

76

Kapitale kansen

Slim geld voor ambitieuze ondernemers

februari 2011

Colofon

Vormgeving: Junior beeldvorming - Zoetermeer

Druk: Quantes - Rijswijk

februari 2011

ISBN 978-90-77005-52-1

Verkoopprijs € 15,-

Auteursrecht

Alle rechten voorbehouden. Mits de bronvermelding correct is, mogen deze uitgave of onderdelen van deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen of openbaar gemaakt zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de AWT. Een correcte bronvermelding bevat in ieder geval een duidelijke vermelding van organisatienaam en naam en jaartal van uitgave.

Inhoudsopgave

Samenvatting	5
1 Inleiding	9
1.1 Adviesvraag	10
1.2 Opbouw van het advies	10
2 Waarom is financiering van innovatie en groei belangrijk?	11
2.1 Economische groei is arbeidsproductiviteitsgroei	11
2.2 Hogere arbeidsproductiviteit door innovatie en groei	12
2.3 Innovatie en groei in Nederland	13
2.4 Belemmeringen voor innovatie en groei	17
3 Financiering van innovatie en groei	19
3.1 Verschillende mogelijkheden voor financiering	19
3.2 Risico en rendement	20
3.3 De vallei des doods	24
4 Overheidsbeleid voor financiering	27
4.1 Waarom is er een rol voor de overheid?	27
4.2 Huidig beleid in Nederland	29
4.3 Buitenlands beleid	46
5 De Nederlandse kapitaalmarkt	49
5.1 Kredietverlening door banken	49
5.2 Risicokapitaal	51
6 Knelpunten bij financiering in Nederland	57
6.1 Knelpunten bij ondernemers	57
6.2 Knelpunten rond kredietverlening	58
6.3 Knelpunten rond privaat risicokapitaal	60
6.4 Belangrijkste knelpunten	66
7 Aanbevelingen	67
7.1 Primaire uitdaging: meer ondernemers met groeiambitie in Nederland	67
7.2 Aanbevelingen voor beleid ten aanzien van financiering van innovatie en groei	68
Bijlage 1 Adviesvraag	73

Bijlage 2 Geraadpleegde literatuur	75
Bijlage 3 Gesprekspartners	81

Samenvatting

Achtergrond en adviesvraag

Snelgroeiende innovatieve ondernemingen leveren een belangrijke bijdrage aan de ontwikkeling van de Nederlandse economie. Deze ondernemingen zijn vaak aangevoerd op externe financiering. Vooral voor jonge innovatieve ondernemingen is het relatief moeilijk om privaat kapitaal aan te trekken. Gegeven het groeiende belang van snelgroeiende innovatieve ondernemingen voor de economie en in het licht van de recente financiële en economische crisis heeft de minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie de AWT gevraagd om advies uit te brengen over de vraag: *Hoe kan de toegang tot (risico) kapitaal voor (snelgroeiende) innovatieve ondernemingen verbeterd worden?*

In dit advies analyseert de raad eerst het probleem, geeft vervolgens een overzicht van het huidige overheidsbeleid en beschrijft daarin ruim twintig instrumenten. Vervolgens signaleert de raad de knelpunten die ondanks het overheidsbeleid nog overblijven. Het advies eindigt met een vijftal aanbevelingen.

Het probleem: de 'vallei des doods'

Ondernemingen kunnen voor privaat kapitaal terecht bij banken voor kredieten of bij durfinvesteerders voor risicokapitaal. De financieringsproblemen van ondernemingen blijken het grootst in de zogenaamde 'vallei des doods', de fase na de start van de onderneming en voor de commercialisering, als de markt betreden wordt. Hier is de behoefte aan externe financiering het grootst en de beschikbaarheid van privaat kapitaal het laagst: de zogenaamde 'equity gap'.

