen weggeven en de discussie over een waardering op een later moment te kunnen voeren. Eén van de investeerders geeft aan dat er vanuit het venture capital-investeringsfonds converteerbare leningen worden uitgeschreven tot € 250.000 *'zodat met relatief weinig werk mooie hightech initiatieven verder worden geholpen'*.

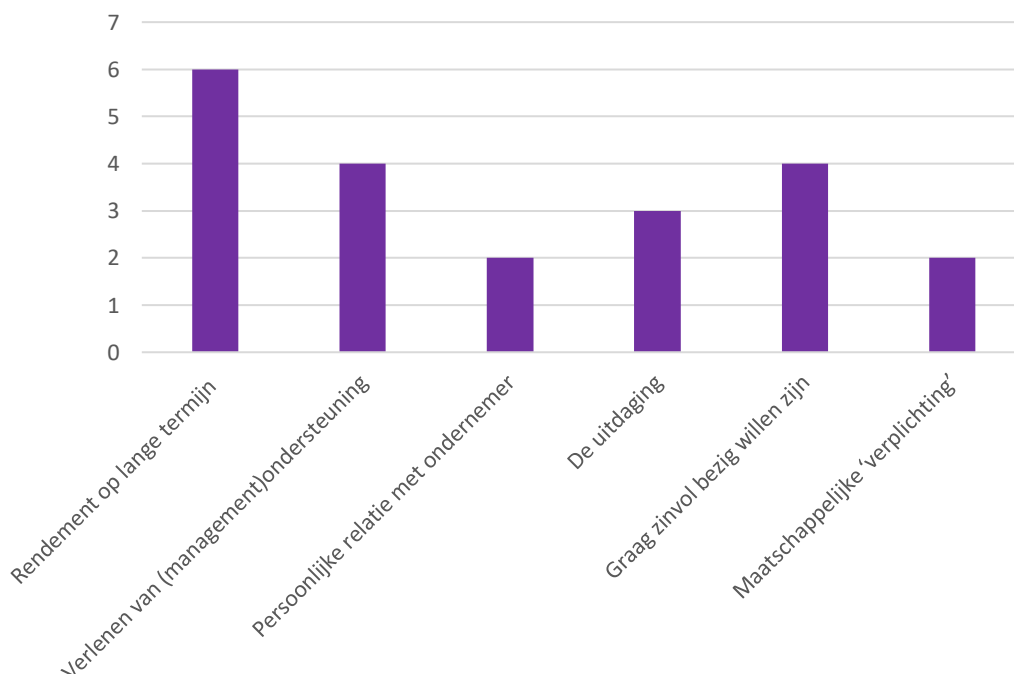
Wanneer we kijken naar het gemiddelde investeringsbedrag per investering zien we dat de meeste informals/angels tussen de € 100.000 en € 500.000 investeren per onderneming. Samen met publieke fondsen en Seedfondsen domineren zij de vroege fase. Venture capital-investeringsfondsen investeren gemiddeld tussen de € 1 en € 5 miljoen in een onderneming. Er lijkt een gat te vallen voor investeringen tussen de € 500.000 en € 1 miljoen. Daarin zien we vrijwel alleen een publieke rol en in beperkte mate die van een informele investeerder.



Figuur 8. Gemiddelde investeringsbedrag per participatie (N=25)

### 3.3.2 Awareness en kennis om te investeren

Een informal die bereid is om risicodragend te investeren in de vroege fase, wordt over het algemeen in eerste instantie door zijn bank aangesproken op zijn vermogende positie. Een aantal van de ondervraagde informals geeft ook aan dat ze in aanraking zijn gekomen met informal investing via de vermogensmanager van zijn of haar bank. Daarnaast hebben informals in het verleden veel te maken gehad met investeerders en hebben na verkoop van de onderneming interesse om zelf te gaan investeren. De redenen om als informal op te treden zijn divers (zie figuur 9). De meest genoemde redenen zijn het rendement op lange termijn, graag zinvol bezig te willen zijn en het verlenen van management ondersteuning aan startende jonge bedrijven.



Figuur 9. Redenen/motieven voor het optreden als informal/business angel. Meerdere antwoorden mogelijk. (N = 14)

Informals geven aan dat kennis op het gebied van informal investing, waardebeoordeling en juridische aspecten gaandeweg wordt opgedaan ('learning by doing'). Als beginnende investeerder is het vaak lastig om de risico's in te schatten. De beginnende informal heeft nog onvoldoende kennis in huis om een goede deal te closen en besluiten hierdoor ook om investeringen niet door te zetten. Het gebrek aan geld vormt dus geen knelpunt voor informals. Het is echter aannemelijk dat de beschikbaarheid van kapitaal van informals en het feitelijke gedrag (investeringen) sterk van elkaar verschillen.



De ondervraagde informals zijn in beperkte mate bekend met de Seed Business Angel-regeling.

### **3.3.3 Dealflow – kansrijke ondernemers**

Met betrekking tot dealflow geven de verschillende investeerders, zowel informal investors als professionele fondsen, aan dat het verkrijgen van dealflow op zichzelf geen probleem is. 62 procent van de respondenten ervaart geen knelpunten. 38 procent van de investeerders ervaart wel knelpunten met betrekking tot het verkrijgen van kwalitatief goede investeringsproposities. De voornaamste knelpunten zijn:

- de kwaliteit van de financieringsaanvragen;
- de kwaliteit van de teams;
- de ondernemers kloppen te vroeg aan bij investeringsfondsen (o.a. VC's). Er is dan nog onvoldoende tractie en track record;
- voor informal investors vergt het in het begin veel actie om de juiste kanalen te vinden voor investeringsproposities.

Investeerders noemen als belangrijkste van deze knelpunten in deze fase dat ondernemers vaak niet goed zijn voorbereid en zij beoordelen de kwaliteit van de ondernemer of het team als onvoldoende.

### **3.3.4 Matchmaking**

Op het moment dat investeerders in contact zijn met een ondernemer ontstaan er andere én meer knelpunten. Vrijwel alle investeerders noemen dat waarderingen van bedrijven erg zijn gestegen in de afgelopen jaren. Over het realiteitsgehalte daarvan hebben zij vaak veel discussie met ondernemers. Voor veel investeerders is dit een knelpunt om te investeren en gaan investeringen niet door. Het potentiële rendement op de investering wordt hiermee namelijk lager, maar veelal wordt het ook gezien als onvoldoende reflectief vermogen van de ondernemer.

Investeerders is gevraagd hoe zij de kennis van ondernemers beoordelen op het gebied van het aantrekken van risicofinanciering. De volgende knelpunten worden benoemd:

- ondernemers hebben geringe kennis ten aanzien van waarderingen;
- echte vroege fase ondernemingen hebben weinig ervaring met het ophalen van financiering. Onderhandelingspositie is daardoor niet gelijkwaardig. De doorlooptijd wordt hierdoor langer;
- te veel ondernemers hebben de focus op het aantrekken van financiering, waardoor er minder aandacht wordt besteed aan de ontwikkeling van het product. De ondernemers moeten na afronding van de financiering weer in de startblokken staan voor de volgende;
- bekendheid van ondernemers met verschillende financieringsloketten is laag.



Tevens is gevraagd welke knelpunten financiers ervaren tijdens het matchingsproces. Knelpunten die genoemd zijn:

- De juiste informatie van de ondernemingen boven tafel krijgen.
- Tijdens het proces wordt vaak alleen gesproken met de founder van de onderneming, terwijl het voor investeerders van groot belang is om in contact te staan met het team.

Specifiek informal investors ondervinden hiernaast nog een aantal knelpunten:

- Deals lopen vaak stuk ondanks dat vanuit beide partijen bereidheid is om samen te werken. De investeerders komen niet uit de voorwaarden met de ondernemer. Een aantal investeerders geeft aan dat er behoefte is aan procesbegeleiding in deze fase. Zowel informal investors als ondernemers zijn geen professionele investeerders en kunnen hulp gebruiken bij het vormgeven van een deal (zie paragraaf 5.2.1. voor verdere duiding).
- Informal investors zijn slecht bekend met de publieke instrumenten ter ondersteuning van private investeerders. De Seed Business Angel regeling is bij veel investeerders een relatief onbekend instrument. Er wordt daardoor ook beperkt gebruik gemaakt van mogelijkheden om tegen minder risico te investeren.

Venture capital fondsen ondervinden in bepaalde sectoren concurrentie van publieke fondsen. Dit is met name sterk aanwezig in IT gerelateerde sectoren. In andere sectoren is geen of beperkt sprake van concurrentie.

### 3.3.5 Samenwerking

Uit de gesprekken met investeerders komt samenwerking veelvuldig als onderwerp naar voren. Business angels en informals geven aan dat de Seedfondsen steeds verder opschuiven naar hogere TRL's, waardoor in de vroege fase een grotere afhankelijkheid ontstaat van de niet-professionele investeerders. Seedfondsen daarentegen ervaren soms concurrentie van de ROM's in de regio. Dit punt wordt ook aangestipt door de venture capital fondsen, die door de aanwezigheid van de ROM's de dealflow niet te zien krijgen. Er wordt wel aan een betere uitwisseling gewerkt middels de door EZK geïnitieerde Financieringstafels in diverse regio's/provincies. In de samenwerking tussen de diverse investeerders valt nog veel te winnen. Denk hierbij aan een betere kennismaking tussen verschillende typen investeerders alsmede hoe zij gezamenlijk een financieringsketen kunnen vormen. Tevens wordt benadrukt dat samenwerking tussen de verschillende financiers meer van belang wordt, omdat de gemiddelde geïnvesteerde bedragen zijn gegroeid.

### 3.3.6 Na de deal

Informal investors ervaren een belangrijk knelpunt na een aantal investeringen. Informal investors investeren altijd met hun eigen geld en zijn daarom (enkele uitzonderingen daar gelaten) gelimiteerd aan een beperkt aantal investeringen. Daarnaast zijn zij vaak één van de eerste investeerders in een bedrijf en kan het lang duren voordat een exit gemaakt kan worden. Dit leidt ertoe dat veel investeerders een beperkte portfolio kunnen opbouwen. Voor Nederlandse investeerders zoals ontwikkelingsmaatschappijen is het ook veelal niet toegestaan om een investeerder van het eerste uur uit te nemen<sup>46</sup>. Een investeerder moet de gehele rit uitzitten in plaats van dat deze geld én kennis kan inzetten voor een nieuwe investering. Zodra de informal meer ervaren wordt is er dan vaak geen ruimte meer om te investeren. Op deze manier wordt veel kennis opgebouwd die beperkt benut wordt.

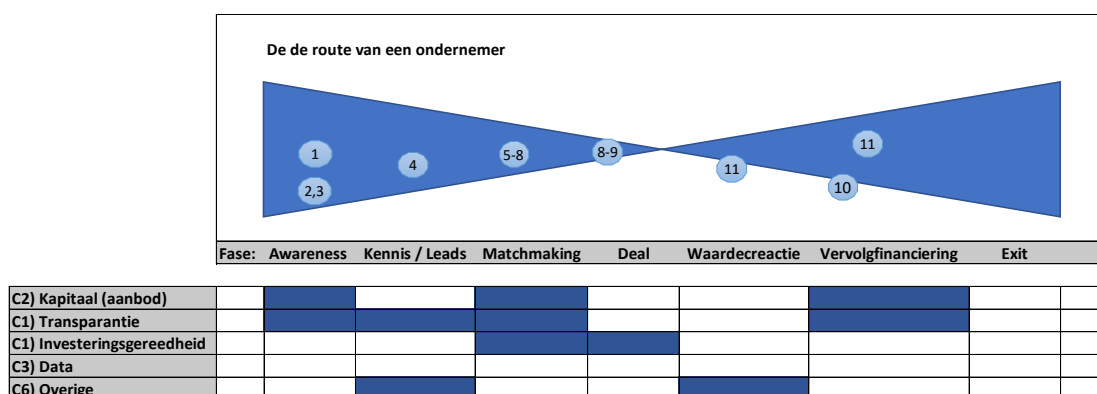
---

<sup>46</sup> Onder uit nemen wordt verstaan het kopen van de aandelen van deze investeerder, door een nieuwe toetredende investeerder. Omdat deze vaak alleen "fresh-money" mag verstrekken, kan deze geen aandelen overnemen.

### 3.4 Uitdagingen in de Nederlandse Durfkapitaalmarkt

In paragraf 3.2. en 3.3 zijn aan de hand van de customer journey's van zowel de ondernemer als investeerder diverse knelpunten geïdentificeerd van de Nederlandse durfkapitaalmarkt. In de onderstaande sub-paragrafen worden de knelpunten nader toegelicht per fase van het investeringsproces (awareness, kennis/leads, matchmaking, dealmaking, waardecreatie, vervolfinanciering, exit).

#### 3.4.1 Knelpunten op het pad van de ondernemer



Figuur 10. Knelpunten tijdens de route van de ondernemer

#### Awareness / transparantie

- Ondernemers in de vroege fase hebben veelal behoefte aan alternatieve vormen van financiering. Echter wordt het financieringslandschap door ondernemers ervaren als gefragmenteerd ('het is een nieuw veld, er zijn veel spelers actief') en beperkt inzichtelijk ('informatie is niet op één plek gecentraliseerd'). De beperkte ervaren transparantie kan ten dele worden verklaard door de samenstelling van de managementteams van de startups, die voornamelijk bestaan uit technisch georiënteerde personen. De expertise van deze personen ligt vaak niet op het gebied van financiering.
- In Nederland zijn er veel partijen actief die zich bezig houden met de ontwikkeling van startups. Ondernemers kunnen bij veel verschillende loketten aankloppen voor ondersteuning. Ondanks dat dit een prettige constatering is, heeft het ook een ongewenste consequentie. Het is voor de ondernemer soms onduidelijk waar hij/zij kan aankloppen voor welke ondersteuning.
- Ondernemers in de vroege fase vinden het lastig om business angels en informals te traceren en ervaren een beperkte toegang tot het netwerk van informele investeerders.

#### Kennisniveau

- Ondernemers in de vroege fase regelen over het algemeen zelf de financiering en schakelen hiervoor geen financieringsadviseur in. Dit heeft enerzijds te maken met de (te hoge) kosten die hiermee gemoeid gaan en anderzijds dat er veel organisaties van wisselende kwaliteit zijn die ondersteuning bieden. Ondernemers in de vroege fase hebben wel behoefte aan ondersteuning, want voor veel ondernemers geldt dat ze geen of slechts geringe ervaring hebben met het ophalen van risicokapitaal.

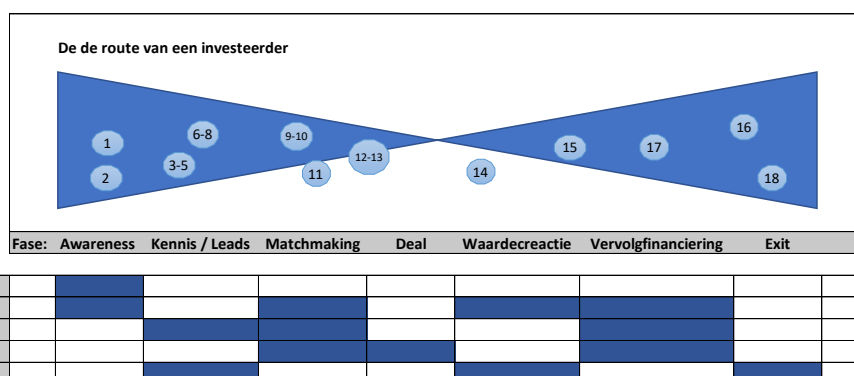
### Matchmaking en deal

5. Professionele fondsen zoals de seedfondsen en venture capital fondsen worden in de optiek van ondernemers risico-averser en investeren weinig *pre-revenue*. Venture Capital wordt door ondernemers vooral gezien als groeikapitaal, omdat de ondernemers vaak te horen krijgen van de venture capital fondsen dat ze te vroeg aankloppen. Er moet volgens de ondernemers al sprake zijn van een levensvatbare onderneming en ook tractie.
6. Ondernemers ervaren veel regels en strenge voorwaarden vanuit professionele investeerders. Het kost hierdoor veel tijd om te komen tot een investering. Ondernemers benoemen dat de publieke financieringspartners moeite hebben met inschatten van de potentie van de businesscase en daarnaast dat de beoordelaars te vaak te strikt de regels volgen. De beoordelaars beschikken volgens ondernemers over te weinig expertise.
7. Bedrijven in kapitaalintensieve sectoren ervaren, in tegenstelling tot ondernemers in andere sectoren (waaronder Software, fintech en IT), een tekort aan financieringsmogelijkheden en hebben meer moeite om kapitaal op te halen in de vroege fase. In de vroege fase zijn ook veel niet-professionele investeerders actief, en volgens ondernemers vinden juist deze investeerders het complex om hoog technologische producten te doorgronden met als gevolg dat de risico's als te hoog worden ingeschat.
8. De procesvaardigheden tijdens de matchingsfase en deal closing (skills) van ondernemers in de vroege fase zijn beperkt. De financiële en juridische kennis van ondernemers bemoeilijkt het proces van deal closing.
9. Deal closing, het onderhandelingsproces, wordt ervaren als erg specialistisch. Startups hebben hier over het algemeen weinig ervaring mee. De waardering van de onderneming in de vroege fase is een obstakel. Ondernemers benoemen dat professionele investeerders een hoger percentage aandelen vragen in vergelijking met informals.

### Vervolfinanciering en exit

10. Ondernemers geven aan continue op zoek te zijn naar financiering terwijl de aandacht in deze fase voornamelijk uit zou moeten gaan naar de bedrijfsactiviteit, het te ontwikkelen product of technologie, en de opschaling van het bedrijf. Ondernemers moeten steeds opnieuw een financieringstraject in. Tevens vraagt elke fase vraagt om een andere financieringsvorm en financierer. Het zoeken, verdiepen, contact leggen en het komen tot een overeenkomst kost hierdoor veel tijd.
11. Te (veel) kleine investeringsrondes belemmeren ondernemers in snelle groei. Ondernemers durven ook niet altijd voor de grotere tickets te gaan. Grotere tickets in de vroege fase zijn lastig om tegen een juiste waardering te doen.

### 3.4.2 Knelpunten voor de startende en ervaren investeerders



Figuur 11. Knelpunten tijdens de route van de investeerder





### **Awareness / transparantie**

#### *Business Angels / Informals:*

1. Vermogende oud- ondernemers (informals in de dop) zijn vaak nog onbekend met de mogelijkheden van informal investing.
2. Het gros van de informals is niet bekend met het overheidsinstrumentarium, waaronder de Seed Business Angel faciliteit en de Vroegefasefinanciering (VFF).

### **Kennisniveau / leads / zoekfase**

#### *Business Angels / Informals:*

3. Een business angel / informal leert het investeringsvak voornamelijk in de praktijk (learning-by-doing). Hij/zij zoekt zelf een netwerk en verdiept zich zelfstandig in de bedrijven waar hij/zij in wil investeren. Het leerproces verloopt hierdoor langzaam.
4. Een gemiddelde (beginnende) informal heeft nog onvoldoende kennis op het gebied van investeren. De gesprekken tussen informals en ondernemers lopen vaak spaak door een kenniskloof of het investeringsproces neemt veel tijd in beslag. Daarmee is er veel kapitaal latent beschikbaar dat niet geïnvesteerd wordt.
5. Een business angel treft ondernemers voornamelijk via zijn eigen netwerk. Er is beperkte kunde en capaciteit bij angels om due diligence te doen naar een onderneming, met name op technisch vlak.

#### *Publieke fondsen, Seedfondsen en Venture Capital fondsen*

6. Professionele investeerders ervaren dat proposities vaak nog onvolwassen zijn. Tevens is de bandbreedte qua thema's en het gevraagde kapitaal is vaak (te) groot.
7. Er zijn veel accelerator- en incubator programma's. De toegevoegde waarde van deze programma's wordt wisselend beoordeeld. In verhouding gaat veel aandacht uit naar de pitch en de sales en er is beperkte aandacht voor de ontwikkeling van het bedrijf. De ondernemers verwachten dat ze investeringsgereed worden gemaakt, dit is volgens investeerders niet altijd het geval. Tevens worden volgens investeerders (te) veel derden bij het programma betrokken in plaats van de focus te leggen op het versterken van de autonomie van de onderneming.
8. De kwaliteit van de investeringsproposities/ financieringsaanvragen is vaak ondermaats.

### **Matchmaking en deal**

#### *Algemeen:*

9. De onderhandelingspositie van de investeerder en de startup is vaak niet gelijkwaardig. Ondernemers in de vroege fase hebben geringe kennis op het gebied van het aantrekken van risicofinanciering en waardering. Ook investeerders hebben in sommige gevallen geen ervaring met investeren. Het gebrek aan kennis bij beide partijen is een veelvoorkomend knelpunt.
10. In de meest risicovolle fase, zitten de meest onprofessionele investeerders. Dit heeft soms onlogische constructies tot gevolg. Procesbegeleiding is wenselijk in het dealproces.

#### *Publieke investeringsfondsen*

11. Publieke investeringsfondsen vinden het lastig om bij de jonge bedrijven de juiste informatie boven tafel te krijgen.



### *Venture capitalfondsen*

12. Het beeld bestaat dat ondernemers met een goed verhaal (veel) geld op halen bij crowdfunding platforms, maar dit vormt geen kwalificatie voor de kwaliteit van het bedrijf. VC's zijn terughoudend om te investeren wanneer er veel kapitaal via equity crowdfunding in een vroege fase bedrijf is gekomen.
13. Ondernemers verdiepen zich soms onvoldoende in de investeerder voordat deze instapt. Ze kijken onvoldoende vanuit het perspectief van de investeerder naar de eigen plannen. Dit terwijl de investeerder toekomstig aandeelhouder van het bedrijf wordt.

### **Vervolfinanciering en exit**

#### *Algemeen*

14. Vroege fase ondernemingen zijn te veel tijd kwijt met het aantrekken van financiering en hebben daardoor hun bedrijf te ontwikkelen op productvlak en het doen van sales.
15. Ondernemingen die alleen informal-geld ophalen hebben het lastiger in vervolgrondes, dan ondernemingen waar ook een professionele investeerder aan boord is. Informals kunnen in tegenstelling tot professionele investeerders bij vervolgrondes soms beperkt doorinvesteren. Dit betekent dat ondernemers zich weer moet oriënteren op nieuwe investeerders.

#### *Business angels / informals*

16. In de vroege fase is er sprake van een grote afhankelijkheid van niet-professionele investeerders. Een niet-professionele investeerder kan slechts een beperkt portfolio opbouwen. Het is tevens een uitdaging om deze investeringen weer liquide te maken.
17. Informals zouden net zoals een professionele investeerder rond de 10 investeringen moeten doen. Door het trage leerproces duurt het lang voordat een informal een portefeuille heeft opgebouwd.
18. In vervolgfases is meer samenwerking tussen investeerders vereist, omdat de gemiddelde bedragen groter worden.

### **3.4.3 Knelpunten gekoppeld aan het ontwikkelniveau van het bedrijf**

Op basis van de gesprekken met ondernemers, investeerders en experts is het beeld ontstaan dat de knelpunten verschillen per type vroege fase onderneming en de fase waarin de innovatie zich bevindt. Het benodigde kapitaal kan sterk uiteenlopen en de zwaarte van de technologie heeft een effect op de financieringsmogelijkheden. Ook wordt aangegeven dat er sectorale verschillen bestaan met de allocatie van beschikbaar kapitaal.

In een aantal sectoren lijkt er geen sprake van een mismatch tussen vraag en aanbod van durfkapitaal in de vroege fase, waaronder de Life Science & Health sector. In deze sector is voldoende kapitaal beschikbaar, hier zijn in de vroege fase seedfondsen actief en er is sprake van een goede aansluiting met de buitenlandse kapitaalmarkten. Ook voor Software, Fintech en SaaS bedrijven wordt verondersteld dat er voldoende durfkapitaal in de vroege fase beschikbaar is. Dit zijn data-gedreven sectoren, waardoor investeerders de risico's beter kunnen inschatten. Daarnaast is hier sprake van snelle en hoge returns on investment. In tegenstelling tot de bovengenoemde sectoren, wordt een lacune voor durfkapitaal verondersteld in kapitaalintensieve sectoren, waaronder hardware en hightech. De doorlooptijden in deze sectoren zijn erg lang en er is veel ontwikkelgeld nodig.

#### **3.4.4 Conclusie**

De Nederlandse markt voor durfinvesteringen is de afgelopen jaren sterk gegroeid (zie 3.1.). Er zijn verschillende publieke en private financiers actief om jonge innovatieve ondernemingen te voorzien van kapitaal. Het huidige beleid lost nog niet alle problemen op voor ondernemingen in de vroege fase die externe financiering zoeken. Niet alle knelpunten zitten aan de kant van de ondernemer. Er zitten ook belangrijke belemmeringen aan de aanbodkant. Een belangrijk knelpunt is ook de beperkte inzichtelijkheid vanuit de beschikbare data waardoor gerichte beleidsinterventies lastig zijn te bepalen. De gesignaleerde knelpunten in de Nederlandse durfkapitaalmarkt worden in hoofdstuk vier vergeleken met de buitenlandse durfkapitaalmarkten. Daarnaast wordt in H4 en H5 gekeken naar oplossingsrichtingen voor de gesignaleerde knelpunten.



## 4 De internationale risicokapitaalmarkt



### 4.1 Inleiding

Nederland hoeft niet het wiel opnieuw uit te vinden als het gaat om verbeteringen in de risicokapitaalmarkt. Er is te leren van landen om ons heen en landen waar de risicokapitaalmarkt sterk is ontwikkeld. In dit onderzoek zijn zestien landen onder de loep genomen. Interviews met lokale experts (zie bijlage 4) data onderzoek en deskresearch vormen methoden waarmee de internationale durfkapitaalmarkt in kaart is gebracht. Zo is tevens gezocht naar goede praktijken die geschikt zouden kunnen zijn om onbenut potentieel in de durfkapitaalmarkt in Nederland te verzilveren.

De volgende landen zijn onderzocht:

- België
- Canada
- Duitsland
- Denemarken
- Estland
- Finland
- Frankrijk
- Ierland
- Israël
- Portugal
- Singapore
- Spanje
- Verenigd Koninkrijk
- Verenigde Staten
- Zweden
- Zwitserland

Er is voor deze landen gekozen om een aantal redenen. Enerzijds is de context in sommige van deze landen vrij goed vergelijkbaar met de Nederlandse of bijvoorbeeld unieke voorbeelden zijn (Estland, Zwitserland). Er is gekozen voornamelijk Europese landen te includeren. Daarnaast zijn een aantal voorbeelden meegenomen van landen buiten Europa die een goede reputatie hebben als het gaat om vroege fase durfkapitaal (Israël, Canada, Singapore en Verenigde Staten). Voor ieder land zijn factsheets opgemaakt met de belangrijkste feiten, ontwikkelingen en goede praktijken. Deze zijn in een additionele bijlage toegevoegd. In dit hoofdstuk bespreken we de belangrijkste bevindingen.

#### 4.1.1 Beoordelingskader voor goede praktijken

Er is een beoordelingskader opgesteld voor de selectie van goede praktijken die toepasbaar zijn voor Nederland. Hierbij zijn de volgende aspecten gezien, alvorens een praktijk in een onderzocht land, op te nemen als goede praktijk:

- Relevantie - de beschrijving van de gewenste resultaten en beleidsvorming rondom de beleidsmaatregel tonen duidelijk dat het gaat om een beleidsmaatregel die de mobilisatie van extra kapitaal in de vroege fase en/of de transparantie daarvan vergroot.
- Interventiekenmerken – Er is een beschrijving beschikbaar welke doelgroep de maatregel bedient, wat de beschikbare middelen hiervoor zijn en hoe de maatregel wordt uitgevoerd.
- Effectiviteit / efficiëntie – Er is bewijs dat de maatregel – op optimale wijze – daadwerkelijk de mobilisatie van extra kapitaal en/of de transparantie als uitkomst heeft.
- Overdraagbaarheid – Een interventie is overdraagbaar naar de Nederlandse context en heeft de mobilisatie van extra kapitaal en/of de transparantie als uitkomst.
- Duurzaamheid – De mobilisatie van extra kapitaal en/of de transparantie als uitkomst heeft.

- Samenwerking – De maatregel stimuleert samenwerking tussen de overheid en andere stakeholders (gebaseerd op de norm dat de overheid altijd iets in samenwerking met andere actoren doet) bij de mobilisatie van extra kapitaal en/of de transparantie (bijvoorbeeld middels gezamenlijke uitvoering of cofinanciering).
- Praktische toepasbaarheid – De tijd die benodigd is voor implementatie van de interventie is minder dan een jaar.

In de hierna volgende paragrafen, en in de factsheets is dit beoordelingskader benut.



## 4.2 De durfkapitaalmarkt in internationaal perspectief

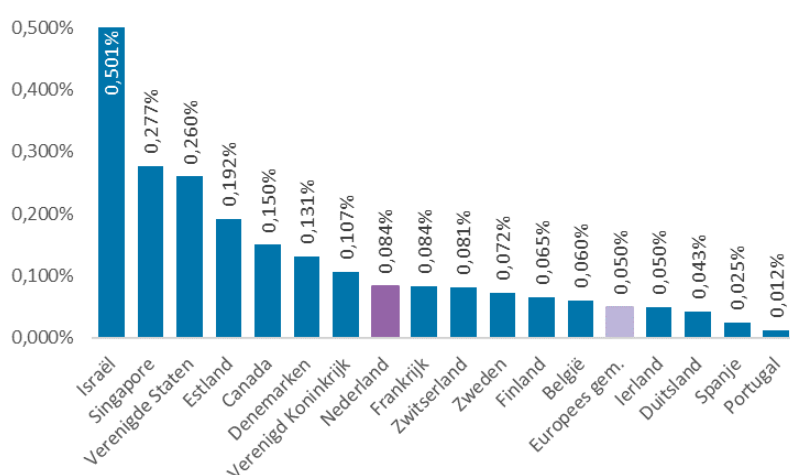
<b>B1</b>	<b>Hoe functioneert in de geselecteerde landen de durfkapitaalmarkt? (instrumenten, typen kapitaal, inzicht in vraag en aanbod en belang voor het mkb, andere ondersteuningsmogelijkheden).</b>
<b>B3</b>	<b>Op welke wijze benutten de geselecteerde landen data om inzicht te verschaffen in de markt voor durfkapitaal in de vroege fase?</b>
<b>B4</b>	<b>Welke knelpunten in de durfkapitaalmarkt (vraag- en aanbodzijde) zijn er in de geselecteerde landen?</b>

### 4.2.1 Functioneren van de durfkapitaalmarkt

Het aanbod van durfkapitaal verschilt sterk per land. In Israël, Singapore en de Verenigde Staten is het aanbod relatief gezien het grootst. Om de landen met elkaar te kunnen vergelijken is gekeken naar de verhouding tussen de (vroege fase) durfkapitaal investeringen en het BBP. Dit wordt in figuur 12 weergegeven. Hieruit wordt zichtbaar dat Nederland ruim boven het Europees gemiddelde scoort. De grootste (relatieve) aanbieder, Israël, heeft een levendig venture capital ecosysteem dat door zowel publieke als private partijen gevoed wordt. Amerikaanse partijen hebben eveneens een grote rol in Israël. Een verklaring voor de hoge positie van Singapore is dat het als financieel centrum voor Zuidoost Azië fungeert. Circa 75% van alle investeringen in die regio komen uit Singapore. Bedrijven uit Zuidoost Azië komen vaak naar Singapore toe voor het aantrekken van durfkapitaal<sup>47</sup>. Estland scoort het hoogst van de Europese landen. Opvallend is dat slechts 4% van het totaal geïnvesteerde kapitaal door Estse investeerders is verstrekt. Buitenlandse investeerders hebben een zeer grote rol in het ecosysteem in Estland<sup>48</sup>. Er zijn veel aantrekkelijke bedrijven, maar de eigen kapitaalmarkt is nog in ontwikkeling.

<sup>47</sup> SVCA, Southeast Asia PE & VC, investment activity, 2018.

<sup>48</sup> OECD (2020), "Estonia", in Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris



Figuur 12. Aanbod van durfkapitaal - percentage durfkapitaalinvesteringen van BBP<sup>49</sup>.

Dezelfde typen kapitaal komen terug in de onderzochte landen. In alle landen vormen business angels een belangrijke bron van durfkapitaal in de vroege fase. Daarnaast zijn professionele investeringsfondsen (venture capital fondsen) actief in alle onderzochte landen. De verdeling tussen de deze typen kapitaal verschilt per land. Zo is bijvoorbeeld in Portugal en Spanje en het aandeel angel investeerders vrij hoog<sup>50</sup>. In landen waar het venture capital landschap verder is ontwikkeld zoals Verenigde Staten, Israël en Verenigd Koninkrijk hebben professionele investeerders een relatief grotere rol in de vroege fase. In Frankrijk hebben veel business angels zich gegroepeerd in fondsen sinds in 2018 fiscale regels zijn veranderd. De directe angelmarkt is hiermee sterk gedaald, maar de totale impact van angels is vergelijkbaar hoog gebleven.

Publieke instrumenten hebben eveneens een belangrijke positie in het ecosysteem. Veel voorkomende instrumenten zijn:

- Directe investeringen door een publiek fonds.
- Cofinancieringsinstrumenten voor business angels of venture capital fondsen.
- Publieke investeringen in private investeringsfondsen (fonds in fonds).
- In veel landen wordt zichtbaar dat kapitaalinterventies voornamelijk zijn gericht op het stimuleren van vroege fase venture capital.
- Naast kapitaalinterventies worden door overheden ook interventies op het gebied van transparantie en investeringsgereedheid gedaan.

Publieke interventies worden verder uitgewerkt in paragraaf 4.3.

Een eenduidig antwoord is niet te geven op de vraag hoe de durfkapitaalmarkt functioneert in het buitenland. Er zijn veel verschillen tussen landen, onder andere op het gebied van aanbod van kapitaal, typen kapitaal die worden gebruikt en instrumenten die door overheden worden ingezet om de durfkapitaalmarkt te stimuleren. In volgende paragrafen en in de factsheets in de bijlage wordt verder duiding gegeven aan deze onderwerpen.

<sup>49</sup> Bron: Invest Europe, Investing in Europe, Private Equity overview 2019. Verrijkt met gegevens voor Canada, Estland, Singapore en Verenigde Staten vanuit IMF en OESO.

<sup>50</sup> EBAN, Statistics Compendium 2018





#### 4.2.2 Benutting van data voor het inzicht in de durfkapitaalmarkt

Voor vrijwel alle landen is het verkrijgen van data over de vroege fase durfkapitaalmarkt een grote uitdaging. Voor veel landen is de informatie van de nationale brancheverenigingen de belangrijkste bron van informatie waaruit opgemaakt kan worden hoe de durfkapitaalmarkt zich ontwikkeld. Nationale brancheverenigingen van venture capitalfondsen hebben vaak het overzicht over de data op dat niveau. Verenigingen van business angels hebben een gedeeltelijk beeld van deze markt. Vaak is informatie over deze investeringen alleen beschikbaar indien communicatie plaatsvindt over een investering<sup>51</sup>. In de vroegste fases blijven veel investeringen onder de radar omdat deze niet openbaar worden gemaakt. Investeringsinstrumenten van de overheid zijn, in ieder geval voor de overheid, inzichtelijk. Deze informatie overlapt gedeeltelijk met informatie van de brancheverenigingen. Inzicht in de financieringsmarkt wordt daarnaast in diverse landen inzichtelijk gemaakt via private databases. Deze databases worden vaak opgebouwd door een combinatie van crowd sourcing en het analyseren van nieuwsberichten.

Een aantal landen, waaronder Canada, Denemarken en Verenigd Koninkrijk hebben beter inzicht in deze vroege fase. Deze landen hebben programma's of beleid waarbij angel investeerders in aanmerking komen voor ofwel fiscale tegemoetkomingen of matching. Om hiervoor in aanmerking te komen moeten de investeerders de deal aanmelden. Deze landen hebben daardoor betere data van investeringen in de vroege fase.

De beschikbaarheid van data heeft uiteraard ook effect op de score van een land zoals weergegeven in figuur 12.

Hierboven is de beschikbaarheid en de registratie van data over de durfkapitaalmarkt beschreven. Informatie over de benutting van deze data is zeer beperkt beschikbaar. Interviews met internationale experts zijn hierbij de enige bron van informatie op dit gebied. In deze gesprekken komt vaak naar voren dat overheden juist inspringen op onderdelen van de markt die onderbelicht zijn, bijvoorbeeld bepaalde sectoren of levensfasen. Met bovengenoemde limitaties op het gebied van de beschikbaarheid van data is de vraag in hoeverre dit effectief plaats kan vinden.

#### 4.2.3 Knelpunten in de onderzochte landen

De knelpunten in de durfkapitaalmarkt zijn te duiden aan de hand van drie centrale thema's: de beschikbaarheid van kapitaal, de transparantie van het beschikbare aanbod en de investeringsgereedheid van de bedrijven die kapitaal willen aan te trekken.

##### Kapitaal

De meeste knelpunten worden ervaren op het gebied van kapitaal. Met name het aanbod van kapitaal in de vroege fase (jonge ondernemingen in het stadium van pre-seed (nog geen omzet) tot bedrijven die zicht hebben op cashflow positieve status) is in veel landen een knelpunt.

---

<sup>51</sup> Omdat deze markt beperkt transparant is, dienen er aannames gemaakt te worden over de daadwerkelijke substantie van de business angelmarkt. Deze onderzoeken zijn oud en de toepasbaarheid in de huidige markt is onzeker.



Weinig landen ondervinden problemen aan de vraagzijde. Die knelpunten uiten zich op de volgende manieren<sup>52</sup>:

- Klein aantal bronnen voor (pre)seed durfkapitaal. Hierdoor is er weinig keuze voor bedrijven om financiering op te halen. Persoonlijke klik met de investeerder speelt in de vroege fase een belangrijke rol, naast andere criteria zoals aanvullende kennis. Als deze er niet is met een investeerder zijn de alternatieven beperkt. Deze persoonlijke klik is belangrijker dan in latere fases, waar aandeelhouders vaker op grotere afstand van het bedrijf opereren.
- Afhankelijkheid van publieke instrumenten in de vroegste fases. De landen zijn van mening dat waar mogelijk de markt de primaire bron van financiering moet zijn. Publieke instrumenten hebben hierin vooral een aanjagende functie. Het probleem bij dit knelpunt is dat de kapitaalmarkt nog niet zonder overheidsstimulering kan.
- Beschikbaarheid durfkapitaal voor ondernemingen met een lang (en veelal kapitaalsintensief) ontwikkeltraject is onvoldoende;
- Institutioneel geld vindt zijn weg naar vroege fase durfkapitaal niet waardoor fondsen die zich richten op die doelgroep minder kapitaal kunnen aantrekken.

Deze knelpunten liggen in elkaars verlengde. Het ontbreken van institutioneel geld in deze fase zorgt ervoor dat fondsen afhankelijk zijn van publieke investeringen of anderszins klein blijven. Deze fondsen kunnen daardoor een klein aantal bedrijven ondersteunen of alleen kleine bedragen financieren. Met name voor bedrijven die langere ontwikkeltrajecten hebben en daarmee hogere financieringsbehoeften hebben levert dit problemen op. Bedrijven die technologie ontwikkelen of in de Life Sciences sector actief zijn weten hierdoor niet altijd de benodigde financiering op te halen.

In de customer journey van ondernemers zit het onderdeel kapitaal vooral in de fases van matchmaking en het maken van de deal. In de fase matchmaking gaat het erom dat er te weinig financieringsmogelijkheden zijn voor de specifieke bedrijven. In de dealfase heeft het knelpunt meer betrekking op een mismatch tussen investeerders en ondernemers. Investeerders zijn wel aanwezig, maar bepaalde sectoren zijn ondervertegenwoordigd.

Het meest genoemde knelpunt in de interviews gaat overigens niet over de vroege fase. Alle landen op het Europese vasteland noemen dat een groot knelpunt zit in de groeifase. De interne markt is niet in staat om de grote financieringsvragen vanaf serie B en C (meer dan € 10 miljoen) te vervullen. Er zijn (te) weinig fondsen die tickets van deze omvang kunnen doen. Deze bedrijven gaan uiteindelijk naar investeerders uit Azië of Verenigde Staten om hun financieringsvraag in te vullen. Daarmee verdwijnt de technologie en soms ook het bedrijf uit het land. Hierdoor besluiten overheden soms toch in te grijpen, zoals in Nederland bij Smart Photonics is gebeurd en bij CureVac in Duitsland. Dit probleem speelt voornamelijk in de continentaal Europese landen en Ierland. Canada, Israël, Singapore, Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten ervaren dit knelpunt niet/veel minder, omdat in deze landen meer kapitaal beschikbaar is voor deze latere fase.

---

<sup>52</sup> Alleen de knelpunten die door meer dan drie experts zijn genoemd worden in deze opsomming meegenomen.



### Transparantie

Ervaren gebrek aan transparantie is sterk afhankelijk van de fase van een bedrijf. Hoe vroeger het bedrijf, hoe groter over het algemeen het ervaren gebrek aan transparantie in de durfkapitaalmarkt. Met name de business angel markt is in veel landen beperkt transparant. In overige fases wordt transparantie door weinig experts genoemd als knelpunt. Angels zijn privépersonen, van hen is niet altijd duidelijk of ze als angel actief zijn, wat hun focus is qua fase, investeringsbedrag en sector. In verschillende landen worden hierom actief angels en ondernemers bij elkaar gebracht. Het verbeteren van de transparantie in de vroege fase wordt gezien als blijvend aandachtspunt door veel landen.

Beperkte transparantie heeft tot gevolg dat ondernemers vroeg in de customer journey tegen problemen aanlopen. Transparantie heeft vooral impact op het proces van het vinden van investeerders. Bij een weinig transparante markt kost dit veel tijd en energie.

Een specifiek voorbeeld vanuit één van de geïnterviewde experts is de situatie in Zweden. Hier wordt transparantie van de durfkapitaalmarkt specifiek genoemd als knelpunt, met name voor de regio buiten Stockholm. Veel professionele partijen richten zich voornamelijk op de regio Stockholm, zowel investeerders als ondersteunende partijen. Buiten deze regio is minder activiteit van deze partijen. Voor startups buiten deze regio is daarom niet altijd duidelijk waar ze terecht kunnen. In veel andere landen spelen publieke initiatieven een belangrijke rol in het bevorderen van de transparantie in deze vroege fase. Ook wordt een deel hiervan opgepakt door private partijen zoals incubators, accelerators en speciale matchingsprogramma's.

### Investment readiness

De kwaliteit van ondernemers gaat volgens alle experts vooruit. Dat komt volgens hen met name omdat er meer aandacht is voor ondernemerschap. Op universiteiten en scholen wordt meer aandacht geschonken aan ondernemerschap. In opleidingen krijgt ondernemerschap een meer prominente plaats. Op deze manier komen meer mensen in aanraking met ondernemerschap en weten zij beter wat nodig is voor het succesvol leiden van een onderneming en het aantrekken van financiering. Daarnaast zijn ook steeds meer private initiatieven zoals incubators en accelerators actief die startups helpen met investment readiness.

Een aantal landen geeft aan dat aandacht voor ondernemerschap, bijvoorbeeld via scholen en in de media, een knelpunt is. Dit uit zich met name in de kwaliteit van ondernemers over de breedte. Kennis en vaardigheden om risicofinanciering op te halen zijn niet altijd even goed ontwikkeld. Onder andere Zweden, België en Frankrijk noemen dit als belangrijk knelpunt.

Daarnaast wordt eveneens de kennis en ervaring van business angels met het doen van investeringen genoemd als knelpunt. Met name in Estland, Denemarken, Portugal en Spanje wordt dit als knelpunt ervaren. In deze landen is het aantal business angels in de laatste jaren sterk gegroeid. Business angels hebben vaak ervaring in bepaalde sectoren en met het succesvol leiden van een bedrijf. Zij hebben niet altijd kennis van het investeringsproces en de rol als investeerder. Deze landen zetten veel in op het opleiden en betrekken van nieuwe business angels.

### 4.3 De rol van de overheden in de durfkapitaalmarkt

<b>B2</b>	<b>Op welke wijze intervenueert de overheid in de durfkapitaalmarkt in de geselecteerde landen?</b>
-----------	---



Overheden intervenueert op verschillende manieren in de durfkapitaalmarkt. Deze paragraaf gaat in op de rol van centrale en regionale overheden zoals die in de verschillende landen wordt gezien en de typen interventies die vanuit deze rol worden gedaan om de durfkapitaalmarkt beter te laten functioneren..

#### 4.3.1 Rol centrale overheden

Vanuit centrale overheden worden diverse interventies gericht op het verbeteren van de durfkapitaalmarkt ondernomen. Vaak liggen deze voornamelijk op de pijler kapitaal, waar veelvuldig een rol is weggelegd: nationale overheden verschaffen de middelen voor de opzet van financieringsinstrumenten, soms samen met private middelen of publieke Europese fondsen zoals de EIB/EIF als het Europese landen betreft.

Veel van de onderzochte landen hebben één of meerdere nationale fondsen/ instrumenten ingericht als centraal orgaan die investeren in vroege fase ondernemingen (national promotional banks). Het management van deze instrumenten wordt op verschillende wijze ingevuld. Landen zoals Denemarken en Duitsland kiezen ervoor om het management op private wijze in te vullen door marktpartijen die zich hier in gespecialiseerd hebben. In Portugal en Spanje wordt het juist als onderdeel van de centrale overheid uitgevoerd. Stimulering van vroege fase durfkapitaal is soms onderdeel van een breder pakket van maatregelen voor financiële steun aan het MKB, zoals lenings- en garantie-instrumenten voor innovatief MKB.

Ook de invulling van de instrumenten verschilt. Er zijn grofweg drie verschillende modellen te onderscheiden, die eveneens in hybride vormen bestaan.

1. Het nationale fonds investeert direct in bedrijven door middel van het verstrekken van aandelenkapitaal of (achtergestelde) lening.
2. Het nationale fonds of instrument investeert indirect in bedrijven door financiering te verstrekken aan private investeringsfondsen die de uiteindelijke investering doen in het bedrijf.
3. Het financieringsinstrument is gericht op cofinanciering van private investeerders zoals venture capital-fondsen en business angels.

Uit het onderzoek blijkt dat naarmate de private markt zich verder ontwikkeld, publieke instrumenten meer verschuiven richting punt 2 en 3. Uitzondering hierop is op sleuteltechnologieën waar overheden vaak grip op willen houden vanuit strategisch belang.

Niet in alle landen heeft de centrale overheid primair de rol van kapitaalverschaffer. In de Verenigde Staten en Zwitserland is de rol van de federale overheid voornamelijk gericht op R&D en het aantrekken van talent. In de VS wordt de kapitaalrol vrijwel geheel door de markt opgepakt. Overheden hebben hier een zeer kleine rol. In Zwitserland wordt deze door regionale overheden ingevuld. Zowel in Zwitserland als in de VS is de samenwerking vanuit de overheid met kennisinstellingen groot. Zij spelen een belangrijke rol in het ontwikkelen en commercialiseren van innovatieve technologieën.

In Denemarken is investment readiness één van de programma's die valt onder het nationale groeifonds. In Singapore wordt vanuit nationaal initiatief ingezet op het verbeteren van de transparantie in de kapitaalmarkt door het samenbrengen van investeerders en ondernemers in een online en offline netwerk.



#### **4.3.2 Rol regionale overheden**

Regio's spelen vaak een belangrijke rol in het verstrekken van kapitaal. Dit doen zij door op regionaal niveau inhoud te geven aan landelijk beleid en/of door eigen interventies. In een aantal landen, waaronder Canada en Zwitserland, ligt de belangrijkste rol in de vroege fase voor kapitaalinterventies bij de regio. Zo wordt in Zwitserland op bonds-niveau financieringsinstrumenten ingezet. In Canada ligt deze rol ook hoofdzakelijk bij de regio's en wordt waar nodig ondersteund door de centrale overheid. Vaak wordt hierbij samengewerkt door regio's en centrale overheid, bijvoorbeeld doordat de regionale overheid de uitvoering doet van de landelijke regelingen en zelf eveneens investeert in deze instrumenten.

In landen waar zowel regionale als centrale overheid intervenueert in de durfkapitaalmarkt wordt veel samengewerkt tussen de overheden. België is een voorbeeld waarbij regionale fondsen met name de wat kleinere tickets financiert en zodra de bedragen groter worden het nationale fonds meedoet. Regionale en landelijke fondsen hebben regelmatig contact over ontwikkelingen en specifieke cases om zo van elkaar te blijven leren. Ook kan men het netwerk van beide partijen benutten om zo effectiever te opereren.

Stimuleren van ondernemerschap en het werken aan ondernemersvaardigheden (investeringsgereedheid) zijn vaak taken die door regionale overheden worden opgepakt. Voor de uitvoering worden vaak marktpartijen ingeschakeld of ondergebracht onder een publiek fonds, zoals dat in Nederland bij ROM's gebeurt.

#### **4.3.3 Type interventies**

Overheden maken gebruik van verschillende typen interventies om de durfkapitaalmarkt te stimuleren. Dat bestaat enerzijds aan inhoudelijke programma's die bijvoorbeeld gericht zijn op het stimuleren van ondernemerschap. Daarnaast maken veel overheden gebruik van financieringsinstrumenten om de kapitaalmarkt te stimuleren. Hierin zijn drie vormen te onderscheiden:

- Direct – Publieke middelen wordt direct in bedrijven geïnvesteerd.
- Indirect – Publieke middelen worden geïnvesteerd in private investeerders die het geld investeren in bedrijven.
- Fiscaal – Naast het verstrekken van kapitaal kunnen worden ook fiscale maatregelen genomen om investeerders te stimuleren te investeren in deze fase.

Overheden maken over het algemeen gebruik van meerdere instrumenten voor het stimuleren van de kapitaalmarkt. Het komt vaak voor dat overheden zowel directe als indirecte investeringen doen in de kapitaalmarkt. Fiscale interventies worden door weinig landen toegepast. Slechts in het Verenigd Koninkrijk en op het niveau van individuele staten in de Verenigde Staten wordt dit toegepast. Hieronder volgt een korte uitwerking van de verschillende vormen.

#### 4.3.3.1 Direct

Het vormen van een nationaal of regionaal fonds dat directe investeringen doet in bedrijven is een populair instrument. Het grootste deel van de onderzochte landen maakt gebruik van een vorm van directe investeringen. Directe investeringen geven als voordeel dat overheden meer controle houden over waar het geld in geïnvesteerd wordt. Hier tegenover staat dat hiervoor een eigen organisatie voor moet worden opgericht. Voor verschillende fases worden vaak weer aparte fondsen ingericht. In Duitsland is bijvoorbeeld te zien dat voor verschillende fases aparte fondsen en fondsmanagers zijn opgericht. In Denemarken vallen zowel het seedfonds als het groeifonds uiteindelijk onder dezelfde organisaties.

De invulling van de instrumenten verschilt per land. Er zijn echter twee belangrijke stromingen te zien.

1. Een financieringsinstrument dat directe investeringen doet als belangrijkste instrument. Dit is bijvoorbeeld in Duitsland, Spanje, Portugal, Denemarken en Singapore het geval. Hier zijn één of meerdere fondsen opgericht om vroege fase ondernemerschap te stimuleren. In deze landen zijn de opgerichte instrumenten vaak één van de belangrijkste bronnen van financiering voor vroege fase startups. Europese nationale fondsen hebben vaak cofinanciering nodig op transactieniveau van private partijen om te voldoen aan staatssteunregels van de EU.
2. Een financieringsinstrument dat directe investeringen doet als aanvulling op de markt. Hierbij worden alleen directe investeringen gedaan op het moment dat andere instrumenten niet volstaan. In een aantal landen wordt gekozen om zowel indirecte investeringen op specifieke thema's als directe investeringen te doen. Deze aanpak kent vaak een tijdelijke component om een bepaalde mismatch in de markt op te lossen of een strategisch doel. In Frankrijk en België zijn alleen directe investeringen mogelijk op strategische thema's zoals sleuteltechnologieën of grotere tickets in een vroege fase. Zodra de markt (eventueel in combinatie met indirecte investering vanuit de overheid) in staat is om de grotere tickets te verschaffen zal de rol van de overheid weer afnemen.

Een voorbeeld van directe investeringen is het Duitse Hightech Gründerfonds (HTGF). Dit fonds richt zich op investeringen in vroege fase Duitse bedrijven in de hightech sector. Het heeft bijna € 900 miljoen onder beheer en is daarmee één van de grootste investeerders in de seed-fase in Europa. Dit fonds, grotendeels gefinancierd vanuit de overheid, investeert direct in potentieel interessante bedrijven. Naast de overheid wordt de rol van corporates als financier steeds groter. In het laatste fonds van HTGF droegen de corporate partners circa € 100 miljoen van de € 300 miljoen bij.

Het HTGF biedt oplossingen voor een aantal knelpunten die in Nederland worden ervaren. Het zorgt voor een groot aanbod van kapitaal in de seed-fase. Het HTGF richt zich specifiek op de hightech sector en focust op de bedrijven die anders moeite hebben met het aantrekken van voldoende risicokapitaal. Ondanks dat deze interventie een aantal van de knelpunten oplost is ervoor gekozen HTGF niet als goede praktijk op te nemen. De kracht van het HTGF is onder andere de grootschaligheid. Dit is beperkt overdraagbaar en op korte termijn te implementeren in de Nederlandse context.





#### 4.3.3.2 Indirect

Voor indirecte investeringen in het durfkapitaal ecosysteem wordt gebruik gemaakt van de bestaande infrastructuur en expertise. Het richt zich met name op het faciliteren van private partijen om makkelijker en meer financiering op te halen om te investeren in de vroege fase. De overheid stelt een kader op waarbinnen de private partijen moeten opereren. In een groot aantal landen is zichtbaar dat op het niveau van de centrale overheid wordt gekozen voor een indirect financieringsinstrument en dat regionaal meer directe financieringsinstrumenten worden ingezet. Onder andere België, Canada, Estland, Finland, Frankrijk, Israël en Zweden zetten indirecte instrumenten in.

Bij indirecte investeringen zijn fund-of-fund constructies het meest gebruikelijk. Hierbij investeert het fonds in andere fondsen zodat deze fondsen uiteindelijk het geld kunnen investeren in bedrijven volgens hun eigen filosofie. Het nationale fonds is daarbij aandeelhouder in deze fondsen.

Naast het financieren van venture capital fondsen worden ook business angels ondersteund door diverse landen. Vaak is dit in de vorm van matching van de investering van de angel. Hierdoor kan de business angel zijn/haar risico verlagen en in meer verschillende bedrijven investeren. De ondersteuning aan business angels vindt in Canada op uitgebreide wijze plaats. Hier wordt naast financiële ondersteuning eveneens inhoudelijke en procesmatige ondersteuning geboden. Angels kunnen hier alleen voor in aanmerking komen als zij zich aansluiten bij een gecertificeerde groep van angels en zelf ook voldoende kennis en ervaring hebben met het doen van investeringen. De ondersteuning is een specifieke regeling in de vorm van een lening voor de staat Ontario en wordt via de landelijke en regionale overheid gefinancierd en georganiseerd. De ondersteuning loopt altijd via de angel groepen.

#### 4.3.3.3 Fiscaal

Fiscale maatregelen worden in de onderzochte landen beperkt gebruikt voor het stimuleren van vroege fase durfkapitaal. In het Verenigd Koninkrijk heeft dit een belangrijke rol in het stimuleren van de kapitaalmarkt. Privé investeerders kunnen een deel van de investering fiscaal verrekenen waardoor zij hun risico beperken. In de VS worden in een aantal staten tevens fiscale maatregelen gebruikt. Dit is echter geen federaal beleid.

### 4.4 Goede praktijken in andere landen

<b>B5</b>	<b>Welke goede praktijken zijn er te identificeren voor Nederland (en waarom zijn dit goede praktijken)?</b>
-----------	--

De interviews met internationale experts hebben een aantal goede praktijken opgeleverd die passen binnen het beoordelingskader dat in paragraaf 4.1 is geschetst. Per geïdentificeerde goede praktijk wordt kort stilgestaan wat de interventie inhoudt en waarom het een goede praktijk is.

#### 4.4.1 Geïdentificeerde goede praktijken

##### Kapitaal

Het verbeteren van de beschikbaarheid van kapitaal in de vroege fase is een van de grootste uitdagingen voor veel overheden. In dit onderzoek zijn de volgende goede praktijken geselecteerd op dit thema.