Banken en durfinvesteerders maken hun investeringsbeslissingen op basis van de verhouding tussen rendement en risico. Banken kijken sterk naar het risico dat het krediet niet kan worden terugbetaald. Voor hen zijn zekerheden en kasstromen essentieel. Bij jonge innovatieve ondernemingen in de 'vallei des doods' ontbreken deze vaak, of is het te kostbaar om hier inzicht in te krijgen, waardoor banken vaak niet overgaan tot kredietverlening in deze fase. Een durfinvesteerder kijkt veel meer naar het groeiperspectief, op basis van het businessplan en de ambitie en kwaliteit van de ondernemer zelf. Daarnaast schat de durfinvesteerder de risico's in: zijn deze te beheersen en kan hij daar een rol in spelen? Als de durfinvesteerder investeert, dan neemt hij/zij ook zeggenschap in de onderneming om invloed te kunnen uitoefenen op de beheersing van de risico's, bijvoorbeeld door het beschikbaar stellen van de eigen kennis, ervaring en netwerken (daarom wordt risicokapitaal 'slim geld' genoemd). Tot slot kijkt een durfinvesteerder naar de mogelijkheid om de investering na een aantal jaren te verkopen (de exit); is deze mogelijkheid niet aanwezig, dan stapt de durfinvesteerder niet in. In de fase van de 'vallei des doods' kunnen er dus ook voor durfinvesteerders redenen zijn waardoor zij niet durven te investeren.

Huidig overheidsbeleid

Vanwege positieve externe effecten van innovatie en groei, en omdat de kapitaalmarkt kan falen als gevolg van informatieasymmetrie tussen investeerder en onderneming, heeft de overheid een legitieme rol om de toegang tot kapitaal te verbeteren voor ondernemingen die willen innoveren en groeien. De raad heeft een overzicht gemaakt van ongeveer 25 instrumenten die de overheid momenteel inzet om de toegang tot kapitaal te verbeteren. Het huidige kapitaalmarktbeleid sluit goed aan bij de werking van de kapitaalmarkt, richt zich op bovengenoemde problemen en is bewezen effectief.

Met garantieregelingen voor banken en durfinvesteerders biedt de overheid zekerheden en dekt zij een deel van het risico af. Daarnaast reduceert zij risico's via de TechnoPartner SEED faciliteit door leningen te verstrekken aan durfinvesteerders. Via het Innovatiekrediet neemt de overheid een deel van het technisch risico over, waardoor durfinvesteerders en banken investeren in ondernemingen waarin zij anders niet zouden investeren. In verschillende SBIR programma's ondersteunt de overheid ondernemingen rechtstreeks als opdrachtgever voor de ontwikkeling van nieuwe producten en diensten. Het Innovatiekrediet en de SBIR programma's helpen om ondernemingen 'investment ready' te maken. Beide beschikken over te weinig budget om alle goede voorstellen te honoreren. Een ander instrument voor de kapitaalmarkt betreft de regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's). Zij zijn verantwoordelijk voor bijna de helft van het aantal vroege-fase investeringen.

Actuele knelpunten

Het huidige beleid lost nog niet alle problemen op voor ondernemingen die externe financiering zoeken. Verbeteringen moeten vooral vanuit risicokapitaal komen. Banken hebben vanwege toenemende solvabiliteitseisen de komende jaren nauwelijks mogelijkheden om hun kredietverlening aan jonge innovatieve ondernemingen te intensiveren.

Het probleem met risicokapitaal is dat institutionele beleggers (pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen), waar ongeveer de helft van het risicokapitaal in Nederland vandaan komt, de laatste jaren veel minder risicokapitaal verschaffen aan durfinvesteerders. De meeste durfinvesteerders hebben daarom momenteel moeite om nieuw kapitaal op te halen. Het aantal nieuwe investeringen daalt dan ook sterk, vooralsnog met uitzondering van vroege-fase investeringen.