- In **Canada** kunnen een aantal business angels samen een groep vormen. Zij kunnen in aanmerking komen voor ondersteuning per deal. Hiervoor moeten zij eerst een selectieproces doorlopen waarbij de professionaliteit van de investeerders wordt getoetst. Ondersteuning kan bestaan uit matching van de bijdrage van investeerders of uit begeleiding bij het investeringsproces. De investeerders in deze groep kunnen zowel als geheel of als deel van de groep investeren en aanspraak maken op deze regeling.

Deze aanpak biedt een oplossing voor een aantal ervaren knelpunten die in Nederland worden ervaren:

- business angels kunnen meer deals doen waardoor zij meer ervaring kunnen opbouwen en eveneens hun risico kunnen spreiden. Hierdoor wordt de kans groter dat zij een succesvolle exit kunnen realiseren en dus weer geld hebben om door te investeren;
  - de kwaliteit van investeerders wordt beter door ondersteuning van de investeerder;
  - procesbegeleiding kan leiden tot meer succesvolle deals;
  - het levert betrouwbare data over de angel investeringsmarkt doordat deals geregistreerd worden.
- Ook in **Denemarken** kunnen business angels gebruik maken van een faciliteit die matching van de investering van de angel biedt. Om hier als angel voor in aanmerking te komen moet hij/zij door het nationale groeifonds worden 'gecertificeerd'. In Denemarken heeft dit geleid voor een veel grotere rol voor business angels.  
Deze interventie kent vergelijkbare oplossingen voor Nederlandse knelpunten als het vorige punt. Business angels kunnen op deze manier bij meer bedrijven betrokken zijn en hun risico beter spreiden. Het draagt ook bij aan de beschikbaarheid van data over de business angelmarkt.
- **Frankrijk** heeft een speciaal financieringsinstrument ontwikkeld waarmee investeringen in sleuteltechnologieën worden gedaan. Hiervoor wordt voor zes jaar lang € 10 miljard per jaar beschikbaar gesteld. Op deze manier wilt Frankrijk voorkomen dat strategisch belangrijke technologie naar het buitenland verdwijnt. Deze aanpak sluit aan op een belangrijk knelpunt die naar voren komt binnen de Nederlandse context:
    - het gebrek aan kapitaal voor bedrijven met een hoge investeringsvraag en lang ontwikkeltraject. Sleuteltechnologieën zijn hier bij uitstek een voorbeeld van. Door middel van een specifiek fonds wordt kapitaal toegankelijker en blijft kennis van strategische technologieën in het land.
- In **Estland** en **Denemarken** spelen angels een belangrijke rol om andere succesvolle ondernemers te inspireren om tevens als business angel actief te worden. In beide landen heeft dit tot gevolg gehad dat het aantal business angels sterk is gegroeid. Hierdoor is het aanbod van kapitaal sterk gestegen in de vroegste fases.  
Deze aanpak biedt met name een oplossing voor het knelpunt dat vermogende particulieren onvoldoende bekend zijn met informele investering waardoor zij niet als business angel actief worden.



- **Spanje** heeft een vrij uniek instrument gerealiseerd binnen de onderzochte landen. Het geeft 'participatieve leningen' uit vanaf € 25.000 tot € 1,5 miljoen. Het verschil met gewone leningen is dat geen zekerheden op de leningen worden gevraagd en het rentepercentage afhankelijk is van het succes van de onderneming. Er wordt gerekend met een heel laag basispercentage. Naarmate de onderneming succesvoller is profiteert de overheid hier ook van. Het is voor ondernemers aantrekkelijk om zo geld aan te trekken omdat geen aandelen afgestaan hoeven worden in de vroege fase. Dit is ook interessant voor vervolginvesteerders. Samen met cofinanciers is op deze manier al meer dan € 2 miljard aan financiering verstrekt aan meer dan 6.000 bedrijven.  
Dit initiatief biedt met name een oplossing voor het ervaren knelpunt dat het aantrekken van financiering veel tijd kost. Een dergelijk instrument kan meer gestandaardiseerd worden waardoor kortere doorlooptijden mogelijk zijn. Daarnaast biedt het bedrijven in alle sectoren de mogelijkheid om kapitaal aan te trekken.

### Transparantie

Transparantie is een andere belangrijke pijler voor het goed functioneren van een kapitaalmarkt. In dit onderzoek zijn de volgende overheidsinterventies op dit gebied naar boven gekomen die als goede praktijk kunnen dienen voor Nederland.

- **Singapore** investeert expliciet in het vergroten van transparantie door een 'one stop shop' te creëren waar investeerders en startups elkaar kunnen vinden. Dit is zowel een offline als online platform. StartupSG biedt programma's voor ondernemers en investeerders en verzamelt informatie over het financieringslandschap in het land. Ondernemers en investeerders maken veel gebruik van dit netwerk.  
Deze aanpak draagt bij aan het oplossen van de volgende knelpunten:
  - Kennis van ondernemers over het financieringslandschap. Door informatie over verschillende partijen en soorten financiers te presenteren is het inzichtelijker welke partijen voor welke vraag geschikt is.
  - Startende business angels hebben moeite met het vinden van de juiste kanalen te vinden voor investeringsproposities. Zij kunnen via een dergelijk platform makkelijk in contact komen met ondernemingen die passen binnen hun investeringsfocus.
- **Israël** heeft een vergelijkbaar initiatief ontwikkeld als Singapore. Vanuit het private initiatief Israel Startup Nation worden nieuwe startups geregistreerd en via een platform inzichtelijk gemaakt. Op dit platform zijn tevens investeerders in alle fases actief. Hierdoor ontstaat een duidelijk beeld van zowel investeerders als ondernemingen in verschillende fases. Het draagt bij op dezelfde manier als het programma in Singapore zoals hierboven beschreven.
- Via het UK Scale-up Institute wordt in het **Verenigd Koninkrijk** de verschillende ondersteuningsmogelijkheden per regio, sector en vraagstuk in kaart gebracht voor ondernemers in de vroege fase en groeifase. Ondernemers kunnen zich via dit platform oriënteren op ondersteuning. Dit initiatief overlapt met de categorie investeringsgereedheid.  
Het initiatief draagt bij aan de behoefte van ondernemers in Nederland aan ondersteuning. Door inzichtelijk te maken welke programma's er zijn kan dit bijdragen aan het vinden van juiste begeleiding bij de vraag.
- De initiatieven in **Canada, Denemarken en Verenigd Koninkrijk** voor de financiële ondersteuning van business angels heeft als effect dat hierdoor meer data beschikbaar is over de kapitaalmarkt. Beter inzicht in de kapitaalmarkt leidt tot effectievere interventies.

- In **België** is een nauwe samenwerking tussen regionale en nationale overheidsfondsen. De regionale fondsen zijn in principe de eerste aanspreekpunten voor ondernemers. Vanaf investeringsbedragen van € 5 miljoen wordt het doorgestuurd naar het nationale investeringsfonds. Daarnaast worden regelmatig ondernemingen onderling besproken om zo de meest geschikte investeerder te vinden. De onderlinge verbondenheid helpt de transparantie in de markt te verbeteren.



### Investeringsgereedheid

Overheidsingrijpen op het gebied van het verbeteren van de investeringsgereedheid van bedrijven is veelal een taak voor regionale overheden. Voor de goede praktijken zijn landelijke interventies in ogenschouw genomen omdat de overdraagbaarheid en vergelijkbaarheid met de Nederlandse context groter is. De volgende activiteiten beschouwen wij als goede praktijken:

- **Zwitserland** is een initiatief – CTI – gestart om (technologische) onderzoekers stimuleert om vanuit het onderzoek een bedrijf te starten. Hierbij krijgt het coaching en financiering. Na het succesvol doorlopen van een uitgebreid programma krijgen de startups het CTI label. Het programma is zo succesvol dat dit label als kwaliteitslabel wordt gezien. Deze bedrijven zijn veel succesvoller bij investeerders dan de bedrijven zonder dit label.  
Dit programma heeft effect op het ervaren knelpunt in Nederland dat ondernemers beperkte kennis op het gebied van ondernemerschap en het aantrekken van financiering hebben, met name bij technische ondernemingen.
- Ook **Duitsland** heeft een programma waarin de stap vanuit de universiteit naar een startup wordt gestimuleerd. Onderzoekers, docenten en studenten kunnen gebruik maken van de EXIST regeling die het mogelijk maakt om (deels) betaald te kunnen experimenteren met ondernemerschap. Vanuit het programma wordt in de basisbehoeften voorzien zodat de onzekerheid van geen inkomen wordt weggenomen. Hiernaast krijgt de ondernemer toegang tot een mentor en overige ondersteuning. Het werkt hiermee aan hetzelfde ervaren knelpunt als het Zwitserse initiatief hierboven.
- De **Verenigde Staten** investeert veel in technologische ontwikkeling. Vanuit universiteiten en onderzoekscentra wordt aan de nieuwste technologieën gewerkt. Deze technologieën worden in samenwerking met ondernemers uitgewerkt tot startups. Ervaren ondernemers helpen de technologie te commercialiseren. Vanuit deze initiatieven wordt eveneens gewerkt aan de professionalisering van teams zodat voldoende technische en financiële kennis aanwezig is. Een specifiek voorbeeld is Cyclotron Road in Berkeley, California. Ieder jaar worden een aantal onderzoekers geselecteerd waar zij in het innovatie ecosysteem van Berkeley de kans krijgen om hun concept naar een product te ontwikkelen. Hiervoor worden financiering, beschikbaarheid tot onderzoeksfaciliteiten en mentoren beschikbaar gesteld.
- Y Combinator in de **Verenigde Staten** is een van de meest bekende incubators ter wereld. De kracht van de incubator zit met name in een combinatie van financiering en een sterk netwerk met de meest toonaangevende bedrijven en investeerders. Zo wordt gewerkt aan investeringsgereedheid en tegelijkertijd worden eerste connecties met investeerders en potentiële klanten gemaakt.
- **Spanje** investeert naast de investment readiness van ondernemers ook in de kennis en vaardigheden van private investeerders. Startende business angels kunnen ondersteuning ontvangen op het gebied van due diligence, juridische zaken en fiscale zaken. Op deze manier helpt Spanje het aantal business angels te vergroten en de drempel tot investeren te verlagen.  
Dit programma werkt voornamelijk aan het knelpunt dat de kennis en ervaring van startende investeerders beperkt is. Door hen te helpen met specifieke kennis kan dit knelpunt worden weggenomen.

## 5 Analyse: structurele verbeteringen in de Nederlandse durfkapitaalmarkt?



### 5.1 Inleiding

De knelpunten die zijn gesignaleerd in de Nederlandse durfkapitaalmarkt, dienen vanuit meerdere perspectieven te worden gezien, om zo de nuance te kunnen vatten van het probleem en daarmee de oplossing(en) te kunnen identificeren. De volgende perspectieven, zoals deze ook zijn benut in het gehele onderzoek, worden gehanteerd als kapstok van deze analyse:

1. De route die de ondernemer moet afleggen op weg naar een passende investeerder (zie 3.4.1.)
2. De route die een investeerder aflegt om als investeerder actief te worden en vervolgens daarna succesvol te investeren in een bedrijf in de vroege fase (zie 3.4.2.)
3. Knelpunten die relateren aan het TRL-niveau van een bedrijf en de ontwikkeling die het bedrijf doormaakt (zie 3.4.3) (alleen voor vraag C2).

Tenslotte zou ook een sectoraal perspectief op de durfkapitaalmarkt van toegevoegde waarde zijn, maar doordat hier (zie 3.2.2.) onvoldoende harde data over is, kan deze niet separaat in de analyse betrokken worden. De belangrijkste knelpunten zoals die naar voren kwamen in het onderzoek, zijn weergegeven in het derde hoofdstuk. In paragraaf 5.2 en de daaropvolgende paragrafen worden deze knelpunten geanalyseerd en voorzien van een oplossing of een oplossingsrichting, zoals deze is voorgekomen uit internationale goede praktijken (zie H4), de inzichten die naar voren zijn gekomen in de focusgroepen, inzichten van experts die actief zijn in de durfkapitaalmarkt en geduid vanuit onze eigen expert-opinion. Dit hoofdstuk sluiten we af door in te gaan op het marktfalen en de rol die de Rijksoverheid kan innemen om dit te adresseren.

### 5.2 Het daadwerkelijk aantrekken van kapitaal

<b>C1</b>	<b>Hoe zou er (structureel) meer durfkapitaal aangetrokken kunnen worden door Nederlandse bedrijven?</b>
-----------	--

Vertrekpunt (behoudens COVID-19 ontwikkelingen) is dat het aanbod van kapitaal verder kan toenemen. Maar alleen aanbod van kapitaal zorgt nog niet dat ondernemers in staat zullen zijn dit ook te verwerven ("*it takes two to tango*"). Een belangrijk punt van discussie in de Nederlandse durfkapitaalmarkt is of het aanbod van kapitaal de vraag aanwakkert of dat bij een kwalitatief hoogwaardig aanbod van bedrijven/startups "vanzelf" meer kapitaal in beweging komt. In dit onderzoek is door veel experts geduid dat het aanbod van kapitaal volgt op dit aanbod van bedrijven. Kapitaal is er (en dit kan toenemen), maar de ondernemer is het schaarse goed in Nederland. Investeerders bevestigen dat zij in staat zijn om meer kapitaal te mobiliseren (zie 5.3). Aan de hand van de customer journey van de ondernemer worden de knelpunten toegelicht (5.2.1) en worden deze punten voorzien van een oplossingsrichting (5.2.2).



### 5.2.1 Knelpunten vanuit de ondernemer

De ondernemers in de vroege fase hebben over het algemeen vaak nog beperkte kennis en ervaring met het ophalen van risicofinanciering en *know-how* over het aanbod van alternatieve financiering. Onbekendheid van ondernemers met verschillende typen financiers draagt ook niet bij aan het aantrekken van kapitaal. Deze beperkte bekendheid van ondernemers met het aanbod maakt dat veel ondernemers het financieringslandschap als gefragmenteerd en beperkt inzichtelijk ervaren. In de vroege fase zijn ook veel informele investeerders actief. De mogelijkheden van een informele investeerder zijn veelal onbekend bij startende ondernemers. Daarnaast ervaren ondernemers in de vroege fase een beperkte toegang tot het netwerk van deze investeerders.

De ondernemers in de vroege fase die kansrijk zijn, hebben vaak niet de middelen om ondersteuning vanuit adviseurs in te schakelen. Zij beschikken hierdoor niet over de juiste ondersteuning op het moment dat deze cruciaal is. Ondersteuning die ook nog in een aantal gevallen wordt geboden door adviseurs die slechts beperkt deskundig zijn. Tevens dekt de support vanuit bijvoorbeeld incubators, waar er de afgelopen veel van zijn ontstaan, nog onvoldoende (zie paragraaf 3.4.2.). Veel facetten in het proces om kapitaal aan te trekken zijn voor de ondernemer 'uniek'. Er wordt weinig gewerkt met vaste (juridische) formats, de informele investeerder is misschien een succesvol ondernemer maar heeft pas een enkele investering gedaan en waarderingsdiscussies (en soms ook het gebrek aan goede referentiewaarden daartoe) leiden soms dan ook tot het (onnodig) afbreken van onderhandelingen tussen investeerders en ondernemers. Bijvoorbeeld de ontwikkelde sjablonen vanuit Capital Waters bieden hierin houvast voor de onderhandeling, maar vooral ontbreekt procesondersteuning in deze fase. Veel ondernemers zijn nog niet investor ready, waardoor zij een investeerder niet weten te overtuigen (dit speelt met name bij meer technologie gedreven bedrijven). Dit heeft betrekking op zowel de case (de financieringsaanvraag) als op het niveau zijn van het bedrijf, denk hierbij bijvoorbeeld aan de compleetheid van een team en/of technische uitwerkingen. De ROM's pakken zelf de rol op om investeringsgereedheid te ondersteunen zolang de markt dit nog beperkt kan oppakken, omdat hiervoor in diverse regio's geen financiële middelen voor beschikbaar worden gesteld voor de uitvoering c.q. geen prioriteit heeft.

Het is in het belang van Nederland dat op nationale schaal ondernemers het volle aanbod weten te verzilveren. Door beter inzicht in de mogelijkheden kan er meer kapitaal aangetrokken worden. Veel ondernemers durven bovendien niet genoeg kapitaal te vragen. Door kleine bedragen op te halen blijft een ondernemer soms continue bezig met fundraising in plaats van te bouwen aan de groei van het bedrijf. Echter een (te) grote stap zetten kan mogelijk een waarderingsprobleem geven vanuit de wens om in de vroege fase het ondernemerschap (en het daaraan gekoppelde aandelenbelang) te maximeren.

### 5.2.2 Oplossingsrichtingen waarmee er meer kapitaal aangetrokken wordt door ondernemers

- Vergroot het inzicht van ondernemers over de mogelijkheden van verschillende financiers en geschikte financieringsvorm in de vroege fase, bij voorkeur via adviseurs die dit inzicht moeten hebben. Een instrumentele vertaling hiervan zou de introductie van een voucher zijn om deze kennis extern in te kopen. Het resultaat hiervan is dat er meer investeringen komen in ondernemingen in de vroege fase.





- Het werken aan investeringsgereedheid blijft noodzakelijk: goede support zal leiden tot het aantrekken van meer kapitaal. Maak de kwaliteit van de ondersteuningsprogramma's transparant en maak met de regio's een uitwerking over de landsdekkende invulling hiervan. Kijk hiervoor als voorbeeld naar Verenigd Koninkrijk en Singapore, waar een uitgebreid overzicht naar regio, sector, en fase wordt gegeven m.b.t. ondersteuningsmogelijkheden voor ondernemers.
- Creëer een 'dealmakers-rol' (procesbegeleider), voornamelijk gericht op procesondersteuning, die tussen ondernemers en investeerders acteert om vanuit een onafhankelijke positie het percentage aangetrokken kapitaal te vergroten. Een dergelijke procesondersteuning kan de kenniskloof dichten tussen ondernemer en investeerder. Onderwerpen zijn waardering, juridische zaken, milestone-financieringen (grotere tickets mogelijk maken) en opvolgende financiering. Een instrumentele vertaling hiervan zou de introductie van een voucher om deze kennis extern in te kopen. Hierdoor komen er meer investeringen in ondernemingen in de vroege fase. Deze voucher zou terugbetaald kunnen worden in het geval een financiering is gerealiseerd. Een voorbeeld hiervan kan gevonden worden in Canada waar, weliswaar vanuit de investeerder geïnitieerd, een procesbegeleider kan worden ingezet.

### 5.3 Vergroting van het aanbod aan kapitaal

<b>C2</b>	<b>Hoe zou er (structureel) meer durfkapitaal aangeboden kunnen worden aan Nederlandse bedrijven?</b>
-----------	---

De verwachting (behoudens COVID-19 ontwikkelingen) is dat het aanbod van kapitaal verder kan toenemen. Veel kapitaal is beschikbaar want de rente is laag. De allocatie van kapitaal naar de durfkapitaalmarkt blijft echter een continue uitdaging. Veel investeerders investeren pas wanneer de product-markt-fit bewezen is en richten zich daarom op de latere, minder risicovolle fase. Als een investeerder alleen in de vroege fase investeert kan dit een beperkt of soms negatief rendement opleveren terwijl het investeren in het meer ontwikkelde mkb en grootbedrijf goede rendementen kan geven tot soms wel 20% per jaar<sup>53</sup>. Natuurlijk zijn er ook investeerders, die tegen deze trend in, wel succesvol zijn in de vroege fase. En als een investeerder echter in meerdere fasen investeert en naast de bijvoorbeeld ook de groei financiert neemt het potentiële rendement toe. Vanuit het onderzoek volgen er diverse mogelijkheden om gericht meer kapitaal te ontsluiten en de allocatie van het kapitaal over fasen en doelgroepen te verbeteren, rekening houdend met voornoemde kanttekening. Aan de hand van de customer journey van de investeerder worden diverse knelpunten voorzien van een oplossingsrichting.

#### 5.3.1 Knelpunten vanuit de investeerder

Vanuit het perspectief van de investeerders zijn er diverse knelpunten die van invloed zijn op het aanbod van risicokapitaal in de vroege fase. Het eerste knelpunt heeft te maken met kennis van de mogelijkheden en transparantie. Bij informele investeerders is sprake van een enorm onbenut potentieel: er is veel latent kapitaal beschikbaar dat nog niet wordt ingezet voor investeringen in vroege fase ondernemingen. Dit komt omdat vermogende particulieren en oud-ondernemers vaak nog onvoldoende op hoogte zijn van de mogelijkheden van informal investing en het rendement wat hier mee behaald kan worden.

<sup>53</sup> EVCA, 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study. Dit onderzoek is sindsdien niet meer op deze schaal uitgevoerd. De EVCA heet tegenwoordig Invest EU.



Nieuwe informele investeerders hebben een kennislacune m.b.t. investeren in de vroege fase. De eerste gesprekken met ondernemers lopen hierdoor vaak spaak. De informele investeerder komt voor een teleurstelling te staan waardoor er minder kapitaal geïnvesteerd wordt. Terwijl met een goede opleiding, begeleiding of samenwerking met een professionele investeerder dit wel het geval zou zijn geweest. Een informele investeerder leert het investeringsvak vooral in de praktijk. Het leerproces verloopt hierdoor langzaam.



Ook benutten informele investeerders onvoldoende de Seed Business Angel regeling om een eerste fonds te starten. Dit heeft te maken met de bekendheid van de regeling alsook de voorwaarden. Business angels investeren graag in geleenheidscoalities en *deal by deal*. Dit staat de huidige regeling niet toe. Als er meer particulieren en oud-ondernemers als informele investeerder actief worden en ook actief blijven geeft dit een impuls aan het 'slimme kapitaal' in Nederland. Dit is in omringende landen, waaronder Spanje, al gelukt (meer mobilisatie van informeel kapitaal).

Zowel professionele als niet-professionele investeerders kunnen meer transacties mogelijk maken mits het aanbod van potentierijke ondernemers (en daarmee ook de kwaliteit van de financieringspropositie) toeneemt. Tijdens het dealproces doen zich diverse knelpunten voor waardoor het kapitaal de ondernemer niet altijd vindt. Deze knelpunten spelen ook een rol bij de ondernemer. Denk hierbij aan de uitdagingen zoals de passende waardering en ondersteuning in het rondkrijgen van de transactie.

In de focusgroepen met experts is naar voren gekomen dat professionele investeerders wisselende ervaringen hebben met informele investeerders. Oorzaken die benoemd worden hebben te maken met het afstand houden tot de onderneming (niet op de stoel van de ondernemer gaan zitten), en de kwaliteit, kundigheid en financiële mogelijkheden zijn soms onvoldoende. Als gevolg van de beperkte vaardigheden van de investeerders worden er voor de ondernemer soms belemmerende (financiële) afspraken gemaakt die de groei van het bedrijf in de weg staan. Daartegenover staan de informele investeerders met voldoende vlieguren en trackrecord, die juist een belangrijke *asset* kunnen zijn in het bedrijf. Ook voor publieke financiers is het van belang (gelet op co-financieringsvereisten) dat er voldoende kundig kapitaal zijn weg blijft vinden naar de vroege fase. In sommige situaties lijkt er sprake te zijn van concurrentie tussen privaat kapitaal en publieke middelen met name in sectoren zoals software en SaaS. Juist in dit soort sectoren kan het helpen om duidelijk te stellen waar het primaat ligt: als een private investeerder kan en wil deelnemen, zou de publieke investeerder dan moeten afzien van deze mogelijkheid? Of is het juist beoogd om ook wat "pareltjes te financieren" om verliezen in andere bedrijven te compenseren?

Een belangrijk punt is ook dat kapitaal 'vast blijft zitten'. Een investeerder is niet in staat om zijn belang van de hand te doen, en moet daardoor veelal (te) lang blijven deelnemen, terwijl deze niet meer kan bijfinancieren en zijn inhoudelijke toegevoegde waarde afneemt. Informal Investors die ervaring hebben opgedaan vallen daarmee stil of ze investeren überhaupt niet. Maar ook bijvoorbeeld de portefeuilles van de ROM's worden steeds groter, er worden meer nieuwe deelnemingen verworven dan er van de hand gedaan worden en hun geld zit daarmee ook (te) lang vast. Een exit realiseren blijkt niet eenvoudig. En soms sluiten publieke eisen ook uit dat een investeerder van het eerste uur 'uitgenomen' kan worden en zijn geld weer opnieuw kan inzetten.

De oplossing die hierbij is gevonden door in specifieke sectoren een combinatie van fondsen, universiteiten en middelen te creëren via de TTT- regeling (zie H2). Dit is een goede vorm, maar zal een beperkt aantal ketens kunnen sluiten. Universiteiten investeren, in vergelijking met die in andere landen, slechts beperkt in de vroege fase. Dit kan direct, maar ook bijvoorbeeld doordat zij met behulp van alumni investeringsfondsen opzetten die nieuwe bedrijvigheid vanuit de alma mater mogelijk maken.



### **5.3.2 Knelpunten vanuit het ontwikkelniveau en sectoren**

De beperkte beschikbaarheid aan gedetailleerde data maakt het lastig om met zekerheid conclusies te verbinden aan het hierna volgende. Het lijkt erop dat de mismatch in het aanbod aan kapitaal zich vooral afspeelt tussen sectoren. In gesprekken met investeerders en ondernemers en vanuit onze eigen praktijk komt hier wel een duidelijk beeld naar voren (maar helaas niet uit de data). Het zijn vooral de sectoren waarbinnen een snelle marktintroductie gemaakt kan worden en de eerste (terugkerende) omzet gemaakt kan worden, waar investeerders (publiek, privaat, alle typen) actief zijn. Deze sectoren zijn bijvoorbeeld software, fintech en IT. Kapitaalsintensieve sectoren, zoals hightech, chemie en de maakindustrie zijn complex en hier lijkt minder kapitaal beschikbaar. Ook sectoren waar de ontwikkelingen afhankelijk zijn van wet- en regelgeving (denk aan eHealth, energietransitie) lijkt minder kapitaal voorhanden te zijn. Hierin verschilt Nederland niet van andere landen. Typen instrumenten, en uitdagingen in de vroege fase zijn grosso modo identiek. Wel is het opvallend dat er in diverse landen met een grotere VC-sector dan in Nederland, deze ook in de vroege fase meer investeren, en waar de VC-sector minder ontwikkeld is, dat deze fase meer ingevuld wordt door informele investeerders. Nederland lijkt zich in het midden van dit spectrum te bevinden.

Door het sluiten van ketens in sectoren (op nationaal niveau) kan deze uitdaging verminderd worden. Een voorbeeld daarvan is de life science sector. Investeerders kennen elkaar en elkaars toegevoegde waarde, strategische partijen verbinden zich aan deze keten. Er is een grote voorspellende waarde ontstaan en mogelijkheid tot validatie van kennis en technologie. Als innovatie X niveau Y bereikt dan is investeerder Z in de markt om de financiering te verstrekken. Dit is versterkt vanuit de TTT, maar ook fondsin-fonds investeringen vanuit regionale fondsen. Door in ketens te acteren kunnen ook de rendementsuitdagingen in de vroege fase geslecht worden (multi-stage financieren). De toegang tot een dergelijke sectorale keten kan nog wel worden verbeterd voor ondernemers die nog geen onderdeel zijn van dit netwerk. Bovenregionale samenwerking voor sectoren en levensfasen is kansrijk. De regio bedient dan de breedte van ondernemerschap, nationaal voor sectorale ketens.

### **5.3.3 Oplossingsrichtingen waarmee er meer kapitaal beschikbaar komt**

- Vergroot de bekendheid van het instrumentarium van EZK, waaronder de Seed Business Angel Regeling.
- Zorg dat de potentie van de Nederlandse business angel (of potentiële angel) beter wordt benut. Geef meer bekendheid aan informal investing. In landen zoals Estland en Denemarken worden succesvolle investeerders gebruikt om informal investing onder de aandacht te brengen.



- Biedt (aankomende) informele investeerders de opleiding en ondersteuning waardoor zij beter kunnen investeren in ondernemingen én beter kunnen samenwerken met professionele investeerders en netwerken van informele investeerders om te putten uit hun ervaringen en zo te leren investeren. In Canada en Spanje zijn dergelijke opleidings- en ondersteuningsprogramma's voor informele investeerders ontwikkeld die als voorbeeld kunnen dienen (zie 4.4). Er zijn weliswaar in Nederland aanbieders van opleidingen, maar dit gaat verder. Dat is met name interessant voor business angels die 'bewust onbekwaam' zijn. Daarom zou het goed zijn dat EZK tijdelijk kennissessies faciliteert door het ondersteunen van de organisatie van kennissessies voor business angels door business angel netwerken door een deel van de kosten te dekken. Resultaten hiervan zijn goed te meten.
- De TTT-regeling is een goed ingezet spoor. Zet in op de totstandkoming van multi-fase fondsen waarin het (negatieve) rendement in de vroege fase gecompenseerd kan worden. Betrek hierin ook verschillende typen financiers en blijf de universiteiten uitdagen om een rol te pakken, bijvoorbeeld in het ondersteunen van alumnifondsen.
  - Organiseer daarvoor krachtige nationale ketens van fondsen, ondersteuningsstructuren, strategische partijen rondom thema's/missies zodat vanuit deze keten de ondernemers gefinancierd kunnen worden. In Duitsland en Denemarken is deze keten effectief vormgegeven en sluiten publieke fondsen op elkaar aan waardoor innovatieve bedrijven niet in een gat vallen.
  - *Stage gate funding* kan binnen dergelijke ketens ook goed benut worden – in vroeg stadium groter bedrag committeren en dit vrij laten vallen op basis van bereikte milestones.
  - Breng verschillende financiers bij elkaar en organiseer daarvoor kennissessies. Hierbij kan gedacht worden aan een Investor Summit naar voorbeeld na StartupDelta Summit en How To Get There Summit. Organiseer dit in samenhang met initiatieven zoals Amsterdam Capital Week en Rotterdam Capital Days.
- Versterk de inbreng van privaat kapitaal in de vroege fase door VC's en informele investeerders op transactieniveau te co-financieren, zoals dit in diverse landen (o.a. Denemarken en Canada) gedaan wordt. Door dit ook mogelijk te maken voor VC's kunnen ook zij voor een unieke case in de vroege fase actief worden, er komt dus meer kapitaal beschikbaar in de vroege fase. Een bijkomend effect van deze maatregel is meer inzicht (data) in de vroege fase.
- Versterk de aandacht die uitgaat naar 'de exit', het belangrijkste moment voor een financier (nu ligt er, ook bij ROM's, een grote nadruk op het uitzetten van kapitaal).
  - Onderzoek de mogelijkheden voor een nieuw model voor waardedeling passend bij de rol die de overheid pakt in de vroege fase. Maak het mogelijk dat investeerders van het eerste uur (deels) worden uitgenomen, zodat zij hun geld weer opnieuw kunnen inzetten. Een invulling hiervoor kan zijn om de initiële investering uit te nemen, en het rendement op een later moment te delen. Geef het vertrouwen op elkaar dat iedereen mee kan delen. Dit is vergelijkbaar met transfersysteem in het betaalde voetbal. Opleidende teams blijven meedelen in opbrengsten van latere transfers. Maak dit mogelijk in het publieke instrumentarium en probeer ook VC's hiertoe te bewegen.
  - Secondaire fondsen kunnen ervoor zorgen dat geld sneller terugvloeit naar investeerders en opnieuw geïnvesteerd kan worden. In Israël zijn hier voorbeelden van. De bereidheid moet er zijn om tussentijds partijen uit te laten stappen.

## 5.4 Het vergroten van inzicht in de durfkapitaalmarkt



### C3 Hoe zou de vastlegging van data over de markt voor risicokapitaal in Nederland verbeterd kunnen worden?

Het verzamelen en vastleggen van data is geen doel op zich, maar kan in sterke mate bijdragen aan een verbeterde werking van de durfkapitaalmarkt in Nederland. Dit kan leiden tot a) inzicht in deze markt ten behoeve van bijvoorbeeld beleid en interventies en b) het draagt bij aan de aantrekkingskracht van het marktsegment.

#### Inzicht door data (a)

Momenteel is de beschikbare data van verschillende partijen niet vergelijkbaar / te combineren. Voor de vroege fase in Nederland is door Techleap een start gemaakt met het inzichtelijk maken van deze fase (aangetrokken financieringen, ontvangende ondernemingen etc. zie ook 3.1). Momenteel worden pogingen ondernomen, met name voor early stage, om de compleetheid van deze data te vergroten. De gegevens over venture capital, de ROM's en de seedfondsen zijn in beeld gebracht door de NVP<sup>54</sup>, maar deze data vindt niet (automatisch) haar weg naar de Techleap omgeving. En waar Techleap zich richt op de totale financiering, richt de NVP zich op de verstrekking vanuit haar leden/de sector, waarmee een deel (de co-financiers) onder de radar blijft. Daarnaast geeft de NVP geeft jaarlijks inzicht, terwijl Techleap een actueel inzicht nastreeft. Een ander punt is dat Informele investeerders veelal opereren onder de radar, tenzij een nieuwsbericht wordt uitgebracht over een door hun verstrekte financiering. De netwerken van business angels beschikken wel over data vanuit hun deelnemers.

De landen waar het wel lukt om meer data en inzicht te creëren in deze fase (zoals Canada en het Verenigd Koninkrijk), zetten instrumenten in die transparantie noodzakelijk maken. Denk aan fiscale ondersteuning of co-financierings-instrumenten. In Nederland wordt ook vanuit de publieke instrumenten geen bijdrage geleverd<sup>55</sup> aan deze transparantie. Denk aan de inzichten over de co-financiers en transacties zoals deze bekend zijn bij RVO (VFF, Seed) en de ROM's niet benut om nationaal inzicht te creëren. De komst van het UBO-register kan mogelijk kansen bieden, maar deze zal beperkte financieringen nog niet in beeld brengen (alleen 25% kapitaal en hoger). Ook kent een startup/vroege fase bedrijf geen aparte status en is deze daardoor niet of beperkt te destilleren uit het handelsregister en CBS-data. Onderzoek in dit marktsegment (kapitaalmarktonderzoeken/ financieringsmonitor) is daardoor bijzonder arbeidsintensief en leidt steeds minder tot onderscheidende inzichten in sectoren, levensfasen. etc.

#### Aantrekkingskracht van de vroege fase (b)

Onbekendheid met de uitdagingen en potentie van bedrijven in de vroege fase en de rendementen die in deze fase gemaakt kunnen worden zijn een belemmering voor (institutionele) financiers om actief te worden, in navolging van de Rabobank met haar Innovatielening. Bijvoorbeeld de BOM creëert met data inzicht in de eigenschappen (succesfactoren, faalfactoren en interventies) in de vroege fase en zet deze in voor haar ondersteuningsprogramma's. Als meer data over de vroege fase in Nederland beschikbaar is, wordt deze mogelijk ook beter toegankelijk voor buitenlandse investeerders. Inzicht in te behalen rendementen hoort daarbij. Een land als Estland kan daartoe als voorbeeld dienen. Zij maken hun vroege fase bedrijven zichtbaar naar buitenlandse investeerders.

<sup>54</sup> Dit heeft jaren gekost om als sector dit op orde te brengen

<sup>55</sup> Hier worden soms AVG-issues benoemd als leidend, echter het is de overtuiging dat dergelijke uitdagingen van een antwoord voorzien kunnen worden als alle partijen zich achter het doel tot data-verzameling scharen.

#### 5.4.1 Oplossingen gericht op data over de vroege fase

De hierna opgenomen oplossingsrichtingen vormen een aanvulling op die reeds benoemd zijn in paragraaf 5.2.4. en paragraaf 5.3.3 en die ook van toegevoegde waarde zijn voor het de betere inzet van data over de vroege fase.

- Benut gelijke definities om data goed te kunnen interpreteren (NVP, RVO, Techleap) en maak het mogelijk om startups uit deze data te filteren.
- Laat de opbouw van meer data over de informele investeerders hand in hand gaan met de inzet van andere instrumenten voor deze doelgroep (zie 5.2.4. en 5.3.3.). Benutting daarvan maakt het mogelijk om transparantie te creëren, zoals in andere landen ook is gedaan. Maak gebruik van organisaties die toch al data vastleggen voor eigen bedrijfsvoering. De brancheorganisatie BANN maar ook netwerken van informals (bijvoorbeeld via de banken) kunnen hierin een rol vervullen.
- Realiseer met alle publieke partijen die samen met private partijen dat deze data (tenminste op meta-niveau) inzichtelijk wordt gemaakt. Dit betreffen de ROM's, publieke regionale fondsen en in instrumenten bij RVO voor de vroege fase.
  - Benut deze data voor bijvoorbeeld de nationale financieringsmonitor zodat sectorale verschillend en verschillen over de ontwikkelfase van een bedrijf inzichtelijk worden. Tevens ontstaat zo de mogelijkheid om regionale kapitaalmarktonderzoeken aan kwaliteit te doen winnen.
  - Kansen op termijn zijn er in geval een startup als aparte categorie zichtbaar wordt in het handelsregister.
  - Creëer daarbij ook meer inzicht in de rendementen in de vroege fase. Deze "bewijslast" is nodig om partijen te motiveren zo veel mogelijk in de vroege fase actief te worden.
  - Deel de inzichten niet alleen nationaal maar ook internationaal, bijvoorbeeld de financieringsmonitor is niet in het Engels beschikbaar. Andere landen zetten actief in op promotie door de informatie ook deelbaar te maken.

## 5.5 Overige verbeteringen in de durfkapitaalmarkt

<b>C6</b>	<b>Welke andere knelpunten zijn gesignaleerd (anders dan direct gekoppeld aan het aantrekken en het aanbod van kapitaal (C1 en C2)?</b>
-----------	---

Naast de geconstateerde uitdagingen m.b.t. tot het aantrekken en aanbod van risicokapitaal in de vroege fase zijn er ook andere geconstateerde uitdagingen in de Nederlandse durfkapitaalmarkt die van een oplossingen voorzien kunnen worden.

### Ondernemers

In Nederland zijn er (anders dan mogelijk in de academische setting of in het kader van BBZ<sup>56</sup>) geen voorzieningen voor het levensonderhoud van innovatieve ondernemers (aankomende startups). In andere landen zoals Duitsland en de Verenigde Staten vormt dit een goede praktijk, die er toe bijdraagt dat de stap naar ondernemerschap sneller gezet wordt. Dit dient te gaan om (in potentie) waardegenererend ondernemerschap (en niet inkomensgericht) en het kan tegemoet komen aan de duiding dat juist vergroting van de populatie ondernemers het aanbod aan financiering in de vroege fase kan uitlokken (naast alle andere voordelen) en komt tevens tegemoet aan de uitdaging dat een ondernemer (te)

<sup>56</sup> de Besluit bijstandverlening zelfstandigen (Bbz) is een regeling voor zelfstandig ondernemers die (tijdelijk) weinig inkomen hebben. Zij kunnen een tijdelijke Bbz-uitkering aanvragen. De gemeente beslist vervolgens of een (startende) zelfstandig ondernemer een Bbz toegekend krijgt.



vroeg een financiering moet aantrekken, terwijl zijn bedrijf nog niet ver genoeg ontwikkeld is.

- De uitdaging om meer potentierijke ondernemers te laten ontstaan is er niet een die slechts op het bord van één partij kan landen. Hoewel de maatregelen, zoals in dit onderzoek naar voren zijn gekomen, kunnen bijdragen, vereist het ook een brede alliantie om dit te realiseren. Dit is ook in andere landen het geval. Het begint bij de basis. Van kennisinstellingen, investeerders, overheden en mede-ondernemers. Van groot belang daarbij is het nauwgezette onderscheid tussen genoemde inkomensverwervend en waardegenererend ondernemerschap. Nederland zoekt ondernemers die werkgelegenheid creëren en met hun innovatieve oplossingen bijdragen aan de uitdagingen van morgen. Hier kan eveneens naar de Verenigde Staten gekeken worden als goede praktijk. Door een afgebakende technologievisie werken kennisinstellingen, ondernemers en overheden aan dezelfde doelen en kan het ecosysteem floreren.
- Eerder benoemd is de uitdaging dat de intermediaire sector in belangrijke mate nog niet van het niveau is dat zij ondernemers in de vroege fase terzijde kan staan, en veelal ontbreekt ook de massa (een adviseur ondersteunt een enkele startup en doet voor het overige klassieke bancaire financieringen). En de efficiëncyslag bij banken heeft er toe geleid dat er een omvangrijke groep zelfstandigen is ontstaan die als "financieringsexpert" ondernemers terzijde willen staan. Opleiding van intermediairs, maar ook een duidelijk oordeel over minimale kwaliteit zijn van belang.

#### Investeerders

- Vanuit internationaal perspectief wordt de nadruk ook gelegd op de groeifase (buiten de scope van deze opdracht), waar financieringen vanaf € 10 miljoen nodig zijn om het bedrijf verder te laten opschalen. In Nederland is Invest-NL daarvoor opgericht. Zodra deze instelling track-record opbouwt en een voorspelbaar investeringsgedrag krijgt, zal dit ook bijdragen aan het sluiten van de keten van financiering over verschillende fasen. Dit kan een uitstroom van bedrijven naar bijvoorbeeld Azië en de V.S. verminderen.

#### Rijksoverheid

- Vanuit goede praktijken in andere landen zoals bijvoorbeeld Frankrijk, kiest de Rijksoverheid ervoor om volume en verdieping in sleuteltechnologieën (of missies, transitithema's) mogelijk te maken (zie ook TTT in 5.5). De Rijksoverheid gaat haar middelen inzetten voor moeilijke trajecten: hoge risico's en lange termijn terugverdientijd. Regio's zijn aan zet voor de brede populatie aan andere bedrijvigheid. En de focus van Israël op defensie, geeft een vergelijkbaar perspectief aan de markt. Ook voor Nederland lijkt een dergelijk regierol gevraagd. Wat zijn de stippen aan de horizon? Waar kunnen investeerders, ondernemers en kennisinstellingen op anticiperen? En waar kan nieuw kapitaal op gemobiliseerd worden. Dit zijn langjarige perspectieven.
- In de durfkapitaalmarkt is de overheid de grootste financier. Maar de overheid is niet één partij, maar bestaat uit vele tientallen individuele overheden die allemaal vanuit een eigen rolopvatting interveniëren. Een provincie die vanuit haar geld investeert in een multi-sectorfonds, wat vervolgens via de TTT de samenwerking in een keten organiseert.





Een regio die alle ondernemers met een valide plan van kapitaal voorziet. En een stad die gericht investeert op gelijke condities met commerciële investeerders in vroege fase en groeifondsen. Die weer putten uit DVI, Seed en andere instrumenten. En het Rijk die haar ontwikkelingsmaatschappijen juist beweegt naar investeringen in een latere fase, waardoor provincies in dat gat stappen, maar vervolgens via de TTT toch weer actief wordt voor prille innovatie. Zonder deze initiatieven zouden juist in de vroege fase ondernemers het bijzonder lastig hebben. Maar het roept wel de vraag op vanuit welk gemeenschappelijk kompas de overheden handelen. Wie pakt welke rol en waarom? En wat is het belang van regionale spreiding in het aanbod van kapitaal?

- Er is een actief discours in Nederland over het belang van de overheid als het gaat om innovatie<sup>57</sup> en de verdeling van de opbrengsten daarvan. Die opbrengsten zijn er langs diverse lijnen (kwaliteit van leven, banencreatie, financieel rendement, verduurzaming etc.). De tijd dat private partijen zich alleen richten op financiële opbrengsten is al enige tijd voorbij. Zo is bijvoorbeeld sociaal ondernemerschap / impactgericht ondernemen een thema in de vroege fase dat vrijwel geheel door private partijen en ngo's wordt gefinancierd. De overheid kiest in de durfkapitaalmarkt veelal voor het innovatieve mkb en energietransitie, met een duidelijke financiële opbrengst. De waardering voor die inbreng is soms beperkt. De overheid levert in de meest risicovolle fase de grootste inbreng, maar juist in latere fasen ontstaan de rendementen (zie 5.3). Naast het eerder genoemde 'secondary-model' en de mogelijkheid om een belang te gelde te kunnen maken is ook een modernere variant van waardedeling gepast. Denk aan de amateurclub, die nog een deel van de verkoopopbrengst van een voetballer incasseert, die zij succesvol heeft opgeleid en die daardoor voor vele miljoenen naar een topclub vertrekt.

#### 5.5.1 Oplossingen gericht op overige knelpunten

- Stimuleer onderzoekers aan universiteiten en andere kennisinstellingen om technologische innovatie te vertalen naar een bedrijf. In Duitsland wordt dit extra gestimuleerd door onderzoekers de eerste periode in het levensonderhoud te voorzien.
- Stel in brede alliantie vast of en op welke wijze de creatie van nieuwe ondernemingen gestalte krijgt. Dit gaat over een brede samenstelling van ministeries, regio's en andere stakeholders.
- Vertaal een nationale visie op sleuteltechnologieën/missies/thema's door naar het instrumentarium en draag bij aan de totstandkoming van krachtige ketens.
- Overweeg om een specifiek instrument (bijvoorbeeld oprichting van een fonds voor sleuteltechnologieën zoals in Frankrijk) in te zetten voor kapitaalintensieve sectoren. In deze sectoren is de kapitaalbehoefte in de vroege fase hoog en lijkt er sprake van een beperkt aanbod van risicokapitaal.
- Schep helderheid in de rollen die verschillende overheden individueel of gezamenlijk pakken in de vroege fase en de samenloop van verschillende middelen. Een goede praktijk op dit gebied is de samenwerking tussen regionale en nationale fondsen in België.

<sup>57</sup> Mazzucato (2011), De ondernemende staat: waarom de markt niet zonder overheid kan



## 5.6 Identificatie van marktfalen



### A8 Is er marktfalen te identificeren dat een overheidsinterventie rechtvaardigt?

#### 5.6.1 Definitie van marktfalen

In een vrije markteconomie wordt er vanuit gegaan dat de markt zichzelf in balans houdt en vraag en aanbod op elkaar worden afgestemd zodat een maatschappelijk gewenst niveau wordt bereikt. Echter, door diverse oorzaken vindt deze afstemming niet altijd plaats en kan worden gesproken over marktfalen. Om een gedegen oordeel te geven over marktfalen en eventuele interventies voor te stellen is het belangrijk eerst de vorm van marktfalen te identificeren. Vaak worden vijf verschillende vormen van marktfalen onderscheiden<sup>58</sup>:

1. **Marktmacht** – doet zich voor als er zo weinig partijen actief zijn op de aanbodzijde dat de controle vanuit de markt verdwijnt omdat er geen alternatieven zijn. Een machtspositie kan misbruikt worden door producten duurder te maken - of zelfs helemaal niet meer aan te bieden – waardoor transacties mogelijk op een suboptimaal niveau belanden.
2. **Publieke goederen** – Hierbij gaat het om faciliteiten die nodig zijn voor het goed functioneren van de (financierings)markt, maar die niet geleverd kunnen, mogen of willen worden door private partijen. De overheid levert daarom deze faciliteit.
3. **Externe effecten** – doet zich voor op het moment dat een transactie tussen twee of meer partijen een derde partij positief of negatief beïnvloedt zonder dat deze hiervoor wordt gecompenseerd of moet betalen.
4. **Informatiegebreken / -asymmetrie** – doet zich voor als partijen niet dezelfde informatie hebben of als één partij meer informatie heeft dan de andere partij. Hierdoor kan de situatie ontstaan dat partijen een situatie niet volledig kunnen inschatten en samenwerking niet doorzetten.
5. **Coördinatiegebreken** – Hiervan is sprake wanneer vragers en aanbieders elkaar niet goed weten te vinden.

#### Is er een optimaal functionerende risicokapitaalmarkt?

De vroege fase risicokapitaalmarkt in Nederland is al vrij sterk ontwikkeld. Overall is er voor het MKB voldoende kapitaal, maar juist voor de innovatieve vroege fase bedrijven is dit niet voor alle bedrijven het geval. Er zijn nog punten waarop de durfkapitaalmarkt kan verbeteren, zoals hiervoor beschreven. Daarom is nog geen sprake van een optimaal functionerende risicokapitaalmarkt. Dat komt tot uiting in drie van de vijf thema's van marktfalen hierna beschrijven we dit geconstateerde marktfalen per oplossingsrichting.

## 5.7 Rol van de rijksoverheid en instrumentarium

**C4 Als er sprake is van marktfalen, is er een rol voor de overheid en hoe ziet die er dan uit?**

**C5 Hoe zou het huidige instrumentarium aangepast kunnen worden om de verbeteringen in de durfkapitaalmarkt mogelijk te maken?**

<sup>58</sup> Werkgroep effectmeting (2012) Durf te meten: Eindrapport expertwerkgroep effectmeting, november 2012

### 5.7.1 Marktfalen ≠ overheidsinterventies

Hoewel er te constateren is dat de durfkapitaalmarkt nog niet optimaal functioneert is het te eenvoudig om te stellen dat dit automatisch op een marktfalen duidt, noch dat een marktfalen altijd vraagt om een overheidsinterventie. Of er sprake is van een wenselijke interventie zal gepaard gaan met een beleidsmatige en politieke afweging over de prioritering van de inzet van schaarse publieke middelen en het realiseren van een maatschappelijke doelstelling. Tevens is het van belang om te stellen welke overheidslaag deze interventie dient te plegen (rijk, regio, provincie, gemeente, EU)?

Het uitgangspunt zoals dat in de onderzochte landen wat ten aanzien van marktfalen en het bieden van oplossingen daarvoor veelal gehanteerd wordt, is dat naarmate de private durfkapitaalmarkt meer volwassen is geworden, de Rijksoverheid kiest voor indirecte interventies: investeren in private fondsen die het geld steken in ondernemers en co-financieren met investeerders zoals business angels en VC's. In bijvoorbeeld de V.S. is deze rol überhaupt niet meer nodig, daar ligt het privaat volledig bij de markt. Fiscale oplossingen worden beperkt ingezet.

Het valt op dat de regio's vaak de plek zijn van waaruit de interventies in de vroege fase worden ingevuld, de nationale overheid ondersteunt daarbij met regelingen, in de rol als mede-investeerder of door het geven van technische ondersteuning. En voor grotere financieringen of sleuteltechnologieën speelt de nationale overheid de hoofdrol, waarbij er veel uitwisseling plaats vindt tussen de regionale en nationale instrumenten. In de gevallen waarin er een nationaal fonds is wat direct investeert wordt dit soms uitgevoerd door marktpartijen (zoals in Duitsland) en soms uitgevoerd door de overheid.

In hoofdstuk 5 worden een heel aantal oplossingsrichtingen genoemd. Deze staan niet op zichzelf en zijn in een aantal overkoepelende thema's te vatten. De verschillende oplossingsrichtingen kunnen hierbij als acties worden opgevat om te werken aan het betreffende thema. Hieronder worden deze thema's kort toegelicht en wordt duidelijk welke oplossingsrichtingen bij welke thema's horen<sup>59</sup>. Tevens is per actie het knelpunt waar het op inspeelt en de belangrijkste vorm van marktfalen (zie 5.6) wat van toepassing is benoemd. In de tabellen hieronder wordt eveneens aangegeven in welke landen goede praktijken zijn gevonden die passen bij de gekozen oplossingsrichtingen. Voor een beschrijving van de goede praktijken wordt verwezen naar hoofdstuk 4 of de landen factsheets. Niet voor elke oplossingsrichting is een goede internationale praktijk te identificeren.

#### Aanpassingen van het bestaande instrumentarium

Binnen het huidige instrumentarium zijn nog slagen te winnen om de ervaren knelpunten door ondernemers en investeerders aan te pakken. Uit de analyse blijkt dat een knelpunt niet door de markt wordt opgepakt en hier dus marktfalen in de vorm van 'publieke goederen' plaats vindt. Tevens is er sprake van marktfalen in de vorm van 'coördinatiegerebrek'. In paragraaf 5.7.2 wordt uitgebreider antwoord gegeven op onderzoeksvraag C5 en worden suggesties voor aanpassingen van de verschillende instrumenten nader uitgewerkt. Hierin worden ook meer invulling gegeven aan de oplossingsrichtingen die hieronder benoemd staan.

<sup>59</sup> Door de opzet van het onderzoek is er geen overzicht gemaakt van alles wat private partijen zelfstandig zouden kunnen uitvoeren voor de durfkapitaalmarkt, maar is alleen ingegaan op dat wat binnen de invloedssfeer ligt van de overheid.

Oplossingsrichting	Knelpunt	Marktfalen	Goede praktijken
Co-financiering op dealniveau voor informele investeerders en VC's	Onvoldoende kapitaal in de meest vroege fase, risico's zijn te hoog.	Publieke goederen	Canada Denemarken
Creëer heldere rollen en verantwoordelijkheden voor de betrokken overheden	In vroege fase een veelheid aan interventies en instrumenten, door inzet van alle verschillende overheden.	Coördinatiegebrek	België

Tabel 3: Knelpunten, marktfalen en oplossingsrichtingen thema 'aanpassingen instrumentarium'

### Kennisvergroting en ondersteuning

Uit de analyse komt naar voren dat zowel bij investeerders als bij ondernemers knelpunten aanwezig zijn met betrekking tot de kennis over de beschikbare instrumenten en kennis en kunde met betrekking tot het investeringsproces. Het marktfalen bevindt zich voornamelijk op het gebied van 'informatie-asymmetrie'. Tevens is marktfalen op het gebied van 'publieke goederen' en 'coördinatiegebrek' geïdentificeerd.

Oplossingsrichting	Knelpunt	Marktfalen	Goede praktijken
Inzicht vergroten over verschillende financieringsvormen	Ondernemers weten niet waar ze de juiste financiering kunnen verkrijgen	Publieke goederen	Singapore Verenigd Koninkrijk
Investeringsgereedheid in programmavorm	Ondernemingen zijn niet klaar om financiering op te halen	Informatie-asymmetrie	-
Dealmakers-rol voor een vergroting van het aantal succesvolle financiering	Ondernemingen krijgen de financiering niet, door onkunde van ondernemer danwel de financier	Coördinatiegebrek	Canada
Bekendheid vergroten vroege fase instrumentarium EZK onder investeerders	Informele investeerders zijn relatief onbekend met het instrumentarium, waaronder de Seed Business Angel regeling	Informatie-asymmetrie	-
Betere bekendheid van informal investing bij vermogende particulieren als potentiële angels	Onbekendheid vermogende particulieren en oud-ondernemers met informal investing	Informatie-asymmetrie	Denemarken Estland
Biedt (aankomende) informele investeerders opleiding en ondersteuning	Kennisgebrek bij informele investeerders op het gebied van investeren	Informatie-asymmetrie	Canada Spanje

Tabel 4: Knelpunten, marktfalen en oplossingsrichtingen thema 'kennisvergroting en ondersteuning'

### Data

In paragraaf 5.4 wordt uitgebreid stilgestaan bij het element data. De toegevoegde waarde voor de durfkapitaalmarkt wordt daar beschreven. Het lijkt dus gepast om dit als apart thema te bezien met betrekking tot de acties/oplossingsrichtingen die uit dit rapport naar voren komen. De knelpunten op het gebied van data hebben met name betrekking op 'publieke goederen'. Het marktfalen gaat hier met name om de consistentie en volledigheid van de data die nog niet geleverd kan worden, er is namelijk wel data beschikbaar vanuit private partijen. Hier kan de overheid ingrijpen zodat data op elkaar aansluit en geschikt is voor besluitvorming. Op dit thema zijn geen directe internationale goede praktijken te noemen. De landen waar veel data beschikbaar is doen dit vaak via fiscale maatregelen.

Oplossingsrichting	Knelpunt	Marktfalen
Benut gelijke definities voor de vastlegging van data over de vroege fase	Onvergelijkbare data, kennis over vroege fase te beperkt voor interventies	Publieke goederen
Bouw data op over de informele investeerders in combinatie met de acties voor vergroten van bekendheid bij informele investeerders	De transacties van informele investeerders zijn veelal niet zichtbaar.	Publieke goederen
Leg data over de vroege fase vast vanuit alle financiers, en maak deze inzichtelijk.	Markt is niet transparant, inzicht in rendementen en investeerders ontbreekt, financieringsmonitor versterken en internationaal aantrekkelijk worden.	Publieke goederen

Tabel 5: Knelpunten, marktfalen en oplossingsrichtingen thema 'data'

### Gedeelde visie op ondernemerschap en waardedeling

Het vierde en laatste thema dat uit de analyse naar voren komt zijn grotere veranderingen die vooral te maken hebben met een visie op hoe (innovatief) ondernemerschap in Nederland zich moet ontwikkelen. Het gaat hier om nieuwe instrumenten en modellen die de financieringsmarkt bevorderen. Een deel van de knelpunten wordt niet/beperkt door de markt opgepakt en daarom is een rol voor de overheid nodig om deze aan te pakken. Hier is sprake van marktfalen in de vorm van 'publieke goederen'. Daarnaast zijn er knelpunten die coördinatie tussen verschillende actoren missen en waar de overheid een rol kan spelen om deze bij elkaar te brengen. Hier is sprake van marktfalen in de vorm van 'publieke goederen'.