Voor een deel komt dit doordat durfinvesteerders onvoldoende goede business cases met voldoende groeiperspectief ontvangen. In vergelijking met andere landen hebben weinig Nederlandse ondernemers de ambitie om te groeien. Hieraan gekoppeld is er bij veel ondernemers weinig bereidheid om zeggenschap te delen met durfinvesteerders. Een andere belangrijke oorzaak waardoor institutionele beleggers minder risicokapitaal ter beschikking stellen is de constatering dat in Europa en

Nederland het rendement op risicokapitaal de laatste jaren (te) laag is. Op basis van een vergelijking tussen de Verenigde Staten (waar hogere rendementen behaald werden) en Europa identificeren we de volgende oorzaken voor de lage rendementen: minder aanbod van goede business cases, gebrek aan specialisatie en expertise van durfinvesteerders, de passieve rol van kapitaalverschaffers, de beperkte schaal-grootte, te weinig syndicatie en het gebrek aan voldoende exit-mogelijkheden. Naast bovenstaande knelpunten, wordt volgens de raad de potentie van het huidige beleid nog niet volledig benut. Zo kan SBIR uitstekend samengaan met een actieve rol van de overheid als launching customer. De overheid koopt dan de via SBIR ontwikkelde innovaties in, waardoor een nieuwe markt wordt opgebouwd voor de innovaties. Ook het potentieel van de ROM's wordt niet volledig benut, omdat zij regionaal georiënteerd zijn en zich niet altijd openstellen voor syndicatie (samenwerking) met andere (private) durfinvesteerders.

Primaire uitdaging: meer ondernemers met groeiambitie

De raad benadrukt dat om de beleidsdoelstellingen ten aanzien van innovatie en groei te realiseren meer nodig is dan het verbeteren van de toegang tot kapitaal voor ondernemingen die willen groeien. We hebben in Nederland vooral ook meer van deze ondernemers met groeiambitie nodig. Hier liggen kapitale kansen en dus een belangrijke uitdaging voor de overheid. Deze uitdaging ligt buiten de scope van dit advies, maar de raad adviseert de Nederlandse overheid om hier beleidsmatig prioriteit aan te geven.

Aanbevelingen voor verbetering toegang tot kapitaal

Voor ondernemingen die de ambitie hebben om te innoveren en te groeien is een goede toegang tot kapitaal essentieel. De raad geeft de volgende aanbevelingen om de toegang tot kapitaal te verbeteren. Deze aanbevelingen zijn primair gericht aan de minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie.

1. *Continueer en versterk het huidige beleid*
Het huidige beleid is in de aard goed en wordt gewaardeerd door zowel banken, durfinvesteerders als ondernemers. Continueer daarom het huidige beleid, met de volgende versterkingen:

...communiceer nóg beter

Blijf werken aan het vergroten van de bekendheid van de regelingen. Hieruit is meer winst te halen dan uit het opstarten van nieuwe regelingen.

Consistentie in naamgeving van instrumenten is hierbij belangrijk.

Communiceer actiever over labels zoals New Venture, SBIR en het Techno-Partner Label die als kwaliteitskeurmerk kunnen dienen. Zet hiermee goede ondernemers in de schijnwerpers en maak ze zichtbaar voor potentiële investeerders. Vergroot de status van deze labels binnen de overheid, zodat ze de toegang tot andere financieringsinstrumenten eenvoudiger maken.

...verruim limieten van de TechnoPartner SEED fondsen waar nodig

Verruim de limieten ten aanzien van de maximale omvang van investeringen. Overweeg hierbij om de limieten te variëren per sector, omdat bij sommige sectoren de limieten meer knellen dan bij anderen.

...laat de ROM's meer samenwerken

Laat de participatiemaatschappijen van de ROM's meer samenwerken, met elkaar en met private durfinvesteerders. De toegevoegde waarde van de ROM's kan verhoogd worden als zij meer dan nu hun kapitaal, expertise en netwerken met anderen delen.

2. *Verhoog het budget van het Innovatiekrediet*

Verhoog het budget van het Innovatiekrediet. Het Innovatiekrediet zorgt ervoor dat de risico/rendement verhouding verbetert. Er is momenteel onvoldoende budget om alle goede voorstellen te honoreren. Dit instrument past in de filosofie van het 'revolving fund'.