Oplossingsrichting	Knelpunt	Marktfalen	Goede praktijken
Multi-fase fondsen en ketens en alumnifondsen	Fasen sluiten niet aan, versnippering in thema's	Coördinatiegebrek	Denemarken Duitsland
Nieuw model voor waardedeling en toerekening rendementen. Exit-mogelijkheden vergroten door uitname van belangen en 'secondary market'	Overheid en andere investeerders van het eerste uur nemen veel risico's, maar belanden daar ook de revenuen? Geld blijft vast zitten, verschuift naar latere fase	Coördinatiegebrek	Israël
Nieuwe ondernemingen mogelijk maken door ondersteuning in levensonderhoud	Aantal ondernemingen kan verder vergroot worden, kapitaal is er, maar kan niet worden ingezet	Publieke goederen	Duitsland
Alliantie gericht op maximalisatie van de totstandkoming van bedrijven.	Aantal ondernemingen kan verder vergroot worden, kapitaal is er, maar kan niet worden ingezet. Voor transitie in Nederland van groot belang	Coördinatiegebrek	-
Nationale technologievisie	Ketens ontstaan bij een langjarige agenda, waarvoor het de moeite loont om daar in te investeren.	-	Verenigde Staten
Specifiek instrument voor kapitaalintensieve sectoren	Weinig aanbod risicofinanciering voor kapitaalintensieve sectoren, zoals Hardware en Hightech	Publieke goederen	Frankrijk

Tabel 6: Knelpunten, marktfalen en oplossingsrichtingen thema 'Ondernemerschapvisie en waardedeling'

Deze thema's vormen eveneens de leidraad voor de aanbevelingen in hoofdstuk 6. Hier wordt stilgestaan bij de thema's en acties die wij op korte en langere termijn voor ons zien om de situatie te verbeteren.



### 5.7.2 Aanpassingen van het huidige instrumentarium

In de deelvragen hiervoor is een antwoord gegeven op de knelpunten, wat een mogelijke oplossingsrichting is en of er sprake is van marktfalen. Nu staan we stil bij de vraag hoe het huidige instrumentarium aangepast kan worden om een aantal knelpunten op te lossen of anders geformuleerd een aantal oplossingsrichtingen te concretiseren.

Een beperkt deel daarvan kan via de bestaande (publieke) instrumenten en de partijen die deze uitvoeren gerealiseerd worden. Per instrument, zoals dat is meegenomen in dit onderzoek, benoemen wij deze mogelijkheden. In de gevallen waar een instrument recentelijk geëvalueerd is (zie paragraaf 2.3) benoemen wij alleen oplossingen die aanvullend vanuit dit voorliggende onderzoek zijn voortgekomen en die nog niet benoemd zijn in de paragrafen hiervoor.

#### Vroegefasefinanciering (VFF)

- De VFF is een relatief onbekend instrument onder business angels. We zien dat daar een quick win mogelijk is door de VFF meer onder de aandacht te brengen bij business angels. Dat zou kunnen door RVO aan te laten sluiten op events/communicatie van de diverse business-angels netwerken.

#### Seed Capital Regeling

- De Seed Capital Regeling is een instrument dat veel kapitaal mobiliseert. Met een aantal gerichte interventies kan dit instrument nog meer kapitaal voor de vroege fase mobiliseren:
  - Eén van de uitdagingen met deze regeling is dat fondsen die onder deze regeling opereren naar hogere TRL's opschuiven. Bij een nieuwe openstelling van de Seed-faciliteit kan in het fondsplan dat opgesteld moet worden gevraagd worden naar een spreiding van TRL's qua investeringen, zodat er ook op lagere TRL's geïnvesteerd wordt en dit als beoordelingscriterium worden toegevoegd. Hierbij moet wel rekening gehouden worden met de koppeling aan TRL's wat vaak lastig is om objectief te beoordelen.
  - Een gesignaleerd knelpunt is de hoeveelheid kapitaal dat beschikbaar is voor investeringen in hardware/hightech. Het kapitaal dat voor deze investeringen beschikbaar is, kan vergroot worden door de Seed-faciliteit open te stellen met deze focus en door de fondsomvang en daarmee de co-financiering te vergroten.

#### Seed Business Angel regeling

- De Seed Business Angel regeling stelt twee angel investeerders in staat om een renteloze lening aan te vragen van maximaal € 1.000.000 voor de oprichting van een Seed Business Angelfonds. De regeling gaat uit van vaste duo's die investeren. De praktijk laat echter iets anders zien. Business angels investeren graag in gelegenheidskoppels en deal-by-deal. Maak de Seed Business Angel regeling toegankelijker voor deal-by-deal investeringen. Hierbij dient wel gekeken te worden naar een efficiënte uitvoering. Daarbij is ook benoemd dat ook andere financiers dan business angels door co-investeringsmogelijkheden in staat gesteld kunnen worden om meer in de vroege fase te financieren. Tenslotte is het goed dat net als bij de VFF deze regeling onder de aandacht wordt gebracht bij de doelgroep. Dat kan op eenzelfde wijze als de VFF.

- Een andere richting om meer kapitaal van business angels te mobiliseren zit om meer groepsvorming te stimuleren, zoals dat onder andere gebeurt in Canada. Dat zou een doorontwikkeling van de huidige Seed Business Angel regeling vragen door hem open te stellen voor meer dan twee angel investeerders. Beide aanpassingen zorgen ervoor dat er meer kapitaal beschikbaar is voor deze fase en dat business angels eerder een portefeuille opbouwen.

Het merendeel van de voorgestelde verbeteringen in de durfkapitaalmarkt zal dus buiten het bestaande instrumentarium gerealiseerd moeten worden.



## 6 Aanbevelingen– onbenut potentieel verzilveren



### 6.1 Van alle tijden

De uitdagingen in het aantrekken van financiering in de vroege fase zijn van alle tijden. Conjuncturele ontwikkelingen verheven deze uitdagingen of reduceren deze in het geval van economisch hoogtij. Er zijn echter ook knelpunten die zich al langjarig manifesteren of die ongeacht de economische ontwikkelingen invloed zullen hebben op ondernemers en financiers in deze fase. In dit onderzoek zijn deze inzichtelijk gemaakt (H2 en H3) en is een internationaal perspectief gecreëerd op de durfkapitaalmarkt (H4). In het voorgaande hoofdstuk is de concluderende analyse gemaakt van de wijze waarop de knelpunten van een oplossing of oplossingsrichting voorzien kunnen worden. In totaal zijn er vier thema's benoemd die vertaald zijn in acties/oplossingsrichtingen. Deels zijn deze doorvertaald naar het bestaande instrumentarium van het ministerie van EZK (5.7.2) waarmee het knelpunt opgelost kan worden.

### 6.2 Aanbevelingen – met inzicht verder bouwen

De aanbevelingen die wij doen, betreffen de facto het realiseren van de benoemde oplossingen. Hier zit echter een fasering in van de korte tot de lange termijn, zoals deze hierna in figuur 13 is weergegeven. De aanbevelingen corresponderen met de voorgestelde oplossingen voor de benoemde knelpunten zoals beschreven in paragraaf 5.7.1. Deze fasering kan ook door de thema's heen lopen waardoor bepaalde oplossingsrichtingen eerder opgepakt worden dan andere in hetzelfde thema.



Figuur 13. Fasering in de realisatie van de voorgestelde oplossingen

#### 6.2.1 Aan de slag op korte termijn

Er zijn oplossingen die op korte termijn te realiseren zijn. Ten eerste aanpassing van het huidige EZK instrumentarium (zie 5.7.2) gecombineerd met het invullen van rollen en verantwoordelijkheden, kennisvergroting bij ondernemers en investeerders, en het inzichtelijk maken van data.





### Aanpassen instrumentarium en rollen en verantwoordelijkheden

De aanpassingen van het instrumentarium zijn beschreven in 5.7.2. en kunnen op korte termijn opgepakt worden, deze interventies in de durfkapitaalmarkt dienen in goede samenhang met de regionale overheden ingevuld worden (zie tabel 3, actie 2).

### Kennisvergroting

- Er zijn concrete oplossingen aangedragen voor de ondernemers, gericht op hun inzicht in de passende financiering, bijvoorbeeld met een voucher voor de inkoop van deze kennis (zie tabel 4, actie 1). Tevens is het van belang om (ondersteuning bij) investeringsgereedheid landsdekkend in te vullen (zie tabel 4, actie 2). Beide acties zullen leiden tot het aantrekken van extra kapitaal door ondernemers.
- Ook investeerders kunnen door de voorgestelde activiteiten gericht op bekendheid (zie tabel 4, actie 4, te adresseren vanuit het bestaande instrumentarium) en het vergroten van de bekendheid, en door het bijdragen door de opleiding en ondersteuning van informele investeerders met gerichte programma's (zie tabel 4, acties 5 en 6).

### Inzichtelijke data en datastandaarden

Van groot belang om kennis te gaan opbouwen over de vroege fase (ondernemers en financiers) is het benutten van data. Goede data is uitermate belangrijk om interventies toe te passen op sectorniveau of in een specifieke fase van ontwikkeling. Op dit moment zijn er sterke vermoedens dat de kapitaalmarkt in een aantal sectoren minder is ontwikkeld ten opzichte van andere sectoren. Dit geldt met name voor sectoren met lange ontwikkeltijden. Betere data kan helpen om dit inzichtelijk te maken waardoor gerichte interventies mogelijk worden. Als eerste dient er gewerkt te worden met een gelijke set aan definities zodat data gestructureerd verzameld en benut kan worden (zie tabel 5, actie 1), en vervolgens zal met de verschillende partijen zoals NVP, Techleap, businessangel-netwerken ROM's etc. verder data opgebouwd moeten worden. Veel gegevens zijn al inzichtelijk maar worden nu niet benut (zie tabel 5, actie 2 en 3).

### **6.2.2 Midellange en lange termijn**

Om verdere interventies te kunnen doen is het cruciaal om dat waar de data over de durfkapitaalmarkt nu nog beperkt beschikbaar is (zie 5.4 en hiervoor), deze gestructureerd en continue in beeld gebracht is. Als deze basis is gelegd kan om midellange termijn ook een invulling gegeven worden aan de voorgestelde dealmakersrol en de realisatie van cofinanciering op deal-niveau (vanuit nieuwe of bestaand instrumentarium, zie ook 5.7.2. seed-regeling).

Vanuit de data kan vervolgens ook de kennis ontstaan om gerichte sectorale aanpakken te benutten voor de durfkapitaalmarkt. In de voorgaande fase zijn deze nog veelal generiek. De voorgestelde oplossingen zijn ook veelal fundamenteel van aard en kennen een grotere complexiteit als het gaat om de samenhang met verschillende stakeholders en andere beleidsthema's die hier op inwerken. Het gaat dan over diverse interventies gericht op de innovatieketen en het nationale perspectief op ondernemerschap. Onderdeel hiervan zijn een technologievisie en een ander perspectief op waardedeling. Met een betere kennisbasis in de durfkapitaalmarkt is het mogelijk om hier doelgericht mee aan de slag te gaan. Tenslotte is ook het onderdeel gericht op de vergroting van exit-mogelijkheden een perspectief voor de langere termijn. Het is een onderwerp dat de durfkapitaalmarkt overstijgt en verbonden is met de groeifase. En daarmee ook op het instrumentarium van ROM's, Regionale Fondsen en Invest-NL.

Het is aan te bevelen om de middellange- en langetermijnoplossingen al wel spoedig verder uit te werken en/of te onderzoeken, maar de daadwerkelijke realisatie hiervan te laten samenvallen met het beschikbaar komen van de juiste data en kennis om deze interventies te staven en gericht te positioneren.



### **6.3 Kanttekening bij de onderzoeksuitkomsten – COVID-19**

In de onderzoeksperiode is qua data vooral teruggekeken op 2019 en 2018. Ook in bijvoorbeeld gesprekken en andere onderzoeksmethoden is de doorwerking van de gevolgen van COVID-19 beperkt geweest. Het is echter duidelijk dat er een grote kentering in de economie heeft plaatsgevonden (en zal gaan plaatsvinden) als gevolg van COVID-19. In bijlage 8 is een overzicht opgenomen met de verwachte effecten van de coronacrisis vanuit het perspectief van ondernemers en investeerders op de huidige markt (vraag en aanbod) voor durfkapitaal in de vroege fase.

De uitkomsten van het onderzoeken zijn dus mogelijk beïnvloed door COVID-19. En er kan daarmee enige onderschatting zijn van de uitdagingen in de durfkapitaalmarkt. Zoals benoemd in 6.1 zien wij echter ook dat veel van de knelpunten van alle tijden zijn. Onze verwachting is daarmee dat de aanbevelingen stand houden in de huidige context.

### **6.4 Tot besluit – verzilver het onbenutte potentieel!**

Door de realisatie van de aanbevelingen kan er een stevige impuls gegeven worden aan ondernemers. Met meer, en slimmer kapitaal voor de ontwikkeling van hun bedrijf. En met meer ondernemers die er in slagen op het niveau te komen om financiers aan te trekken. Het verzilveren van dit onbenutte potentieel zal leiden tot de creatie van banen, innovaties voor de transitieopgaven in Nederland die het licht zien en bijdragen aan onze welvaart en aan een veerkrachtig ecosysteem in de vroege fase wat in staat is om en in goede en minder goede tijden toonaangevend te zijn én te blijven in de wereld.

## Bijlage 1 Onderzoeksvragen



### *Inzicht verkrijgen in de Nederlandse durfkapitaalmarkt:*

- A1) Voor welke typen investeringen is er door bedrijven behoefte aan (meer) durfkapitaal?
- A2) Waar en waarom is er in sectoren meer en minder behoefte aan durfkapitaal?
- A3) Welke typen privaat durfkapitaal zijn er nu beschikbaar voor Nederlandse ondernemers (nationaal, regionaal en EU)?
- A4) Welke typen publiek durfkapitaal zijn er nu beschikbaar voor Nederlandse ondernemers (nationaal, regionaal en EU)?
- A5) Hoeveel durfkapitaal wordt er op dit moment geïnvesteerd (in Nederland) en wat zijn de karakteristieken van deze investeringen (investeringsfase, ronde, gemiddelde bedragen)?
- A6) Wat zijn voor bedrijven de knelpunten om succesvol durfkapitaal aan te trekken en financieringen?
- A7) Wat zijn voor investeerders de knelpunten om te komen tot (meer) financieringen aan ondernemers?
- A8) Is er marktfalen te identificeren dat een overheidsinterventie rechtvaardigt?
- A9) Wat is de huidige rol van de overheid in de Nederlandse durfkapitaalmarkt? (financiële en niet-financiële instrumenten)

### *B: Inzicht in de buitenlandse durfkapitaalmarkt*

- B1) Hoe functioneert in de geselecteerde landen de durfkapitaalmarkt? (instrumenten, typen kapitaal, inzicht in vraag en aanbod en belang voor het mkb, andere ondersteuningsmogelijkheden)
- B2) Op welke wijze intervenueert in de geselecteerde landen de overheid in de durfkapitaalmarkt?
- B3) Op welke wijze benutten de geselecteerde landen data om inzicht te verschaffen in de markt voor risicokapitaal in de vroege fase?
- B4) Welke knelpunten in de durfkapitaalmarkt (vraag- en aanbodzijde) zijn er in de geselecteerde landen?
- B5) Welke goede praktijken zijn er te identificeren voor Nederland (en waarom zijn dit goede praktijken)?

### *C. Aanbevelingen voor verbeteringen betreffende de (Nederlandse) durfkapitaalmarkt*

- C1) Hoe zou er (structureel) meer durfkapitaal aangetrokken kunnen worden door Nederlandse bedrijven?
- C2) Hoe zou er (structureel) meer durfkapitaal aangeboden kunnen worden aan Nederlandse bedrijven?
- C3) Hoe zou de vastlegging van data over de markt voor risicokapitaal in Nederland verbeterd kunnen worden?
- C4) Als er sprake is van marktfalen, is er een rol voor de overheid en hoe ziet die er dan uit?
- C5) Hoe zou het huidige instrumentarium aangepast kunnen worden om de verbeteringen in de durfkapitaalmarkt mogelijk te maken?
- C6) Welke andere knelpunten zijn gesignaleerd (anders dan direct gekoppeld aan het aantrekken en het aanbod van kapitaal (C1 en C2)?

## Bijlage 2 Methodiek voor data-analyse

Voor de uitvoering van het evaluatieonderzoek is gebruik gemaakt van zowel kwalitatieve als kwantitatieve onderzoeksmethoden (zie 1.3.). In deze bijlage wordt ingegaan op de methodiek voor de data-analyse.

Er zijn verschillende databronnen benut om antwoord te geven op de gestelde vragen in het onderzoek. Hier gaan we dieper in op wat deze bronnen aan inhoud toevoegen en hoe bij deze verantwoording wordt afgelegd ter garantie van kwalitatief goed onderzoek. De volgende bronnen komen ter sprake:

1. Databases van Techleap, de NVP & EU-Invest.
2. Informatie uit de instrument-evaluaties van EZK.
3. CBS gegevens betreffende het MKB in Nederland.
4. Resultaten uit regionale kapitaalmarktonderzoeken.

### 1. Databases van Techleap, de NVP & EU-Invest

Voor dit onderzoek is gezocht naar informatiebronnen die inzicht kunnen geven in wat voor type investeringen er gedaan worden in Nederland (en Europa) over tijd. Dit soort informatie schetst een beeld over de aantallen en grootte aan investeringen in Nederland. Ook kan een beeld gegeven worden binnen welke industrie en regio in Nederland de meeste en hoogste bedragen worden geïnvesteerd.

De beschikbare bronnen in deze categorie waren de database van Techleap, de NVP & EU-Invest. Er is gekozen om de database van Techleap als basis te nemen voor de kwantitatieve berekeningen binnen dit onderzoek, waarna de gegevens aangeboden door de NVP en EU-Invest als vergelijking zijn gebruikt. Er is hiervoor gekozen omdat de gegevens van Techleap de beste fit hebben met het onderwerp van dit onderzoek, namelijk Vroege Fase Financiering. De data van Techleap bestaat namelijk uit verschillende individuele investeringen in klein ondernemingen gespecificeerd op (onder andere) regio, type investering, hoeveelheid en type industrie. Deze specificiteit was minder in de gegevens aangeboden door de NVP en EU-Invest, waarbij gegevens van individuele investeringen al was gecombineerd naar financieringstypen. Hierdoor kon minder worden gezocht naar de definities van durfkapitaal aangehouden in dit onderzoek.

De gegevens van alle databases zijn niet gecombineerd, maar waar mogelijk vergeleken. Er is hiervoor gekozen om de volgende redenen:

1. Er kon in een groot deel van de investeringen niet gecontroleerd worden of ze dezelfde waren in de verschillende databases, zodat dubbeltellingen zouden gaan ontstaan bij combinatie van de gegevens.
2. De databases zijn van verschillend detailniveau. Er zouden veel gegevens onnodig verloren gaan als er alleen naar mogelijk gecombineerde gegevens gekeken zou worden.
3. Het gebruik van verschillende terminologie maakt combineren van de verschillende databases complex. Er was een groot risico dat de gegevens op een incorrecte manier gecombineerd zouden worden omdat aangehouden definities verschilden. Dit zou onnodig het eindresultaat van het onderzoek hebben beïnvloed.



### Aannames combinatie berekeningen Techleap

Om de gegevens aangeleverd door Techleap aan te passen en een beeld te geven over Vroege Fase Financiering zijn een aantal aannames genomen om de data op te schonen, te specificeren en te groeperen. Hieronder zijn, omwille van integriteit en behoud van kwalitatief onderzoek, de genomen aannames aangegeven:

1. Lege kolommen zijn verwijderd: hiermee wordt bedoeld op compleet lege kolommen die als kolom gespecificeerd waren binnen de tegelpad database.
2. Er is gefilterd op datum van financieringsjaar 2015 en verder. Hierdoor wordt gespecificeerd op investeringen in de jaren 2015 tot nu. Alles daarbuiten wordt buiten beschouwing gelaten.
3. Er is gefilterd op financieringstype. Alle tegengekomen termen voor verschillende financieringstypen zijn: Private equity, Venture capital, Start-up angels, Growth, Buyout, Restructuring, Secondary Early Stage MBO, Growth Capital, Turnaround, Replacement, Later Stage Venture, Venture, MBI, Public-to-private, Carve-out, Refinancing, Seed, Start-up, Later Stage, BIMBO, Series-B, Carve out, Startup, Series A, Expansie, Investor buy-in, Starter, Investment, Other early stage, Spin-off, Buyout / growth, Management Buy-out, Mezzanine, MBO/MBI, SBO, Add-on, Spin-out, Replacement capital, Co-investment, Tertiary, Series D, Rescue / Turnaround, Other (leveraged) buyout, Leveraged Buyout, Management Buyout, Series B, Spinoff, C, Expansion, Start, Scale-up, Secondary Buy-Out, Start up, delisting / buyout , (secondary) buyout, growth, buy&build, Series C, Doorstarter, MBO/MBI/Opvolging, MBO / Carve out, Buyout/Carve-out, Growth/carve-out, Early, Secondary/turnaround, Improvement, Buy-and-Build and Succession, Herstructurering, Debt-for-equity swap, Participatie, Management Buy-in.

Op basis van expert kennis en contact met zowel Techleap als de NVP zijn de volgende financieringstypen gekozen die betrekking kunnen hebben op vroege fase financiering: Venture capital, Start-up angels, Venture, Start-up, Series A, Spin-out, Scale-up, Doorstarter, Seed & Early.

4. Een Grant (subsidie) nemen we niet mee als vroege fase financieringsinstrument, het gaat om eigen en vreemd vermogen.
5. In de data kwam de term Mature stage bedrijf naar voren. Aangezien een Mature stage bedrijf niet een start-up, scale-up of MKB bedrijf is rekenen we investeringen hierin niet mee als Vroege Fase Financiering.
6. Er is aangegeven door Techleap dat de kans op dubbel aanwezig is binnen hun database. Om op dubbel te filteren zijn de volgende aannames gemaakt:
  - 6.1. Als alleen hoeveelheid verschilt is de meest recente funding datum behouden
  - 6.2. Een dubbele naam wordt behouden als de type funding verschilt. Dit kan namelijk betrekking hebben op twee succesvolle financieringen uit dezelfde ronde.
  - 6.3. Als type funding niet is ingevuld maar er één bestaat met verder hetzelfde behalve bedrag en wel ingevuld is degene zonder type funding verwijderd.
  - 6.4. Een dubbele is behouden als alleen de investeerder verschilt. Dit kan duiden op verschillende investeerders met hetzelfde bedrag in dezelfde ronde.
  - 6.5. Indien niet 100% kon wordt aangegeven worden dat een investering een dubbele is, wordt deze niet verwijderd.
7. Alle investeringen met een waarde nul zijn verwijderd, omdat hier niks is geïnvesteerd.
8. Er is gefilterd op te financieren / gefinancierde bedrijven gevestigd in Nederland.
9. Alle bedrijven met meer dan 250 FTE worden niet als vroege fase financiering gezien en zijn verwijderd.





#### Momenten van vergelijking Techleap, NVP en EU-Invest

Zoals eerder vermeld zijn de databronnen vergeleken waar mogelijk. Om te bepalen of iets vergelijkbaar was is er geselecteerd op gebruik van terminologie en tijdsspanne. Zo konden dus alleen de groepen gegevens van de databases vergeleken worden die dezelfde terminologie hanteerden over dezelfde tijdperiode. Gebaseerd op deze selectiecriteria kwamen de volgende vergelijkbare categorieën naar voren:

- Start-up (genoemd in alle databases als categorie tot en met 2018).
- Later stage venture (genoemd in alle databases als categorie tot en met 2018).
- Seed (genoemd in alle databases als categorie tot en met 2018).

Deze gegevens worden over de databases vergeleken om inzicht te krijgen op hoeveel de gegevens van elkaar verschillen. Dit, in samenwerking met de experts uit de NVP en Techleap, geeft verdere inzicht in de nauwkeurigheid van onderzoek. Deze resultaten staan beschreven in het rapport.

#### Zichtbaarheid van de totale vroege fase financieringsmarkt

De cijfers gegeven in de database beslaan niet volledig de gehele vroege fase financieringsmarkt. Een deel van de transacties blijven niet bekend omdat ze niet openbaar zijn en zullen daarom niet zichtbaar worden weergegeven in de beschikbare databronnen. Vaak wordt er om deze reden een percentage genomen dat het aandeel uitbeeldt van de gegevens die wel beschikbaar zijn. Echter is onderzoek hiernaar niet beschikbaar.

Er is daarom gekozen om via de methoden gebruikt door Techleap en de NVP om de zichtbare en onzichtbare markt te bepalen, mee te nemen in het onderzoek en als basis te gebruiken voor hoe wij de gegevens in het rapport zullen weergeven. Techleap en de NVP hebben allebei verschillende methoden om te onderzoeken hoe zichtbaar de markt is. Hieronder volgen hun methoden:

Techleap:

Onderdeel van het werk van Techleap is het afgaan van verschillende financieringsronden in alle onderwerpen en expertisen in Nederland om zo steeds meer een beeld te krijgen van alle startup en scale-up financieringen in Nederland. De beheerders van de database van Techleap gebruiken de lijsten van deelnemers binnen deze financieringsronden om te zien of deze al bekend waren binnen de database. De onbekende bedrijven zijn vervolgens degenen die nog niet in de database stonden en dus onderdeel waren van de onzichtbare markt. Het gemiddelde percentage bekende en onbekende bedrijven over deze financieringsronden geeft over tijd een indruk hoeveel van de financieringsmarkt zichtbaar is door de data van Techleap. Op dit moment schat Techleap hun database in als bij benadering 60% weergave van de totale markt.

### **3. CBS-gegevens betreffende het MKB in Nederland.**

De gegevens afkomstig van het CBS bestaat uit twee onderdelen, samen de financieringsmonitor genoemd. Het eerste onderdeel bestaat uit een digitale enquête waarin de vraag van de markt voor externe financiering door het Nederlands MKB in kaart wordt gebracht, van behoefte tot uitkomst. Het tweede onderdeel is een schets van de meeste recente ontwikkelingen op de Nederlandse financieringsmarkt. Dit rapport wordt periodiek sinds Januari 2019 opgesteld. Omdat de resultaten voornamelijk kwalitatief van aard zijn worden de conclusies gebruikt als basis om onze vragen van de expertinterviews, expert sessies en enquête vragen op te vragen en dus richting te geven aan het onderzoek (Bron Financieringsmonitor 2019).

#### **4. Resultaten uit regionale kapitaalmarktonderzoeken.**

Regionale kapitaalmarktonderzoeken bestaan uit digitale en / of telefonische enquêtes waarin ondernemers van voornamelijk de grootte klein (2 tot 9 werknemers) tot midden (tot 250 werknemers) wordt gevraagd naar hun behoefte aan kapitaal. De resultaten worden veelal weergegeven in percentages of aantallen bedrijven die vraag hebben om kapitaal. Deze resultaten geven daarom een regionaal beeld van de vraag naar kapitaal en zijn daarom, net als de hiervoor genoemde CBS-gegevens, voornamelijk gebruikt als theoretische basis om de enquête en de interviews op te baseren.