3. *Verbeter het investeringsklimaat voor latere-fase venture capital*

Verbeter het investeringsklimaat voor latere-fase venture capital (risicokapitaal dat zich richt op investeringen aan het eind of direct na de 'vallei des doods'). Hierdoor ontstaan meer exit-mogelijkheden voor vroege-fase investeringen. Een aantal landen om ons heen heeft hiervoor recentelijk een dakfonds opgericht: een groot fonds dat investeert in kleinere gespecialiseerde fondsen van durfinvesteerders. In deze landen gebeurt dit via een samenwerking tussen nationale overheden, het Europees Investeringsfonds (EIF) en private partijen (zoals pensioenfondsen). Richt ook in Nederland een dakfonds op, met commitment van private partijen. Laat het dakfonds marktconform werken en hanteer een internationaal perspectief.

De laatste aanbevelingen zijn zowel voor de minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie als voor andere ministers die verantwoordelijk zijn voor het inkoopbeleid van de overheid.

4. *Maak meer gebruik van SBIR*

De SBIR programma's helpen ondernemingen om 'investment ready' te worden. Het budget is in Nederland nog bescheiden, zeker in vergelijking met de Verenigde Staten. Maak meer gebruik van dit instrument.

5. *Intensiveer de rol van de overheid als launching customer*

Voor banken en durfinvesteerders is een eerste klant vaak een vereiste om te investeren. De potentie van SBIR wordt verder vergroot als de overheid actiever wordt als launching customer. Intensiveer deze rol.

1

Inleiding

Snelgroeiende innovatieve ondernemingen zijn belangrijk voor de Nederlandse economie...

...en hebben goede toegang tot kapitaal nodig

*“Om de concurrentiekracht van het bedrijfsleven te versterken voert de overheid een gericht beleid ter bevordering van innovatie en ondernemerschap. [...] Dit beleid richt zich integraal op alle relevante vestigings- en ondernemingscondities voor de topgebieden, waaronder regeldruk, aanbestedingsbeleid, duurzaamheid, fiscaliteit, hoofdkantoren, onderzoek en innovatie, exportbevordering en financiering.”*¹

Innovatieve ondernemingen en in het bijzonder snelgroeiende innovatieve ondernemingen zijn van groot belang voor de economie.² Ondernemingen die willen investeren in innovatie en/of groei hebben kapitaal nodig. De meeste ondernemingen hebben voldoende eigen vermogen om in deze kapitaalbehoefte te voorzien. Ongeveer 20% van de ondernemingen moet op zoek naar externe financiering en doet een kredietaanvraag bij een bank of zoekt een durfinvesteerder. Voor deze ondernemingen is een goed werkende kapitaalmarkt essentieel. In de laatste decennia zijn de werelden van financiers en ondernemers echter uit elkaar gegroeid.³ Zeker recentelijk na de kredietcrisis, is er veel discussie over de (on)mogelijkheden van financiering van ondernemingen. Banken wordt verweten dat zij te terughoudend zijn geworden in het verstrekken van kredieten en institutionele investeerders (zoals banken en pensioenfondsen) beleggen veel minder in risicokapitaal. De kapitaalverschaffers op hun beurt klagen over het gebrek aan goede voorstellen om in te investeren. Ook de Europese Commissie onderkent het belang van kapitaal voor innovatie en groei, en heeft daarom in de recent verschenen Innovation Union aangekondigd om serieus aandacht te besteden aan de verbetering van de Europese kapitaalmarkt.⁴

Het ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie (EL&I) heeft daarom veel aandacht voor de werking van de kapitaalmarkt en heeft in dit kader aan de AWT gevraagd om hierover een advies uit te brengen.

¹ Regeerakkoord VVD-CDA (2010) Vrijheid en verantwoordelijkheid

² Onlangs is het voorstel gedaan aan de Europese Commissie om naast de doelstelling van 3% R&D investeringen ook een doelstelling ten aanzien van het percentage snelgroeiende innovatieve ondernemingen op te nemen (Mas-Colell (2010) Elements for the setting-up of headline indicators for innovation in support of the Europe 2020 strategy)

³ Van Tilburg (2009) Finance for Innovation

⁴ Europese Commissie (2010) Europe 2020 Flagship Innovation Union

1.1 Adviesvraag

In bijlage 1 is de adviesvraag van het ministerie van EL&I opgenomen. De raad heeft de adviesvraag als volgt geïnterpreteerd:

Hoe kan de toegang tot privaat (risico)kapitaal voor (snelgroeiende) innovatieve ondernemingen verbeterd worden?

In de adviesvraag van het ministerie van EL&I ligt de focus specifiek op snelgroeiende innovatieve ondernemingen. De focus van dit advies is breder, en ligt op alle innovatieve ondernemingen die externe financiering zoeken voor innovatieprojecten en/of ondernemingsgroei. De motivatie om de scope te verbreden zit in het feit dat de doelgroep van snelgroeiende innovatieve ondernemingen een zogenaamde 'moving target' is; het is een doelgroep die pas achteraf geïdentificeerd kan worden. Omdat mogelijke belemmeringen voor het vinden van externe financiering al spelen in fase voor de snelle groei, wil de raad de adviesvraag verbreden naar de groep van alle innovatieve ondernemingen die externe financiering zoeken voor innovatie en/of groei.

Ook een ander deel van de adviesvraag is verbreed. In dit advies wordt niet alleen gekeken naar risicokapitaal, maar worden ook andere vormen van privaat kapitaal beschouwd. Dit advies omvat zowel kredietverlening door banken als investeringen met risicokapitaal door durfinvesteerders. Overheidsfinanciering, zoals subsidies, contracten of fiscale aftrekmogelijkheden, wordt meegenomen waar relevant voor het verbeteren van de toegang tot privaat (risico)kapitaal.

De aanbevelingen richten zich primair op het ministerie van EL&I, maar daarnaast zal waar relevant ook aandacht worden besteed aan de rol van andere actoren.

1.2 Opbouw van het advies

Dit advies is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 2 wordt beargumenteerd waarom (snelgroeiende) innovatieve ondernemingen belangrijk zijn voor de economie. Vervolgens wordt ingegaan op de belemmeringen die zij ondervinden, en de rol van financiering daarin. In hoofdstuk 3 gaan we in op de werking van de kapitaalmarkt. Hoofdstuk 4 geeft een overzicht van het huidige beleid in Nederland. Ook interessante beleidsinitiatieven in het buitenland worden hier gepresenteerd. Hoofdstuk 5 gaat in op de actuele ontwikkelingen in Nederland, en in hoofdstuk 6 worden de knelpunten geanalyseerd waar een oplossing voor nodig is. De beleidsaanbevelingen hiervoor worden in hoofdstuk 7 gepresenteerd. In de bijlagen staan de adviesvraag van het ministerie van EL&I, de geraadpleegde literatuur en overzicht van de gesprekspartners.

2

Waarom is financiering van innovatie en groei belangrijk?

In dit hoofdstuk wordt eerst beargumenteerd dat innovatieve ondernemingen, en in het bijzonder groeiende innovatieve ondernemingen, een grote bijdrage leveren aan de groei van de arbeidsproductiviteit, en daarmee aan de economische groei. Daarna gaan we in op de mogelijke oorzaken voor het relatief lage aantal (groeiende) innovatieve ondernemingen in Nederland. Naast een gebrek aan ambitie en knelpunten op de arbeidsmarkt, blijkt financiering vooral voor jonge innovatieve ondernemingen (potentiële groeiers) een mogelijke belemmering te zijn.

2.1 Economische groei is arbeidsproductiviteitsgroei

Economische groei is de smeerolie van het overheidsbeleid. Ook in het huidige regeerakkoord wordt het belang van economische groei onderschreven: "De ontwikkeling en groei van de economie vormt de basis van onze werkgelegenheid, welvaart en voorzieningen".⁵ Hoe ontstaat economische groei? Een conceptueel model dat hiervoor vaak gebruikt wordt, onderscheidt twee determinanten:⁶ arbeidsinzet en arbeidsproductiviteit. In Nederland was de groeiende arbeidsinzet de drijvende kracht achter de economische groei in de jaren '90. Het aantal gewerkte uren stijgt de laatste jaren nog steeds, en is nu weer de drijvende kracht achter onze economische groei, die tussen 2005-2009 twee keer zo hoog was als het EU-15 gemiddelde en ook hoger dan die in de Verenigde Staten.⁷ Ook nu nog is het overheidsbeleid erop gericht om het aanbod van arbeid verder te vergroten, bijvoorbeeld via een verhoogde participatie van ouderen en vrouwen en een verhoging van de AOW/pensioenleeftijd. Echter, zeker op de langere termijn, is arbeidsproductiviteitsgroei de enige houdbare drijvende kracht achter de economische groei.⁸