## Bijlage 3 Definitielijst



Begrip	Definitie
Business angels/informele investeerders	Personen, vermogende particulieren, die een deel van hun eigen kapitaal investeren in starters of bedrijven waarvan zij zelf geen eigenaar zijn.
Crowdfunding	Een manier van financieren waarbij gebruik wordt gemaakt van een ongedefinieerd netwerk van mensen om hieruit financiële middelen te vergaren, vaak via een online platform.
Corporate venturing	Het verschaffen van durfkapitaal door corporate bedrijven met het oog op strategisch belang vanuit het bedrijf.
Durfkapitaal	Financiering in een onderneming waarbij de financier aandelen en daarmee zeggenschap verkrijgt in de onderneming en daarmee risico loopt. Ook wel risicodragend kapitaal genoemd.
Financieringsfase	De fase waarin een onderneming zich bevindt op het moment dat kapitaal verstrekt wordt. De volgende financieringsfase worden onderscheiden: seed, start, expansie, buyout en overig (turnaround en herfinancieringen)
Innovatiefondsen	Fondsen die als doel de stimulering van innovatie, groei van werkgelegenheid en de versterking van de regionale economische structuur heeft.
Innovatiekrediet	En risicodragende geldlening vanuit RVO, bestemd voor de financiering van veelbelovende innovatieve projecten waarbij in voldoende mate de technische haalbaarheid is aangetoond.
Investeringsronde	Een reeks stappen die een onderneming zet om extern kapitaal aan te trekken waarbij het bedrag en voorwaarden worden vastgesteld.
Marktfalen	In de economische literatuur worden vijf soorten marktfalen onderscheiden: informatie-asymmetrie, coördinatiefalen, marktmacht, publieke goederen, positieve en negatieve externaliteiten. <sup>60</sup>
Private equity	Financieringsvorm waarbij investeerders buiten de aandelenbeurs om financieel in bedrijven participeren. Deze participatiemaatschappijen nemen dan een meerderheids- of een groot minderheidsbelang in een bedrijf.
Proof of concept	Een methode met als doel te demonstreren of een bepaald idee, technologie, of functionaliteit haalbaar is en aansluit bij de belevingswereld van de beoogde gebruikers,. Oftewel of het potentie heeft om technologisch op grote schaal te implementeren en daadwerkelijk gebruikt te worden zodra het op de markt is geïntroduceerd. POC is daarom een prototype dat is ontworpen om de haalbaarheid te bepalen.
ROM's – participatiefondsen	Samenwerkingsverband in de regio met als aandeelhouders het rijk en/of de desbetreffende provincie dat als doel heeft om de regionale en lokale economie te versterken. Daartoe hebben zij vier taken verkregen: investeringsbevordering, ontwikkeling en innovatie bevordering, participatie en beheer, herstructurering en ontwikkeling van bedrijventerreinen.
Scale-up	Een snelgroeiende onderneming met minimaal tien medewerkers die een gevalideerd product op de markt aanbiedt en minstens drie jaar op rij met meer dan 20% per jaar groeit in omzet of werkgelegenheid.

<sup>60</sup> De vijf soorten marktfalen worden nader beschreven in het onderzoek 'Beleidsaanpak MKB- financieringsmarkt'.

SEED capital	Het type kapitaal, ook wel zaikapitaal, dat financiers of investeerders aan een nieuw bedrijf verstrekken voordat dit bedrijf over noemenswaardige inkomstenbronnen beschikt (c.q. de startup-fase wordt bereikt)
SEEDfondsen	Een beleggingsfonds c.q. investeringsvehikel dat zich richt op het verstrekken van seed capital. Een deel van het kapitaal in het fonds wordt door private investeerders ingebracht en een deel wordt gefinancierd uit de seed-regeling (EZK)
Series-A capital	Financiering in een bedrijf dat reeds een gevalideerd product op de markt aanbiedt en vaak al seed capital heeft aangetrokken. Series A capital bedraagt typisch een bedrag tussen € 2 miljoen en € 5 miljoen.
Smart money / slim geld	Naast het bieden van financiële middelen ook een bijdrage leveren aan het succes van de onderneming door middel van inzet van kennis, netwerk en ervaring.
Spin-out capital	Een investering in een zich nieuw vestigend bedrijf komend uit een ander bedrijf. Hierbij gaat een deel van verantwoording en assets over naar het nieuw gevestigde bedrijf ( <a href="https://www.investopedia.com/terms/s/spin-out.asp">https://www.investopedia.com/terms/s/spin-out.asp</a> ).
Starter	Een niet-beursgenoteerde kleine onderneming tot vijf jaar na registratie, die nog geen winst heeft uitgekeerd en niet uit een fusie is ontstaan.
Startup <sup>61</sup>	Een bedrijf met een vernieuwend idee waarbij een schaalbaar en herhaalbaar product of dienst gemaakt wordt, vervaardigd door middel van nieuwe technologie.
TRL-model <sup>62</sup>	<p>Model om te beschrijven hoe ver de technologische ontwikkeling van een product of dienst is gevorderd.</p> <p><i>Fase 1. Fundamenteel onderzoek:</i> onderzoek van het basisprincipe, het idee.</p> <p><i>Fase 2. Toegepast onderzoek:</i> formulering van het technologische concept.</p> <p><i>Fase 3. 'Proof of concept':</i> experimenteel bewijs van het concept. Testen in laboratorium en analyse van eigenschappen en geschiktheid.</p> <p><i>Fase 4. Implementatie en test prototype:</i> design, ontwikkeling en validatie van de technologie in een laboratorium.</p> <p><i>Fase 5. Validatie prototype:</i> validatie van de technologie in een echte omgeving (pilot). Functionaliteiten en de eerste look en feel van een product, proces of dienst aanwezig.</p> <p><i>Fase 6. Demonstratie prototype in testomgeving:</i> demonstratie van de technologie in een testopstelling, die lijkt op een operationele omgeving.</p> <p><i>Fase 7. Demonstratie prototype in operationele omgeving:</i> demonstratie van het systeem in de vorm van een prototype in een gebruikersomgeving.</p> <p><i>Fase 8. Product/dienst is compleet en operationeel:</i> het concept is getest en bewezen en voldoet aan gestelde verwachtingen, kwalificaties en normen (certificering).</p> <p><i>Fase 9. Marktintroductie product/dienst/procedé:</i> demonstratie van het systeem in een gebruiksomgeving. Het concept is technisch en commercieel gereed; productrijp en klaar voor marktintroductie.</p>



<sup>61</sup> definitie overgenomen uit financieringsmonitor 2019

<sup>62</sup> Definitie overgenomen van <https://www.gelderland.nl/Technology-Readiness-Levels>

Valorisatiefondsen	Fondsen die bedoeld zijn ter financiering van de valorisatie-procedure zoals bijvoorbeeld het indienen van octrooiaanvragen voor onderzoeksresultaten of activiteiten m.b.t. commercialisering of maatschappelijke implementatie van onderzoeksresultaten.
Venture capital	Een vorm van durfkapitaal, gericht op investeringen in innovatieve en snelgroeiende bedrijven waarbij waarvan uitgegaan wordt dat deze op de lange termijn gaat groeien en door ontwikkelen. Met venture capital wordt over het algemeen professioneel beheerd kapitaal bedoeld.
Venture capital fondsen	Een professioneel investeringsfonds gericht op risicovolle investeringen in innovatieve en/of snelgroeiende bedrijven.
Vroege fase	De vroege fase in de ontwikkeling van vernieuwende producten en ideeën is de fase waarin de stap wordt gezet van idee tot de aanvang van de productontwikkeling: er worden concepten gecreëerd en geverifieerd, de geschikte markt wordt geïdentificeerd en de juiste licenties (IP's) worden ontwikkeld. Bedrijven hebben een TRL van 1-9.
VroegeFaseFinanciering	Vormen van financiering voor in de eerste groeifasen van beginnende ondernemingen.



## Bijlage 4 Expertinterviews

### Expertinterviews Nederland

Naam	Organisatie
Jaap Beernink	Novel-T
Felix Zwart en Nina Vidackovic	NVP
Jorine Zandhuis en Wilco Schoonderbeek	Invest NL
Liduina Hammer	Innovation Quarter
Marcel Vos	RVO
Peter Smit	Rabobank
Maurice van Tilburg	Techleap

### Expertinterviews Internationaal

Naam	Organisatie	Land
Erik Balck Sorensen	Vaekstfonden	Denemarken
Sille Pettai	Smartcap	Estland
Kari Virtanen & Jyrki Orpana	Finnish Industry Investment / Ministerie van economie	Finland
Paul Hennebelle	BPI France	Frankrijk
Eoghan Richardson	Department of business, enterprise Ireland and innovation	
Ana Costa Paula	General directory for economics	Portugal
José Bayon	ENISA	Spanje
Arash Sangari	Swedish agency for economic and regional growth	Zweden
Sigrid Johanisse	Ministerie van EZK – Innovatie attaché	Canada & Verenigde Staten
Racheli Kreisberg & Tom Vos	Ministerie van EZK – Innovatie attaché / NFIA	Israël
Astrid Seegers & Gabby van Herpt	Ministerie van EZK – Innovatie attaché / startup liaison	Singapore
Marjolein Bouwers & Lieke Conijn	Ministerie van EZK – Innovatie attaché / startup liaison	Verenigd Koninkrijk
Bart Sattler & Lydia Kos	Ministerie van EZK – Innovatie attaché / startup liaison	Duitsland
Isabella Canu	Coparion	Duitsland
Andreas Olmes	Hightech Grunderfonds	Duitsland
Anita van Rozen	Ministerie van BUZA	Zwitserland
Céline Vaessen	SFPI	België



## Deelnemers Focusgroepen

Naam	Organisatie	Focusgroep
Felix Zwart	NVP	Brancheverenigingen en stakeholders (1)
Irma Borst	Matching Wings	
Hugo Westerink	ABN AMRO Bank	
Thomas Vles	Dutch Startup Association	
Dominic Schrijer	MKB Nederland	
Ronald Kleverlaan	Stichting MKB Financiering	
Bas Langelaar	BAN Nederland / Vectrix	
Yvonne Sijm	Health Innovations	
Vincent Heutinck	Novel-T	Publieke partijen (2)
Wouter Keij	Innovatiefonds Noord-Holland	
Wilco Schoonderbeek	Invest NL	
Jeffrey Lutje Spelberg	LIOF	
Koos Fuykschot	Oost NL	
Gert-Jan Vaessen	BOM	
Joyce Houterman	ROM Utrecht	
Jan-Geert van Hall	YES!Delft	
Jan Willem Roell	Ministerie van EZK	



## Bijlage 5 Geënquêteerde ondernemers en investeerders

### Interviews publiek en private financiers



<b>Naam</b>	<b>Organisatie</b>
Erik Schut	Enfuro Ventures
Nard Sintenie	Innovation Industries
Paul Schuurkes	Informal investor
Alain le Loux	Cottonwood
Pleun Broere	Informal Investor
Casper Haspels	BA
Hans Bouwmans	TNO
Frank Appeldoorn	Arches Capital
Guus Verhees	SHIFT Seed Fund
Martijn Pardoel	Informal investor
Casper Peeters	BA
Arjan Globel	ForwardOne
Guust van Liere	Unitron
Dave de Groot	MKB Fonds
Irma Borst	MatchingWings
Joost Ruijgrok	Informal investor
Rene van Brandenbrug	Informal investor
Geert van Etten	Informal investor
Bart Heuts	Oost NL
Sjouke Kuindersma	BA
Edwin van Houte	Impuls Zeeland
Phillipe Schuit	Duke Forest
Koos Fuykschot	Oost NL
Jeffrey Lutje Spelberg	LIOF
Harrie Vollaard	Rabo Frontier Ventures
Peter Jan Rubingh	VFR Holding B.V.
Dick Sietses	Health Innovations
Herman Huidink	BA
Bas Bisschop	Innovatiefonds Noord-Holland
Jasper Ambagtsheer	Informal investor

## Interviews ondernemers



<b>Naam</b>	<b>Organisatie</b>
Ewout Maaskant	Eye on Air
Arjen van Diemen	TrustTestor Solutions
Erik de Winter	Cargoroo
Thijs Olthof	Innovation in Motion
Paul Leufkens	Cart-Tech
Sal Bosman	Delft Circuits
Jack Stuijbergen	Breedweer
Jack Stuijbergen	Sparrow / Buurtmus
Eelco Bakker	Jake
Gerrit Miedema	Dr Ten
Michiel Nieuwkerk	ViaTim
Pieter Imhof	BioBTX
Job van de Kieft	Scoozy
Jan Pieter Koning en Bart Verweij	Pal V
Niels Mulder	Flow Money
Youri Wentzel	SeaCurrent
Guido Dalessi	Elestor
Ward van Buul	Jointsphere B.V.
Ward Masse	Stonecycling
Gerrit Bouwhuis	SaXcell
Peter van de Graaf	Choice B.V.
Peter Kamp	Ecocircuits
Menke Steenbergen	IPOS Technology
Ad Linssen	Meds2Go
Bert van Son	Mud Jeans
Erik Spelt	Quva
Gerard Spin	ParkingWare
Perry van der Bogt	24/7 Nature Power
Bas Eefting	1069 Bold
Mark Bergmeester	Lopfit
Rik Kielman	Gannet
Nutte van Belzen	CC Diagnostic
Camiel Verschoor	Bird
Luc Sterkman	Cealus Health
Therese van Vinken	Cerescon
Lars Ottevanger	SurGuide
Bertus Jan Epema	Buku
Marc de Beijer	Aurum
Johan Oosterheelt	MonitAir BV.



## Bijlage 6 Beschrijvende statistiek en analyse enquête ondernemers

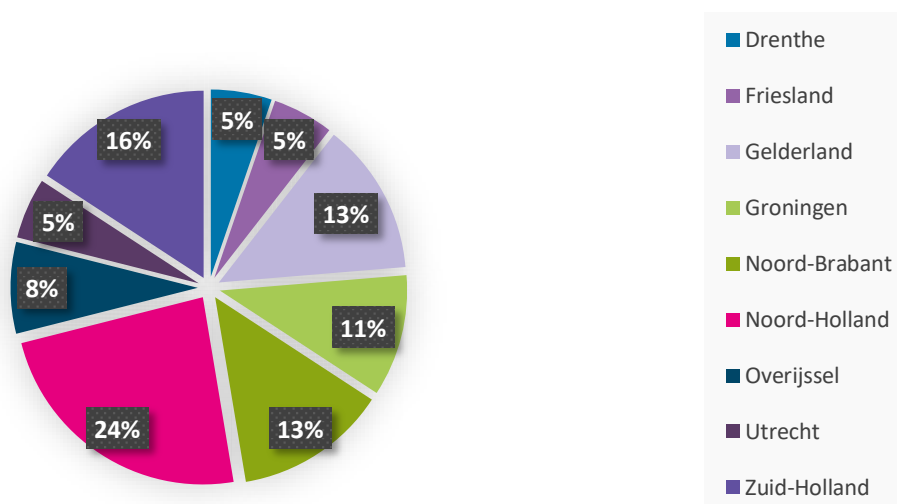


Het verzoek voor een telefonische enquête is uitgezet onder 93 ondernemers. Op basis van data van Techleap, Rijksinstrument VFF en KplusV zijn de 93 interviewkandidaten geïdentificeerd. Uiteindelijk hebben 39 ondernemers deelgenomen aan de telefonische enquête. Dit brengt het responsepercentage op 42%.

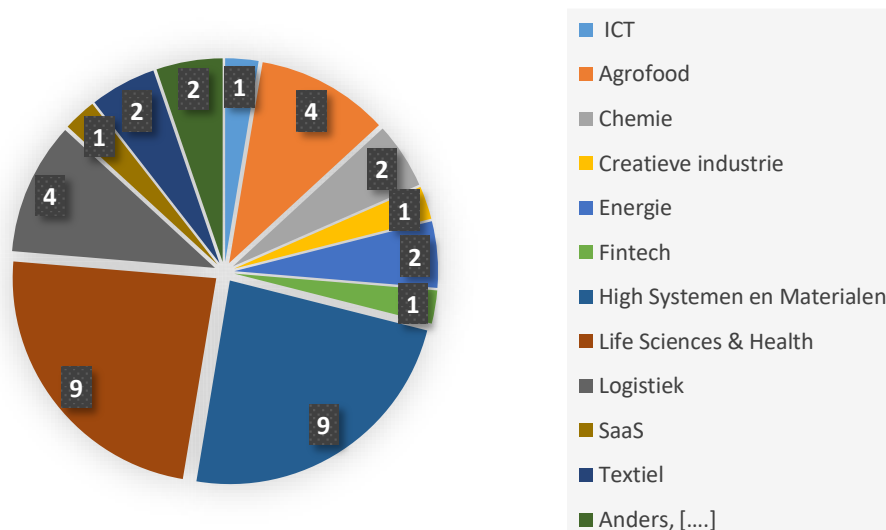
De vragenlijst bestond uit 50 vragen, waarvan 16 open vragen en 34 gesloten vragen. Daarnaast zijn enkele dynamische vragen gesteld die een vervolg vormen op de antwoorden die door de respondenten eerder zijn gegeven. Niet alle vragen zijn door alle respondenten ingevuld, waardoor in onderstaande resultaten niet alles optelt tot 39.

### Algemene bedrijfskarakteristieken

In deze paragraaf wordt een beeld geschetst van de respondenten om een idee te geven van het type bedrijven dat heeft deelgenomen aan de enquête. In figuur 14 staat weergegeven in welke provincie de bedrijven zijn gevestigd. De meeste geënquêteerde ondernemers komen uit de provincie Noord-Holland (24%). Ondernemers uit Flevoland, Zeeland en Limburg zijn benaderd, maar hebben niet deelgenomen aan de enquête.

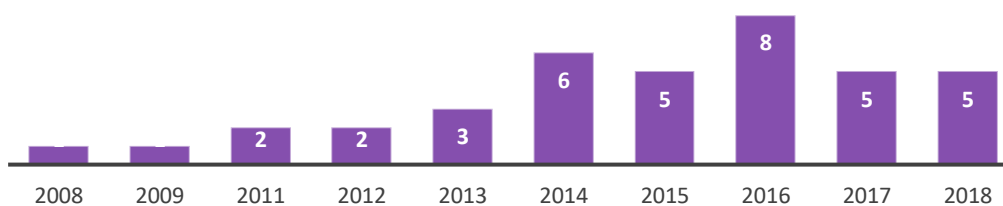


Figuur 14. Verdeling van vestigingsplaats binnen provincie respondenten (N= 38).



Figuur 15. Verdeling naar sector (N = 38).

De verdeling naar oprichtingsjaar is te zien in figuur 16. Het grootste gedeelte van de gesproken ondernemers heeft zijn of haar bedrijf opgericht na 2013 (74,4%).

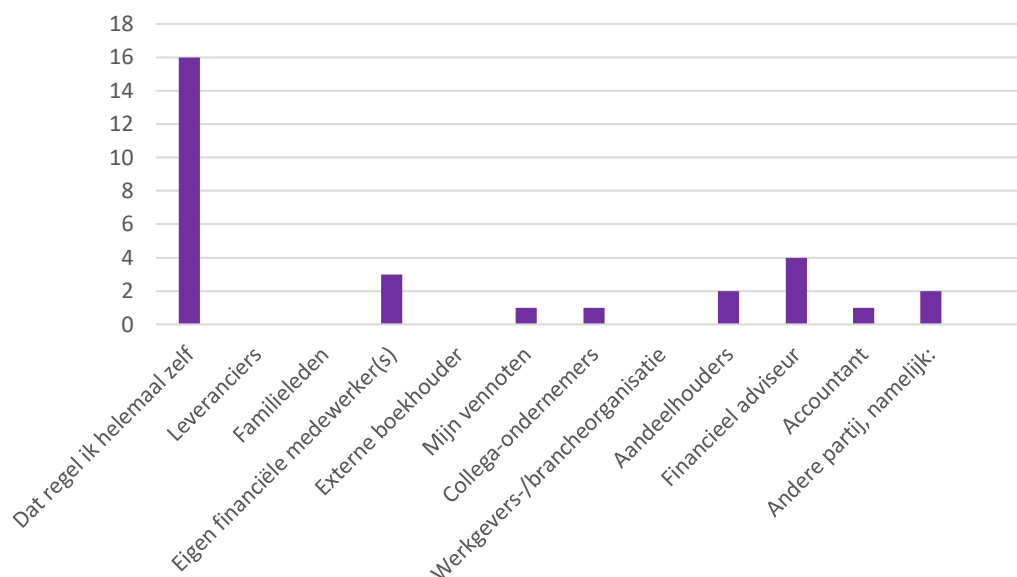


Figuur 16. Oprichtingsjaar ondernemingen (N= 38).

De regionale en sectorale spreiding en de verdeling van de respondenten qua oprichtingsjaar vormen een goed vertrekpunt voor het onderzoek.

### Bekendheid met financiers

De respondenten is gevraagd met welke financieringsvormen zij bekend zijn. In alle gevallen wordt de bank genoemd. Daarnaast zijn de meeste ondernemers bekend met crowdfunding, informals, publiek financieringsinstrument zoals de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) en venture capitalists. Daarnaast is aan de ondernemers gevraagd wie hun belangrijkste hulp is bij financiële zaken. De meeste ondernemers hebben aangegeven dit vaak helemaal zelf te regelen (55%).



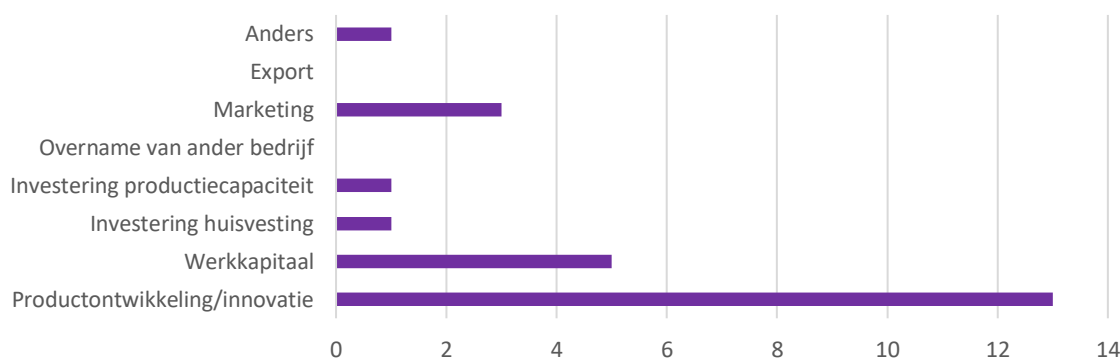
Figuur 17. Grootste hulp bij financiers, zoals aangegeven door ondernemers (N= 29).

### Huidige en toekomstige behoefte aan risicokapitaal

#### Huidige financieringsbehoefte

In totaal gaven 27 ondernemers aan op dit moment een financieringsbehoefte te hebben. Dit is 70% van het totaal. De ondernemers die hebben aangegeven op dit moment geen behoefte te hebben aan risicokapitaal voeren als voornaamste reden op dat zij onlangs hun behoefte hebben kunnen vervullen of dat de bestaande externe financiering voldoet. Wanneer we kijken naar de behoefte aan financiering die ondernemers hebben, blijkt een groot percentage te willen investeren in productontwikkeling/innovatie, werkkapitaal en marketing, wat passend is bij de fase van de ontwikkeling waarin de geïnterviewden verkeren.

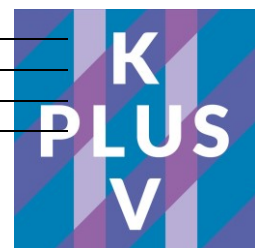
#### Huidige financieringsdoelen



Figuur 18. Financieringsdoelen van ondernemers. Respondenten konden meerdere antwoorden geven (N= 24).

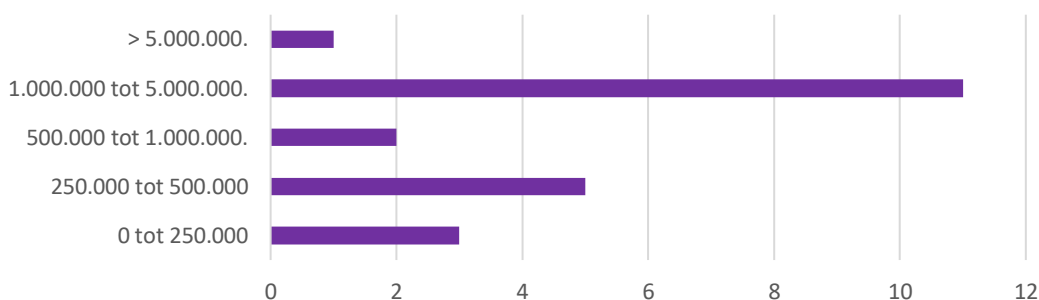
Van de ondernemers die hebben aangegeven o.a. op zoek te zijn naar financiering voor productontwikkeling/innovatie, hebben 19 ondernemers aangegeven in welke TRL-fase zij zich bevinden. De meerderheid bevindt zich in TRL fase 4-7 (63%).

Financieringsdoel	Aantal
Productontwikkeling/ innovatie (TRL 1-3)	1
Productontwikkeling / innovatie (TRL 4-7)	12
Productontwikkeling/ innovatie (TRL 8-9)	6



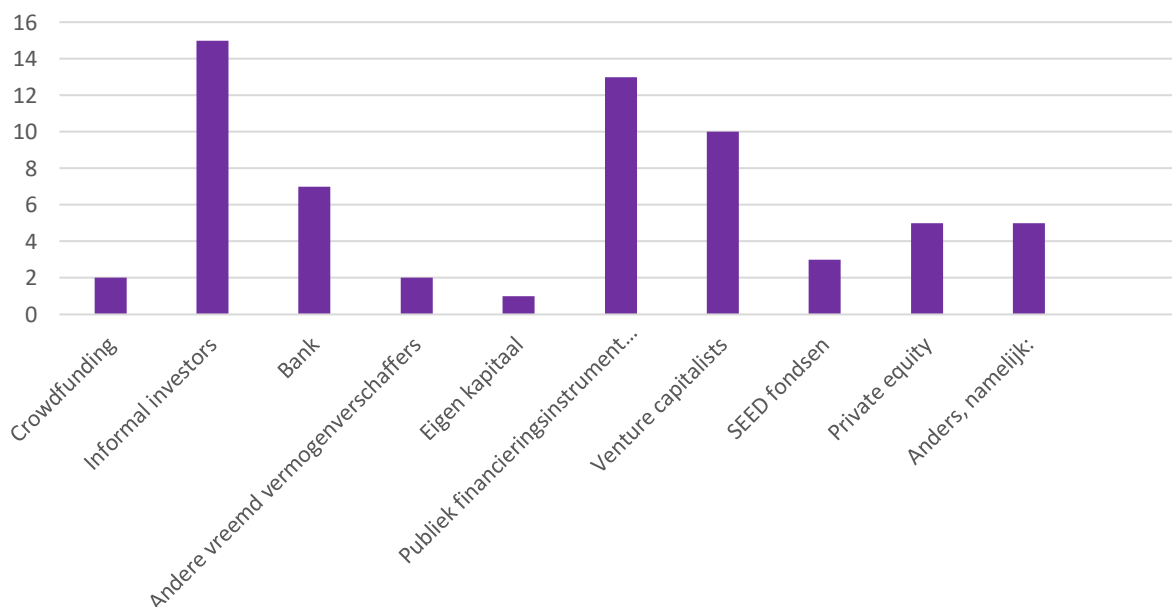
De gemiddelde financieringsvraag bedraagt circa € 1.3 miljoen, maar er zit grote spreiding in de vraag. De laagste vraag is € 60.000 en de hoogste vraag bedraagt € 40 miljoen. Het overgrote deel van de financieringsbehoefte van de ondervraagde ondernemers bevindt zich in de categorie € 1 tot € 5 miljoen (zie figuur 19).

### Omvang financieringsbehoefte



Figuur 19. Omvang huidige financieringsbehoefte (N = 22).

Van de ondernemers met een financieringsbehoefte, heeft 48% aangegeven op zoek te zijn naar eigen vermogen, 13% naar vreemd vermogen en 39% naar een combinatie van beide vormen van financiering. In figuur 20 staat weergegeven welke financiers de ondernemers overwegen voor het invullen van hun financieringsvraag. Dit betreft een breed palet. Alternatieve vormen van financiering worden veelal overwogen.



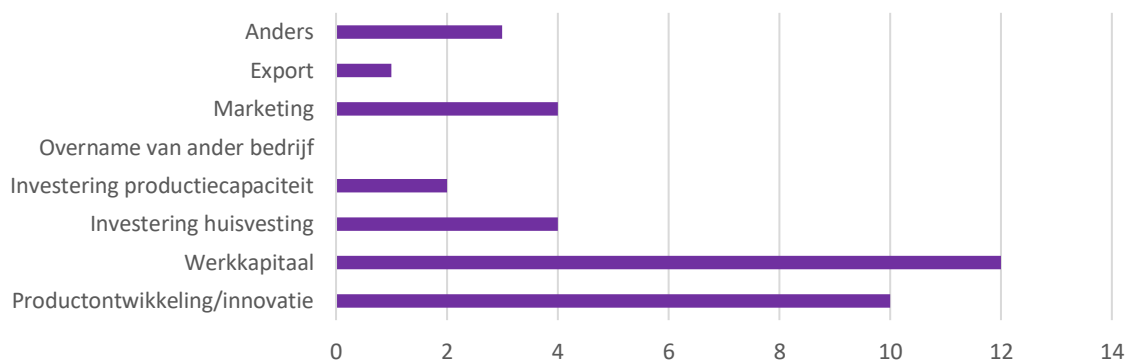
Figuur 20. Financiers die zijn benaderd of benaderd gaan worden voor de huidige financieringsbehoefte

### Financieringsbehoefte komende drie jaar

In totaal gaven 32 ondernemers aan dat zij verwachten in de komende drie jaar een financieringsbehoefte te hebben. Dat is ruim 80% van het aantal respondenten dat heeft deelgenomen aan de telefonische enquête. Eén derde van de ondernemers heeft een kapitaalbehoefte die groter is dan € 10 miljoen. Eén ondernemer heeft aangegeven een toekomstige kapitaalbehoefte te hebben van meer dan € 30 miljoen.

Ook voor de toekomstige financieringsdoelen is een onderverdeling gemaakt van de beoogde aanwending van deze middelen (zie figuur 21). Daarbij zien we dat de meeste ondernemers in ieder geval financiering zoeken voor hun werkkapitaal. Daarnaast wordt productontwikkeling en innovatie veelvuldig genoemd. Binnen de categorie "anders" worden als financieringsdoelen groei en opschalen genoemd. Het overgrote gedeelte van de ondernemers verwacht informals en venture capitalists te gaan benaderen voor de kapitaalbehoefte.

### Toekomstige financieringsdoelen



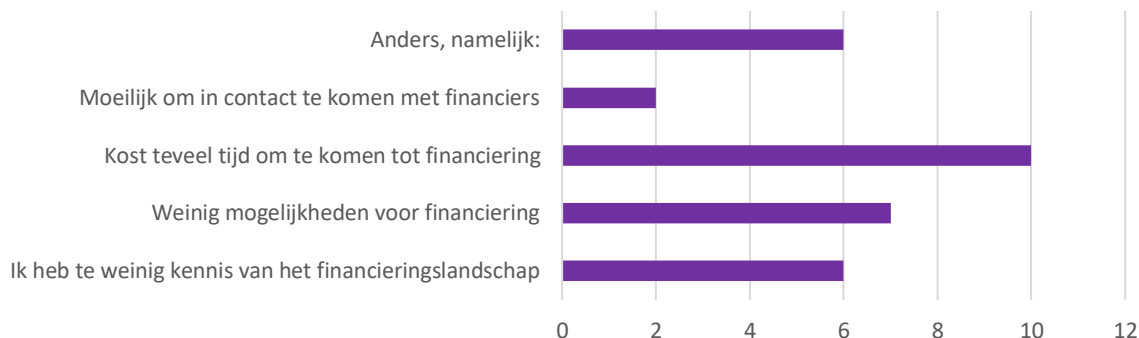
Figuur 21. Toekomstige financieringsdoelen van ondernemers. Respondenten konden meerdere antwoorden geven (N= 26).

Bijna alle ondernemers verwachten in de toekomst de kapitaalbehoefte te kunnen vervullen. Een aantal ondernemers geeft aan dat met de juiste ondersteuning financiering kan worden opgehaald. Sommige ondernemers twijfelen of ze in de toekomst de kapitaalbehoefte kunnen vervullen.

### Zoektocht naar financiering

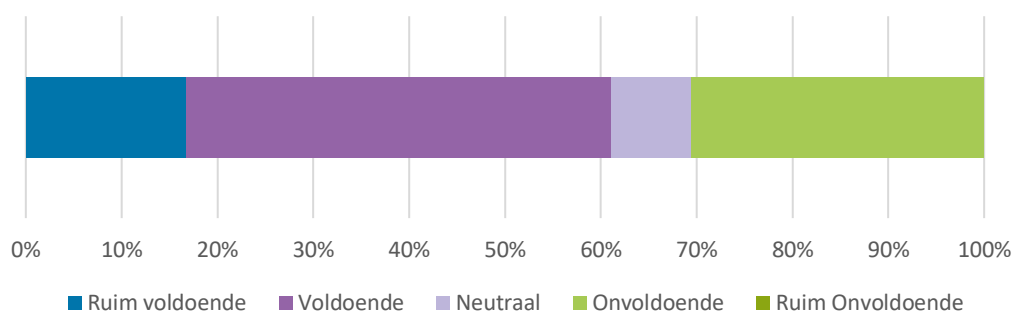
Alle respondenten op één na hebben in het verleden succesvol financiering aangetrokken. In de enquête is gevraagd welke knelpunten ondernemers ondervonden bij het ophalen van financiering. Tien ondernemers geven aan dat het teveel tijd kost om te komen tot financiering. Daarnaast wordt door zeven ondernemers aangegeven dat ze weinig mogelijkheden zien voor het realiseren van de financiering. Aan deze ondernemers is een verdiepende vraag gesteld waarom zij weinig mogelijkheden zien ondanks dat ze in het verleden succesvol financiering hebben aan getrokken. Ondernemers geven aan dat de hoogte van het benodigde kapitaal, de zwaarte van de technologie, onbekendheid van investeerders met technologie/sector en de investeringsbereidheid van de financiers knelpunten vormen. Eén van de ondernemers geeft aan: *"In de MedTech is financiering gewoon wat lastiger. Vroeg stadium MedTech heel lastig. We hebben zware technologie. Bereidheid om te investeren is gering"*.

Daarnaast wordt aangegeven dat professionele investeerders te hoge en veel eisen stellen en dat het lastig is om te komen tot een goede financieringsmix. Sommige ondernemers benoemen ook dat ze vaak te horen hebben gekregen dat de investeringscasus nog niet ver genoeg ontwikkeld was (te weinig bewijs, te weinig tractie).



*Figuur 22. Knelpunten tijdens het ophalen van kapitaal*

Aan de respondenten is tevens gevraagd hoe zij het overzicht van het aanbod van alternatieve financieringsvormen beoordelen. Ruim 60% van de ondernemers geeft aan dat dit overzicht voldoende of ruim voldoende is. 31% geeft aan onvoldoende overzicht te hebben van de verschillende vormen van alternatieve financiering.



*Figuur 23. Beoordeling overzicht van alternatieve financieringsvormen*

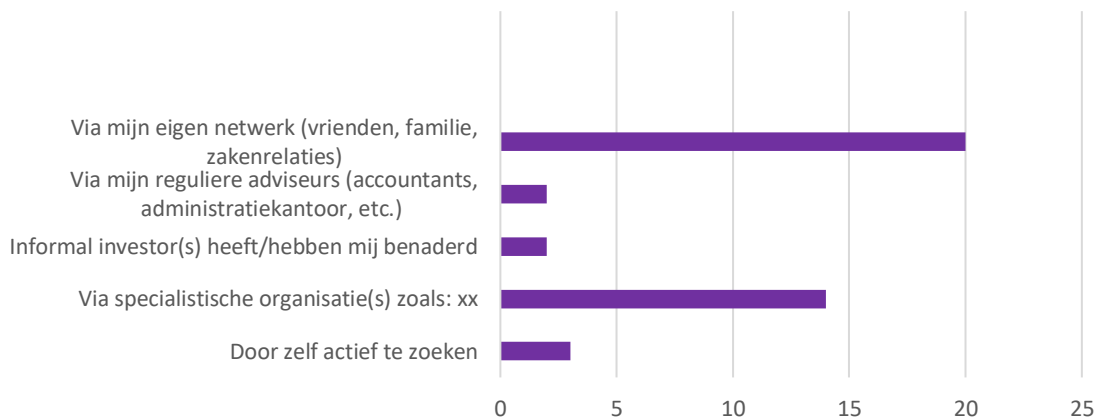
Aan alle respondenten is gevraagd of zij behoefte hebben aan ondersteuning bij het zoeken naar financiering. 72% van de ondernemers geeft aan behoefte te hebben aan ondersteuning. Dit is opvallend omdat eerder is geconstateerd dat veel ondernemers geen hulp inschakelen bij het ophalen van financiering. Deze ondersteuningsbehoefte is weergegeven in figuur 24. Het overgrote gedeelte van de respondenten geeft aan met name ondersteuning te willen verkrijgen met betrekking tot het bepalen van de financieringsmix.



Figuur 24. Ondersteuningsbehoeften in zoektocht naar externe financiering (N= 27)

### Ervaringen met business angels / informal investors

In de enquête is dieper in gegaan op de ervaringen van ondernemers met informele investeerders (informals) c.q. business angels (angels). 86% van de respondenten heeft ervaring met informals of angels. Gevraagd is op welke wijze de ondernemers in contact zijn gekomen met deze informele investeerders. De meeste ondernemers zijn via hun eigen netwerk in contact gekomen met de investeerders of via specialistische organisaties, zoals adviesbureaus en incubators. Andere kanalen worden beperkt benut.



Figuur 25. Wijze van benaderen informals

Ondernemers die ervaring hebben met informals of angels geeft 56% aan een positieve ervaring te hebben, 38% is neutraal, en 6% heeft een negatieve ervaring. De belangrijkste redenen die worden genoemd voor een positieve ervaring zijn dat informals veel inhoudelijke kennis toevoegen na participatie. Daarnaast wordt veelvuldig aangegeven dat het proces om te komen tot een investering snel is verlopen en het gevoel bij ondernemers ontstaat dat informals "iets moois willen bouwen". Een ondernemer geeft aan: "Veel meer persoonlijk contact met informals. Dat is belangrijk. Dat is bij fondsen anders. Het gaat minder over de 'Excelsheets' zoals vaak wel het geval bij investeringsfondsen".

Redenen voor een negatieve ervaring zijn met name dat informals veel eisen hebben tijdens het investeringsproces en al snel gericht zijn op het maken van een exit.



### Ervaringen met professionele investeerders

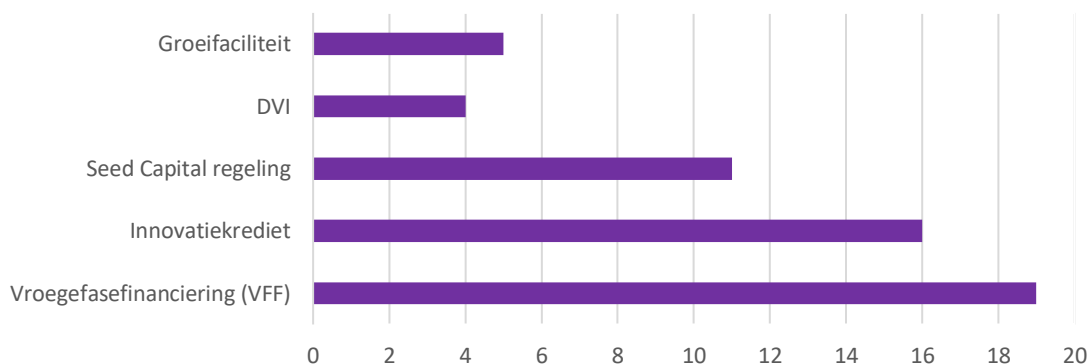
Naast de ervaringen met informals en angels is aan ondernemers gevraagd of ze ervaring hebben met professionele investeerders, hieronder vallen de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen zoals Oost NL, BOM, LIOF, Venture Capital-investeringsmaatschappij. 85% heeft ervaring met professionele investeerders. Ondernemers zijn hoofdzakelijk in aanraking gekomen door ze zelf te benaderen of via matchmaking events.

In een open vraag is aan ondernemers gevraagd welke ervaringen zij hebben met professionele investeerders, hieruit komen de volgende beelden naar voren. Ondernemers geven aan dat de financieringstrajecten vaak lang duren.

Een aantal ondernemers geeft aan dat veel VC's over het algemeen niet in die hele vroege fase actief zijn. Er wordt aangegeven dat de risicobereidheid vaak lager is dan men op voorhand denkt. Tevens wordt benoemd dat VC's vaak tractie (omzet, eerste overeenkomsten met klanten etc.) willen zien, iets wat veel ondernemers in die vroege fase nog niet hebben. Daarnaast wordt aangegeven dat VC's pas willen investeren vanaf circa € 1 miljoen. Een regionale ontwikkelingsmaatschappij vindt € 1 miljoen euro vaak veel geld, waardoor de ondernemer tussen wal en schip beland.

### Bekendheid met financieringsinstrumentarium EZK

Aan de ondernemers is gevraagd of ze bekend zijn met de risicokapitaalinstrumenten van het ministerie van EZK. Het innovatiekrediet en de Vroegefasefinanciering zijn de meeste bekende instrumenten bij ondernemers. Wanneer we vragen of één van de instrumenten is toegepast, is dit bij 11 ondernemers het geval geweest. Daarnaast geeft een aantal ondernemers aan wel een aanvraag te hebben ingediend, maar dat deze is afgewezen.



Figuur 26. Bekendheid ondernemers met instrumentarium EZK

Aan ondernemers is gevraagd wat de voor- en nadelen volgens hen zijn bij het toepassen van de regelingen/instrumenten. De volgende voordelen die werden benoemd:

- Vroegefasefinanciering is een eenvoudige en goede manier om geld op te halen voor ondernemers (VFF)
- Er is sprake van professionele begeleiding tijdens het aanvraagproces (VFF)
- Het geven van een pitch voor expertpanel is een goed mechanisme (VFF)
- De 'pot' met geld is te klein (IK)

De volgende nadelen en/of verbeterpunten werden benoemd:

- Strenge eisen om in aanmerking te komen; niet passen binnen de kaders die gesteld worden (VFF)
- Lastig te combineren met andere financieringen
- Er is sprake van een hoog rentepercentage (VFF)
- Aanvragen kosten veel tijd (VFF, IK)
- Er worden veel voorwaarden gesteld (VFF)



### **Overige opmerkingen**

Tot slot is gevraagd naar algemene opmerkingen of zaken die betrekking hebben op durfkapitaal in de vroege fase. De volgende punten zijn naar voren gekomen:

- Er zijn goede instrumenten voor ondernemers in de markt en veel mogelijkheden voor financiering. Procesbegeleiding tijdens de dealclosing zouden veel ondernemers bij gebaat zijn.
- Centraliseren informatievoorziening van financieringsopties. Dit zou Techleap kunnen faciliteren.
- Eerste kapitaal – eerst 50k-100k is makkelijk op te halen. Vervolgstap voordat er echt businessmodel was stuk moeilijker. Nog geen track record qua verkoop. 100k-1m is erg moeilijk op te halen.

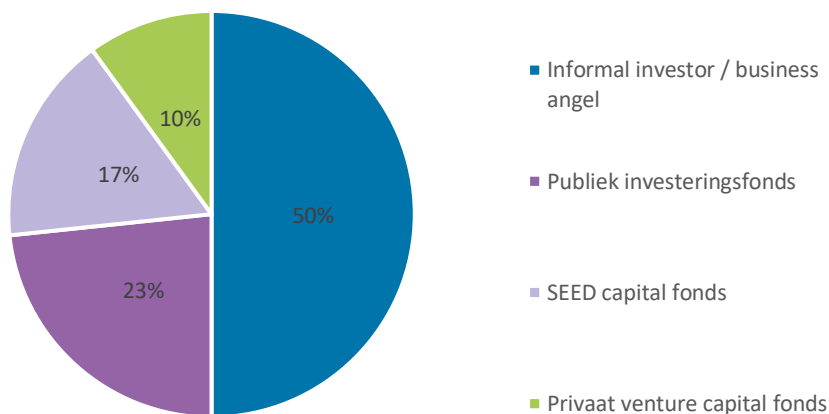
## Bijlage 7 Beschrijvende statistiek en analyse enquête investeerders



Het verzoek voor een telefonische enquête is uitgezet onder 68 investeerders. Door direct Seedfondsen, business angels en investeerders uit het netwerk van KplusV te benaderen is een de lijst van investeerders geïdentificeerd. Er zijn 30 telefonische enquêtes afgenomen onder investeerders. Dit betreft een responspercentage van 44%. De vragenlijst bestond uit 58 vragen, waarvan 30 open vragen en 28 gesloten vragen.

### Algemene informatie investeerders

In deze paragraaf wordt een beeld geschetst van de respondenten. In figuur 27 is de typering van de respondenten weergegeven. De helft van de gesproken investeerders kan worden getypeerd als business angel/informal. Ongeveer een kwart van de respondenten is werkzaam bij een publiek investeringsfonds. Tenslotte is gesproken met vertegenwoordigers van seedfondsen en venture capital fondsen.



Figuur 27. Typering investeerders (N= 30).

Aan informal investors / business angels is gevraagd hoeveel jaren ervaring zij hebben als investeerder. 40% van de investeerders heeft 1 tot 5 jaar ervaring, 35% heeft 5 tot 10 jaar ervaring en 25% is al meer dan 10 jaar actief als investeerder. De meeste respondenten hebben al veel ervaring als informal/angel. Veel informals geven aan dat ze als investeerder zijn begonnen nadat ze hun bedrijf hebben verkocht. Daarnaast zijn een aantal respondenten werkzaam geweest bij een venture capital fonds. Vanuit deze werkervaring zijn zij zelf ook gaan investeren in ondernemingen.

Aan de respondenten is gevraagd hoeveel kapitaal zij beschikbaar hebben om risicodragend te investeren in vroege fase ondernemingen. In onderstaande tabel is dit weergegeven.

Tabel 7. Beschikbaar risicokapitaal. Uitsplitsing per type investeerder (N=28)

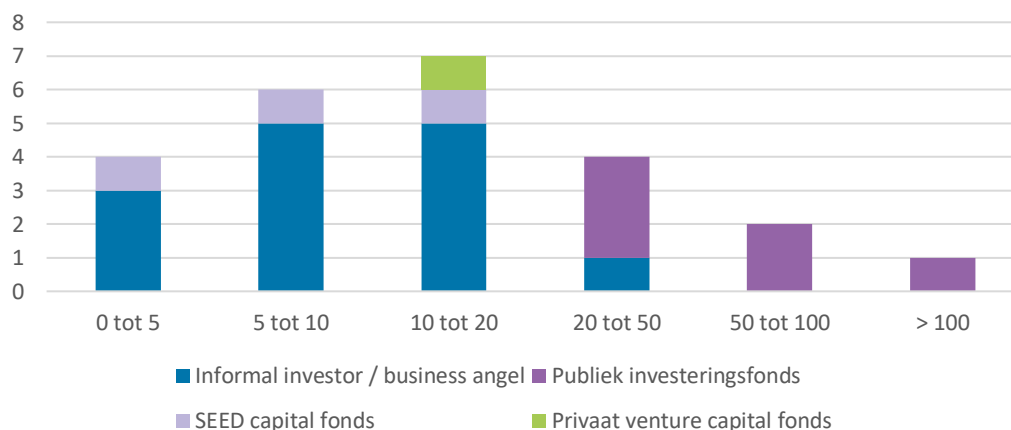
Beschikbaar kapitaal	Totaal	Informals/angels	VC	Publiek investeringsfondsen	Seed fondsen
€ 0 – € 250.000	2	1			1
€ 250.000 – € 500.000	1	1			
€ 500.000 – € 1.000.000	3	2			1
€ 1.000.000 – € 2.500.000	7	4		1	2
€ 2.500.000 - € 5.000.000	0				
€ 5.000.000 - € 10.000.000	5	4		1	
€10.000.000 - € 25.000.000	5	2	1	2	
> € 25.000.000	5		2	2	1



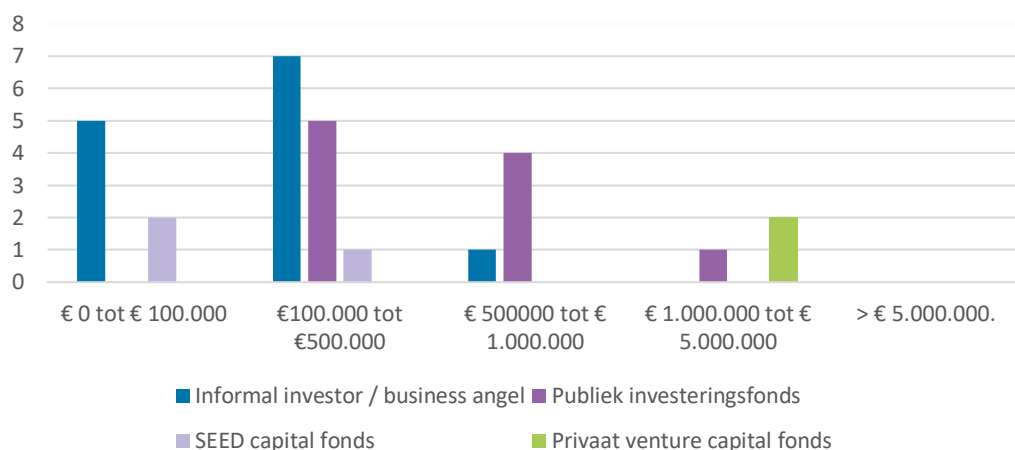
In de vroege fase wordt door investeerders met name de voorkeur gegeven om kapitaal beschikbaar te stellen in de vorm van participaties. Converteerbare leningen worden ook beschikbaar gesteld. Investeerders geven aan dat veel ondernemers de voorkeur hebben voor een converteerbare lening, omdat de oprichters niet direct zeggenschap weggeven. Eén van de investeerders geeft aan dat er vanuit het fonds (VC) converteerbare leningen worden uitgeschreven tot € 250.000 'zodat met relatief weinig werk mooie hightech initiatieven verder worden geholpen'.

### Kenmerken van de investeringen

Aan investeerders is gevraagd in hoeveel bedrijven tot op heden is geïnvesteerd (zie figuur 28). Hierin valt op dat een aantal informals en angels in veel bedrijven hebben geïnvesteerd. Wanneer we kijken naar het gemiddelde investering bedrag per investering zien we dat de meeste informals/angels tussen de € 100.000 en € 500.000 investeren per onderneming. Venture Capitalists investeren gemiddeld tussen de € 1 en € 5 miljoen in een onderneming.



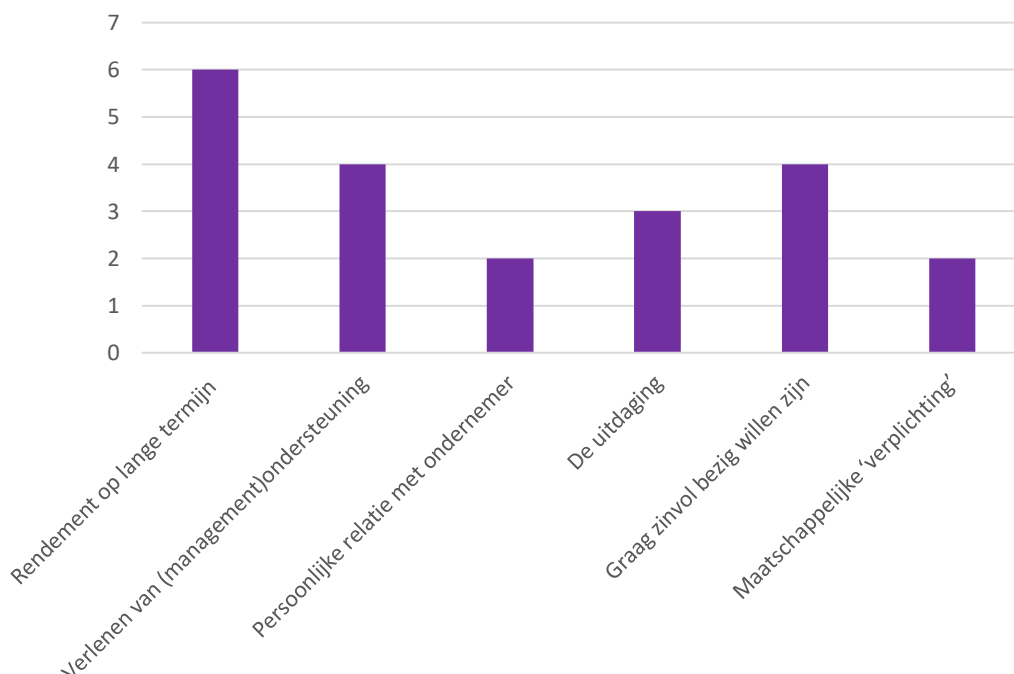
Figuur 28. Aantal investeringen per investeerder (N=25)



Figuur 29. Gemiddelde investeringsbedrag per participatie (N=25)

### Awareness en kennis van investeren

Een informele investeerder die bereid is om risicodragend te investeren in de vroege fase wordt over het algemeen in eerste instantie door zijn bank aangesproken op zijn vermogende positie. Een aantal van de ondervraagde informals geeft ook aan dat ze in aanraking zijn gekomen met informal investing via de vermogensmanager van zijn of haar bank. Daarnaast hebben informals in het verleden veel te maken gehad met investeerders en hebben na verkoop van de onderneming interesse om zelf te gaan investeren. De redenen om als informal op te treden zijn divers (zie figuur 30). De meest genoemde redenen zijn het rendement op lange termijn, graag zinvol bezig te willen zijn en het verlenen van management ondersteuning aan startende jonge bedrijven.

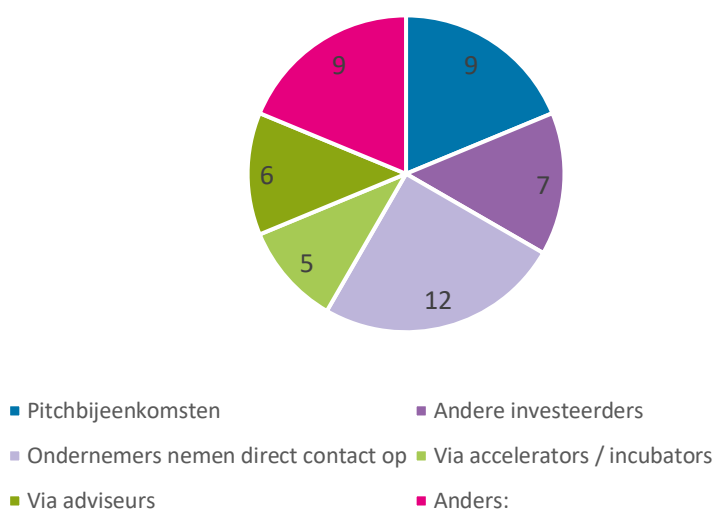


Figuur 30. Motivatie om op te treden als informele investeerder

Informals geven aan dat kennis op het gebied van informal investing, waardebeoordeling en juridische aspecten gaandeweg wordt opgedaan. Als beginnende investeerder is het vaak lastig is om de risico's in te schatten. De beginnende informal heeft nog onvoldoende kennis in huis om een goede deal te close en besluiten hierdoor ook om investeringen niet door te zetten. Het gebrek aan geld vormt dus geen knelpunt voor informals. De ondervraagde informals zijn in beperkte mate bekend met de Seed Business Angel regeling.

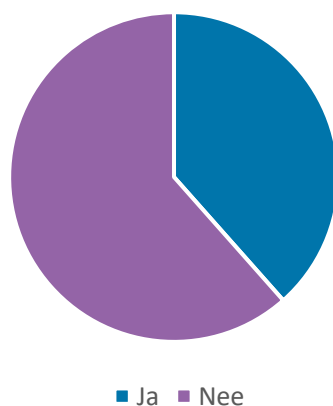
### Het zoekproces

In figuur 31 is weergegeven wat voor investeerders de belangrijkste bron van dealflow is. Veel investeerders geven aan dat ondernemingen direct contact opnemen. Daarnaast zijn pitchbijeenkomsten een belangrijke ingang voor het verkrijgen van interessante investeringsproposities.



Figuur 31. Belangrijkste bron voor dealflow van investeerders (N= 27)

Tevens is aan de investeerders gevraagd of zij knelpunten ervaren met betrekking tot het verkrijgen van voldoende kwalitatief hoogwaardige dealflow (aanvragen van ondernemers). 62 procent van de investeerders ervaart geen knelpunten.



Figuur 32. Antwoord op de vraag: Ervaart u knelpunten met betrekking tot het krijgen van voldoende kwalitatieve dealflow? (N= 26).