Het niveau van de arbeidsproductiviteit in Nederland is echter al hoog. Qua inkomen per gewerkt uur zijn we nummer 4 in de wereld, ruim achter Luxemburg en Noorwegen en vlak achter België. En nog voor de Verenigde Staten, Frankrijk en Duitsland. Nederland doet het dus goed. Toch is er nog voldoende ruimte voor verbetering. De arbeidsproductiviteit bleef in Nederland constant tussen 2005 en 2009, tegenover een gemiddelde jaarlijkse groei van 0,5% in de EU-15 landen en 1,5% in de Verenigde Staten. Tussen 1995 en 2005 was de groei met gemiddeld 1,7% per jaar nog relatief hoog (de gemiddelde groei in de EU-15 was in deze periode 1,5% per jaar, in de VS 2,4% per jaar), dus deze stagnatie is van de laatste jaren.

⁵ Regeerakkoord VVD-CDA (2010) Vrijheid en verantwoordelijkheid

⁶ CBS (2009) Het Nederlandse ondernemingsklimaat in cijfers 2009

⁷ The Conference Board (2010) The 2010 productivity brief

⁸ McKinsey (2010) The Productivity Imperative

Groeiende arbeidsinzet was drijvende kracht achter economische groei...

...maar in de toekomst moeten we inzetten op arbeidsproductiviteitsgroei

Om een stabiele economische groei te realiseren moet de Nederlandse overheid inzetten op een groei van de arbeidsproductiviteit.

2.2 Hogere arbeidsproductiviteit door innovatie en groei

Zowel innovatie als ondernemerschap draagt bij aan de groei van de arbeidsproductiviteit. Innovatie is een van de belangrijkste pijlers van de arbeidsproductiviteitsgroei: naar schatting is ongeveer 40% van de arbeidsproductiviteitsgroei in Nederland het gevolg van innovatie.⁹ Innovatie leidt tot efficiëntere processen en/of tot meer waarde voor de samenleving. Naast innovatie heeft ook ondernemerschap een belangrijke invloed op de productiviteit van een land. Vooral op groei gerichte ('growth-oriented') ondernemingen dragen sterk bij aan de macro-economische groei.¹⁰ Bij deze op groei gerichte ondernemingen zijn het niet zozeer de gevestigde bedrijven die de drijver van economische groei zijn, maar zorgen met name de jonge ambitieuze ondernemingen voor groei.¹¹ Dit komt onder meer doordat de groei van gevestigde bedrijven vaak wordt verklaard door fusies en overnames, terwijl jonge bedrijven veelal een autonome groei doormaken.

Startende ondernemingen zijn niet per definitie productiever dan gevestigde ondernemingen. Integendeel, het blijkt dat de bijdrage aan het hoge productiviteitsniveau van startende ondernemingen laag is. Echter, hun bijdrage aan de productiviteitsgroei is veel groter.¹² Bij de meeste starters ligt het initiële niveau van de arbeidsproductiviteit onder het gemiddelde van hun sector, maar groeit deze daarna snel.¹³ Ondernemingen die doorgroeien dragen vervolgens bij aan de groei van de arbeidsproductiviteit van de gehele economie. Een studie naar ondernemingen die met risicokapitaal gefinancierd zijn geeft aan dat gemiddeld genomen de arbeidsproductiviteit daalt in de eerste jaren na de investering, maar dat na een jaar of vier een sterke groei van de productiviteit valt waar te nemen.¹⁴

Ondernemingen die marktkansen zien en zich onderscheiden van hun concurrentie, en daarnaast willen groeien, zullen deze marktkansen verzilveren en daarmee zorgen voor een groei van de onderneming. Op macroniveau leidt dit tot een proces van reallocatie van mensen en middelen van minder productieve ondernemingen naar productieve ondernemingen (conform het principe van 'creatieve destructie') en zodoende uiteindelijk tot een verhoging van de arbeidsproductiviteit. Ook kunnen groeiende ondernemingen de economie bevorderen door het effect dat ze hebben