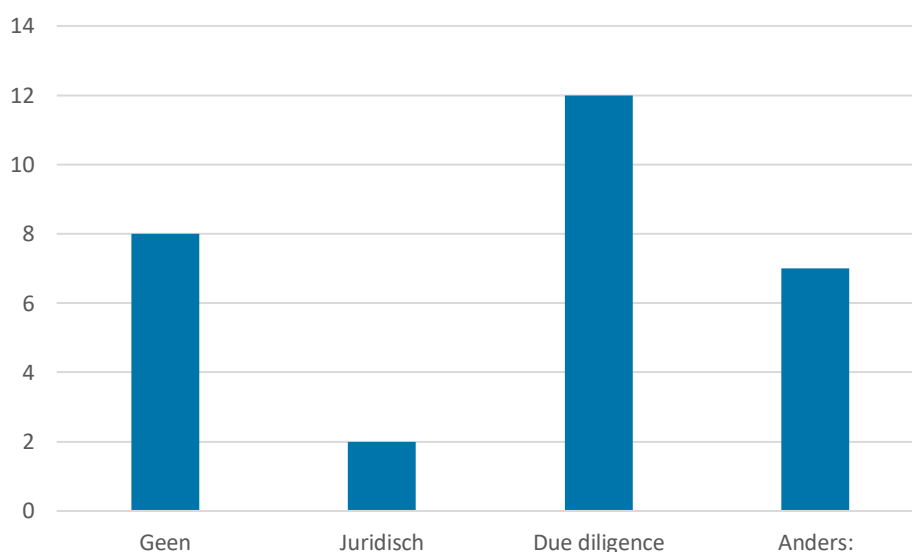
38 procent van de investeerders ervaart wel knelpunten met betrekking tot het verkrijgen van kwalitatief goede investeringsproposities. De voornaamste benoemde knelpunten zijn:

- Kwaliteit van de financieringsaanvragen is laag.
- Kwaliteit van de teams.
- Ondernemers kloppen te vroeg aan bij VC's (nog onvoldoende tractie en track record).

Ook is investeerders de vraag voorgelegd hoe zij de kwaliteit en toegevoegde waarde beoordelen van incubators en accelerators. De reacties van investeerders zijn wisselend. Er wordt aangegeven dat dergelijke programma's een eerste selectie maken van ondernemingen. Daarnaast worden jonge innovatieve hightech ondernemingen gewezen op de commerciële kant van de onderneming. Dit is volgens een aantal investeerders vaak een blinde vlek bij technologische startups. Als kritiek punt wordt een aantal keren benoemd dat er veel aandacht uitgaat aan het geven van een goede pitch en het realiseren van een goed pitchdeck, maar te weinig aandacht wordt besteed aan het bouwen van het bedrijf.

### Het matchingsproces

Tijdens het matchingsproces wordt met name ondersteuning van derde partijen ingeschakeld op het gebied van due diligence (zie figuur 33).



Figuur 33. Ondersteuning van derde partijen tijdens matchingsproces

Aan informals en business angels is gevraagd of ze lid zijn van een informal/business angel netwerk. Dit betreft een *community* van investeerders die gezamenlijk willen optrekken in investeringsproposities. Een derde van de gesproken informals/angels zijn lid van een netwerk. Als voordeel wordt benoemd dat binnen het netwerk er sprake is van een goede uitwisseling van dealflow. Ook is de vraag voorgelegd aan alle informals/angels of ze ooit geïnvesteerd hebben in een syndicaat (een samenwerking van tenminste twee investeerders die gezamenlijk in een bedrijf investeren) van informals/business angels. 75% van de informals/business angels geeft aan één of meerdere keren te hebben geïnvesteerd met een coalitie van investeerders. Verder is door nagenoeg alle investeerders aangegeven dat ze nooit in een vaste groep investeren.

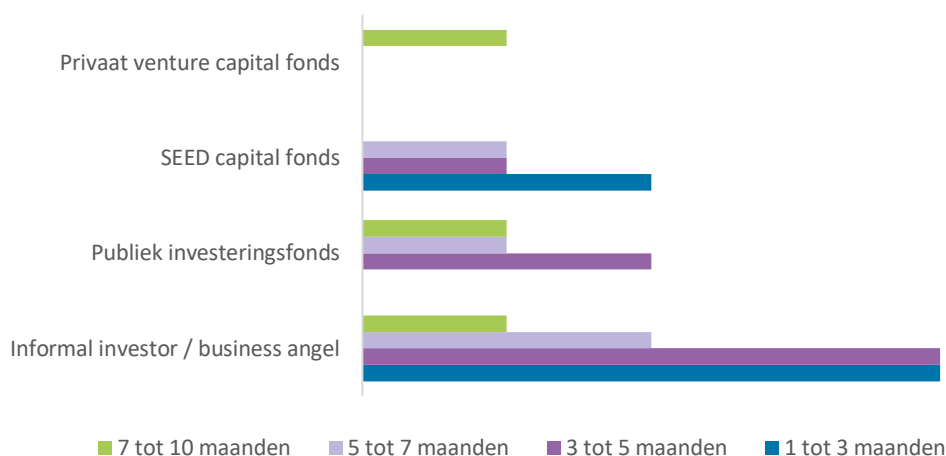


De genoemde voordelen van het investeren in een syndicaat zijn:

- Informals/business angels kunnen op deze wijze investeren in sectoren waarin zij minder ervaring hebben omdat andere informals/business angels die ervaring wel hebben.
- Sparringpartners. Als investeerder kom je door gezamenlijk te investeren tot betere beslissingen. Het oordeel is weloverwogen.
- Bundeling van investeerders met diverse achtergronden.
- Grotere tickets zijn mogelijk.
- De risico's worden gedeeld.
- Na de deal is er meer kennis, netwerk en ervaring beschikbaar.
- Er is meer geld beschikbaar voor vervolginvesteringen.

Ook professionele investeerders hebben veel contact met andere investeerders. Dit contact heeft betrekking op de uitwisseling van dealflow, syndiceren en vervolginvesteringen. Een aantal professionele investeerders geeft aan weinig overzicht te hebben van de business angels/informals in de regio. Een dergelijk overzicht kan van toegevoegde waarde zijn om snel te kunnen schalen.

In figuur 34 staat de gemiddelde doorlooptijd in maanden van eerste contact tot aan investering zoals aangegeven voor de respondenten weergegeven. Hierbij valt op dat informals/business angels aangeven een veel kortere doorlooptijd te hebben in vergelijking met respondenten van publieke en private investeringsfondsen.



Figuur 34. Gemiddelde doorlooptijd van eerste contact tot investering in maanden (N = 20)

Investeerders is gevraagd hoe zij de kennis van ondernemers beoordelen op het gebied van het aantrekken van risicofinanciering. De volgende knelpunten worden benoemd:

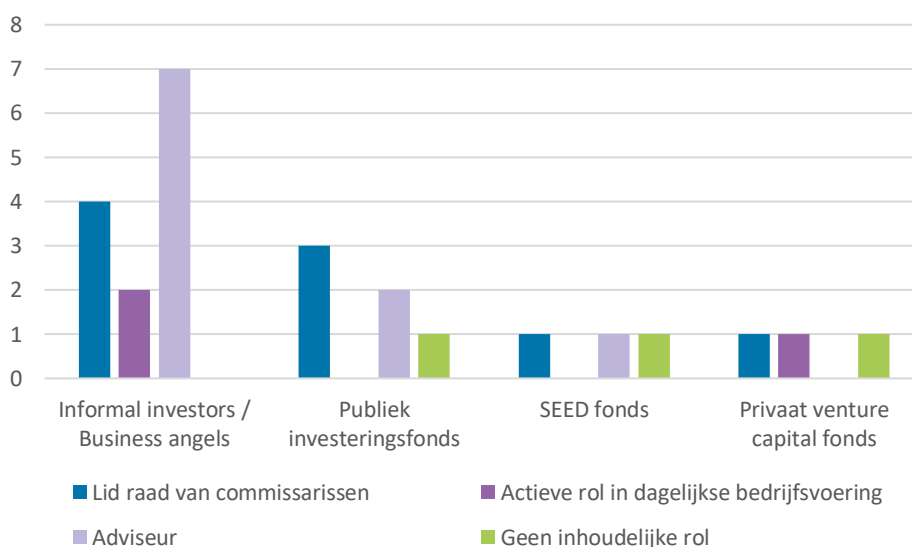
- Ondernemers hebben geringe kennis ten aanzien van waarderingen.
- Echte vroege fase ondernemingen hebben weinig ervaring met het ophalen van financiering. Onderhandelingspositie is daardoor niet gelijkwaardig. Doorlooptijd wordt hierdoor langer.
- Te veel ondernemers hebben de focus op het aantrekken van financiering, waardoor er minder aandacht wordt besteed aan de ontwikkeling van het product. Ondernemers moeten na afronding van de financiering weer in de startblokken staan voor de volgende. Met name ondernemers in de vroege fase.
- Bekendheid van ondernemers met verschillende financieringsloketten is laag.

Tevens is gevraagd welke knelpunten financiers ervaren tijdens het matchingsproces. Knelpunten die zijn genoemd:

- De juiste informatie van de ondernemingen boven tafel krijgen.
- Tijdens het proces wordt vaak alleen gesproken met de founder van de onderneming, terwijl het team het belangrijkste is.
- Een procesbegeleider tijdens het dealproces is wenselijk.

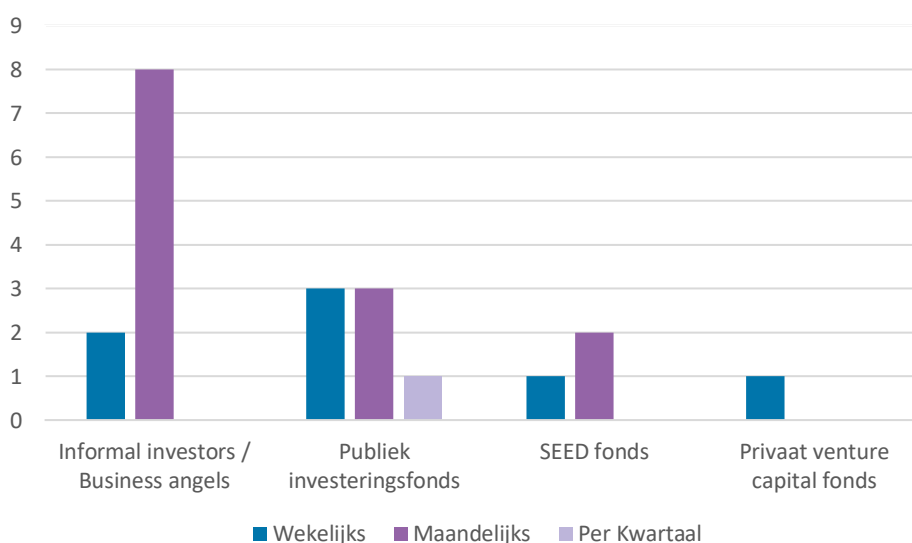
### Advisering, coaching en begeleiding ondernemers na investeren

In figuur 35 is weergegeven welke rol investeerders innemen na deelneming. Veel investeerders treden naast aandeelhouder op als adviseur (52%). 35% geeft aan ook als lid van de RvC op te treden. Slechts 17% heeft een actieve rol in de dagelijkse bedrijfsvoering.



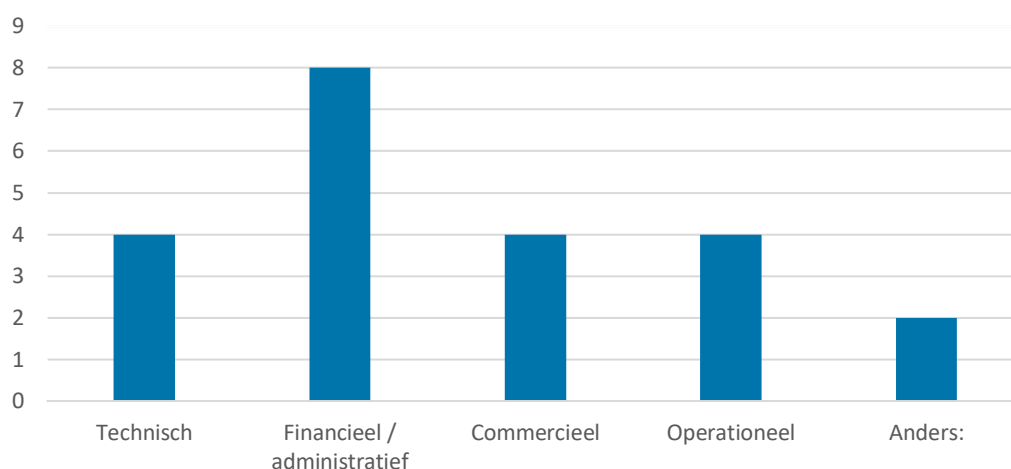
Figuur 35. Rol investeerders na deelneming (N = 23)

De respondenten is gevraagd hoe vaak ze contact hebben met de ondernemers na investering. Hierbij geeft de meerderheid van de investeerders aan maandelijks contact te hebben.



Figuur 36. Contact met ondernemers na participatie (N = 23)

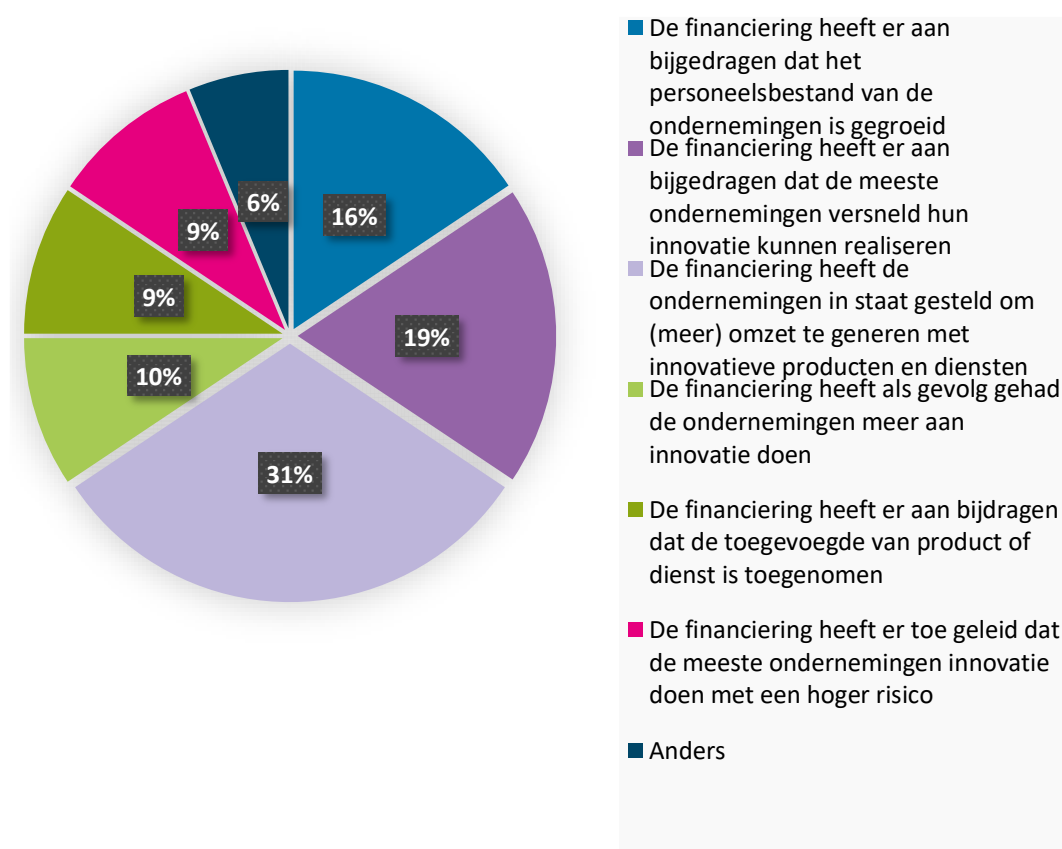
Wanneer we de investeerders vragen op welk vlak zij voornamelijk ondersteuning bieden aan de ondernemers ontstaat een divers beeld. Figuur 37 laat zien dat de meeste investeerders financiële of administratieve ondersteuning bieden.



Figuur 37. Thematische ondersteuning investeerders aan ondernemers (N = 21)

### Effecten van de investering

Investeerders hebben aangegeven wat de voornaamste effecten zijn geweest op de onderneming van hun investering (zie figuur 38). Een derde (31%) geeft aan dat het voornaamste effect is geweest dat de financiering ondernemingen in staat heeft gesteld om (meer) omzet te genereren met innovatieve producten/diensten.



Figuur 38. Effecten van de investering op de onderneming (N = 29)

### **Toekomstverwachtingen**

Investerders is gevraagd hoe zij verwachten dat de risicokapitaalmarkt zich de komende jaren gaat ontwikkelen. Punten die benoemd zijn:

- Verwachting dat het aanbod van kapitaal verder zal toenemen.
- Veel investeerders investeren pas als de product-markt fit bewezen is en schuiven op naar hogere TRL's. Deze trend wordt vermoedelijk doorgezet.
- Een professionele partij aan boord geeft hogere kansen voor vervolfinanciering en daarmee de doorgroei van de onderneming.
- Er dreigt een gat te ontstaan na de Seedfondsen.



Tenslotte is gevraagd naar algemene verbeterpunten om risicokapitaal te stimuleren. Hierbij zijn de onderstaande punten naar voren gekomen:

- Er is voldoende kapitaal beschikbaar in de vroege fase. Het aanbod is echter onoverzichtelijk en versnipperd.
- Het is van belang om de samenwerking tussen business angels en professionele partijen te faciliteren.
- De rol van de universiteiten in de vroege fase uitbreiden.
- Opvullen financieringsgat tussen angel financieringen en VC's.
- Een aanpassing van de Seed Business Angel regeling is wenselijk. De huidige regeling past niet bij de wijze waarop angels investeren. Seed Business Angel regeling inzetten per deal kan de regeling toegankelijker maken.

## Bijlage 8 Effect COVID-19 op de Nederlandse durfkapitaalmarkt



Begin februari van dit jaar is het onderzoek naar risicokapitaal in de vroege fase gestart. Verschillende knelpunten in de Nederlandse durfkapitaalmarkt zijn geïdentificeerd en voorzien van een oplossingsrichting ingegeven door o.a. goede praktijken uit het buitenland. Recentelijk hebben de ontwikkelingen omtrent Covid-19 gezorgd voor veel onzekerheid en dynamiek in de economie en op de kapitaalmarkten. Tijdens de uitvoering van dit onderzoek is zowel aan ondernemers als investeerders de vraag gesteld welke effecten de coronacrisis heeft op de huidige markt (vraag en aanbod) voor durfkapitaal in de vroege fase. De verwachte ontwikkelingen worden in deze bijlage toegelicht.

### Ondernemers

- De Nederlandse startups zijn zwaar geraakt door de coronacrisis. Om de crisis door te komen hebben veel startups een overbruggingsfinanciering nodig om de doorlopende lasten te kunnen dekken.
- Veel ondernemers benoemen dat er investeerders zijn afgehaakt en de investering vertraging heeft opgelopen. Er is veel onzekerheid bij investeerders en zij zijn daardoor terughoudender geworden en stellen de beslissing om te investeren uit. Hierdoor duurt het langer om een investeringsronde rond te krijgen.
- Als gevolg van de crisis, wordt de waardering van bedrijven wordt lager ingeschat dan verwacht.
- Een aantal ondernemers was in gesprek met een buitenlandse investeerder. Deze gesprekken zijn als gevolg van Covid-19 stil komen te liggen.
- Startups die op het punt stonden om de markt te betreden hebben het zwaar. Zij zagen de toetreding tot de markt uitgesteld worden. De omzet komt voor deze bedrijven niet op gang, waardoor er liquiditeitsproblemen kunnen ontstaan.
- Er zijn verschillen tussen sectoren m.b.t. de invloed van corona op de ondernemers in de vroege fase. Binnen de life science sector zijn veel ondernemingen die klinische studies niet konden uitvoeren, waardoor ontwikkeling van het bedrijf stil kwam te liggen. Ondernemers in de logistiek benoemen juist als positief effect dat de innovatie in versnelling is geraakt.
- Vertraging klinisch onderzoek, daardoor uitstel van milestones. Hierdoor is een nieuwe financieringsbehoefte ontstaan.

### Investeerders

#### Algemeen

- Uit de interviews met investeerders is het beeld ontstaan dat zij zich richten op hun bestaande portefeuille en minder gericht zijn op uitbreiding van het portefeuille. Hierdoor komen er mogelijk minder deals tot stand. Daarnaast heeft het een effect op de ontwikkeling van de ondernemers in huidig portefeuille.
- Er is veel voorzichtigheid onder investeerders vanwege de nog onbekende effecten en weinig zicht op de langdurigheid van de effecten.
- Een aantal investeerders geeft aan te verwachten langer te moeten doorfinancieren.
- Verwachting dat investeerders nog meer opschuiven naar hogere TRL's. Dit is ook inzichtelijk vanuit de COL-regeling. Veel ondernemers hebben een investeringsronde zien klappen en hebben daardoor moeite om aan tafel te komen bij investeerders.



- De meest grote fondsen kiezen ervoor even drie maanden stil te zitten. Fondsen moeten hun geld echter uitgeven. Na de zomer komt er vermoedelijk weer veel kapitaal in de markt. Dit zet een enorme druk op waarderingen. Verwachting dat waarderingen in de *later stage* en groeifase omhoog schieten en juist in de vroege fase de waardering naar beneden.
- De runway van de participaties wordt korter.

#### Venture capital fondsen

- In de gesprekken met venture capital fondsen is aangegeven dat de venture capital fund raising stil is komen te liggen. Aangegeven is dat veel geld gaat weer richting de oude traditionele markt.
- Een aantal fondsen doen hun loket dicht en richten zich op het beschermen van het huidige portfolio.
- Startups gefinancierd op basis van milestones hebben het lastige omdat de targets niet worden behaald

#### Business angels

- Startups die een eerste externe financieringsronde hebben gehad, krijgen mogelijk meer problemen met het ophalen van kapitaal in vervolgrondes. Investeerders zijn momenteel erg druk met eigen portfolio
- Focus op bedrijven draaiende houden. Veel startups waarin is geïnvesteerd moeten momenteel alle zeilen bijzetten. Van startende ondernemers wordt nu ook iets anders gevraagd.
- Op elke participatie is het effect van corona te zien, behalve voor bedrijven die nog echt in de R&D-fase zitten.
- Mogelijk een verschuiving naar andere sectoren waar nu wel veel potentie is. Denk hierbij aan digitale innovaties.

## Bijlage 9 Literatuurlijst



### Literatuurlijst

- Bangma, K. & Snel, D. (2012). Algemeen beeld van het mkb in de marktsector in 2012-2013.
- CSES. (2012). Evaluation of EU Member Status' Business Angel Markets and Policies.
- CBP. (2015). Financiering van startups en Venture Capital.
- Commissie Hoek (2013). Verkenning mkb-financiering, Den Haag (Catshuisoverleg), juli 2013.
- Dialogic. (2018). Eindevaluatie valorisatieprogramma.
- Dialogic & ECE. (2019). Evaluatie Seed Capital regeling, Groeifaciliteit en Dutch Venture Initiative.
- Dialogic. (2019). Onderzoek beleidsaanpak MKB- financieringsmarkt
- EBAN. (2018). Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics.
- EVCA, 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study.
- Financieringsmonitor 2019. (2020).
- Invest Europe, (2020). Investing in Europe, Private Equity overview 2019.
- Jaarbericht 2019. Staat van het MKB.
- KplusV. (2019). Evaluatie Vroegefasefinanciering.
- KplusV. (2019). Kapitaalmarktonderzoek Flevoland.
- KplusV & Rabobank (2020). Impact coronavirus op investeringsgedrag informal investors.
- OECD. (2020), "Estonia", in Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris
- OECD (2014). Entrepreneurship at a Glance. OECD Publishing.
- Panteia. (2019). Kapitaalmarktonderzoek MKB regio Utrecht.
- Rebel (2020). Kapitaalmarktonderzoek Oost- Nederland.
- Techleap. (2020). Empowering Dutch Leaders in Tech 2020 Action Plan.
- Techleap (2020). The Dutch Tech Ecosystem and Covid-19.
- Techleap (2020). COL impact report: Government startup support during Covid-19
- World Economic Forum. (2018). The Global Competitiveness Report 2017-2018.

### Kamerbrieven en bijlagen

- Brief van de Staatsecretaris van Economische Zaken en Klimaat (2018). Stand van zaken startup en scale-up beleid. Kamerstuk, 32637-343.
- Brief van de staatssecretaris van Economische Zaken, kamerstuk bedrijfslevenbeleid, 2018. 32637, nr 318.
- Kamerbrief Stand van zaken oprichting Invest-NL
- EZK (5 november 2019), Beleidsvisie mkb-financieringsmarkt

### Websites

- <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/19/helpt-bedrijven-vreest-voor-voortbestaan-door-coronacrisis>
- [http://www.bannederland.nl/wp-content/uploads/2016/12/HoeVindIkEenInvesteerder\\_978-90-89590725.pdf](http://www.bannederland.nl/wp-content/uploads/2016/12/HoeVindIkEenInvesteerder_978-90-89590725.pdf)
- <https://www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl/beleidsinstrumenten/roms>
- <https://www.refs.nu>.

### Databronnen:

- Database Techleap
- Database NVP



## Onze contactgegevens

### KplusV

#### Vestiging Arnhem

Postbus 60055  
6800 JB Arnhem  
Westervoortsedijk 73  
6827 AV Arnhem  
T +31 (0)26 355 13 55

#### Vestiging Amsterdam

Postbus 74744  
1070 BS Amsterdam  
Science Park 402  
1098 XH Amsterdam  
T +31 (0)20 669 90 66

#### Vestiging Rotterdam

Stationsplein 45  
(Groot Handelsgebouw)  
3013 AK Rotterdam  
4de verdieping  
Ruimte A4.004  
T +31 (0)10 254 00 17



E [info@kplusv.nl](mailto:info@kplusv.nl)

I [www.kplusv.nl](http://www.kplusv.nl)

### Thema's



## Over KplusV

### Wie we zijn

Wie betrokken is, wordt betrokken. Dat zien we bij KplusV elke dag. Opdrachtgevers en initiators weten ons te vinden. Voor gedegen adviezen. Voor onze kennis van zowel de publieke sector als het bedrijfsleven. Voor onze ervaring met innovatieve projecten. En voor onze ondernemersmentaliteit. Vaak nemen we zelf het initiatief om partijen bij elkaar te brengen. Want we houden van aanjagen en van resultaat.

### Wat we doen

We verbinden mensen en mogelijkheden. Daar zijn we goed in. We laten publieke organisaties en bedrijven excelleren, zodat ze het beste uit zichzelf en elkaar halen. Verbinden als middel, niet als doel. Met als gevolg slimme oplossingen die betekenisvol zijn voor maatschappij en opdrachtgevers. Je vindt ons overal waar mogelijkheden en ambities bij elkaar komen. Bij de publieke sector die voor maatschappelijke uitdagingen staat. Bij ondernemingen met strategische en operationele vraagstukken. Bij organisaties in transitie.

### Hoe we verbinden

In ieder geval altijd informeel en collegiaal. Maar met een enorme drive om projecten te laten slagen. Met inspirerende initiatieven en goede ideeën. Als adviseur, kwartiermaker, programmamanager of gids... Zolang het maar slaagt. We denken, durven en doen. Die houding maakt ons tot een modern, no nonsens kennisbedrijf. Flexibel, innovatief en resultaat-gedreven. Aantoonbaar.

### En waarom we dat doen

Onze kracht schuilt in onze aanpak: een stevige mix van bedenken, verbinden en doen. Partijen en middelen succesvol bij elkaar brengen. Liefst in een publiek-privaat ecosysteem. Omdat dat mogelijkheden biedt om structureel en langdurig waarde te creëren die je niet alleen kunt bereiken. Wij werken er al sinds 1984 mee. En onze ambitie is daarin marktleider te blijven. Want zo leveren en ervaren we elke dag de toegevoegde waarde ervan. Bij onze projecten, bij onze opdrachtgevers, in de samenleving en bij onszelf... KplusV initieert, adviseert, verbindt en realiseert. Nu en in de toekomst.