9 Erken (2008) Productivity, R&D and entrepreneurship

10 Stam en Van Stel (2009) Types of Entrepreneurship and Economic Growth

11 Stam et al. (2010) Ambitious entrepreneurship, high growth firms and macroeconomic growth

12 Van Praag en Versloot (2007) What is the Value of Entrepreneurship? A Review of Recent Research

13 Law en McLellan (2005) The Contributions from Firm Entry, Exit and Continuation to Labour Productivity Growth in New Zealand

14 BVCA en NESTA (2010) From funding gaps to thin markets

Arbeidsproductiviteit groeit door
innovatie...

...en snelgroeiende
ondernemingen...

...door principe van creatieve
destructie

op bestaande ondernemingen in de markten waarin ze opereren: door de komst van nieuwe concurrenten zullen bestaande ondernemingen productiever worden, omdat ze anders uit de markt geconcentreerd worden. Groeiende ondernemingen zijn vaak pioniers in een nieuwe of opkomende industrie, en zijn daarmee belangrijk voor het ontstaan van een goed ondernemersklimaat en innovatief ecosysteem. Zij zorgen ervoor dat er een netwerk van ondersteunende diensten (consultancy, juridisch, etc.) ontstaat, dat de kapitaalmarkt beter functioneert op dit nieuwe terrein (gespecialiseerde analisten) en dat universiteiten en kennisinstellingen bekend raken met de nieuwe industrie. Ook kunnen groeiende ondernemingen ervoor zorgen dat innovaties snel in Nederland verspreid worden of ze zorgen ervoor dat maatschappelijke doelen (bijvoorbeeld kinderopvang, reïntegratie van werklozen, efficiënte energielevering) sneller en beter worden gerealiseerd dan in de publieke sector.¹⁵ Ten slotte kunnen succesvolle ondernemingen na de verkoop van hun onderneming private investeerders worden en daarmee een belangrijke bron vormen voor financiering en relevante expertise voor toekomstige ondernemers.¹⁶

Een beleid dat zich richt op groeiende en innoverende ondernemingen leidt tot een hogere productiviteitsgroei dan een beleid dat zich richt op alle ondernemers.

2.3 Innovatie en groei in Nederland

Innovatie en groei dragen bij aan productiviteitsgroei. Hoe presteert Nederland in internationaal opzicht op deze terreinen? Met betrekking tot innovatie presteert Nederland onder het Europese gemiddelde, volgens de gangbare indicatoren. De investeringen in innovatie blijven ver achter en het percentage bedrijven dat innoveert blijft licht achter.¹⁷ Innovatie is meer dan onderzoek en ontwikkeling. Interessant is dat wanneer een bredere indicator van investeringen in innovatie wordt gehanteerd, Nederland internationaal bij de koplopers blijkt te horen.¹⁸

Ook met betrekking tot groei blijft Nederland achter. Groei wordt vaak afgemeten aan het aandeel snelle groeiers in de economie. Op deze indicator scoort Nederland al jaren laag tot gemiddeld. Het percentage snelgroeiende bedrijven op basis van *werkgelegenheid* bedraagt 11,0% in de meest recente meting (periode 2004-2007). Nederland scoort hiermee iets boven gemiddeld ten opzichte van een aantal benchmark landen. Er is in deze laatste meting sprake van een duidelijke verbetering ten

15 Stam en Gerritsen (2009) *Gazellen in de Lage Landen*

16 Cowling et al. (2009) *The "Virtuous Circle" of Informal Investment Activity: Evidence from the UK*

17 Europese Commissie (2010) *European Innovation Scoreboard (EIS) 2009*. De score van Nederland op de indicator 'Business R&D expenditures (% of GDP)' is 0,89 tegenover 1,21 voor EU27 (2008). De score van Nederland op de indicator 'Non-R&D innovation expenditures (% of turnover)' is 0,29 tegenover 1,03 voor EU27 (2006).

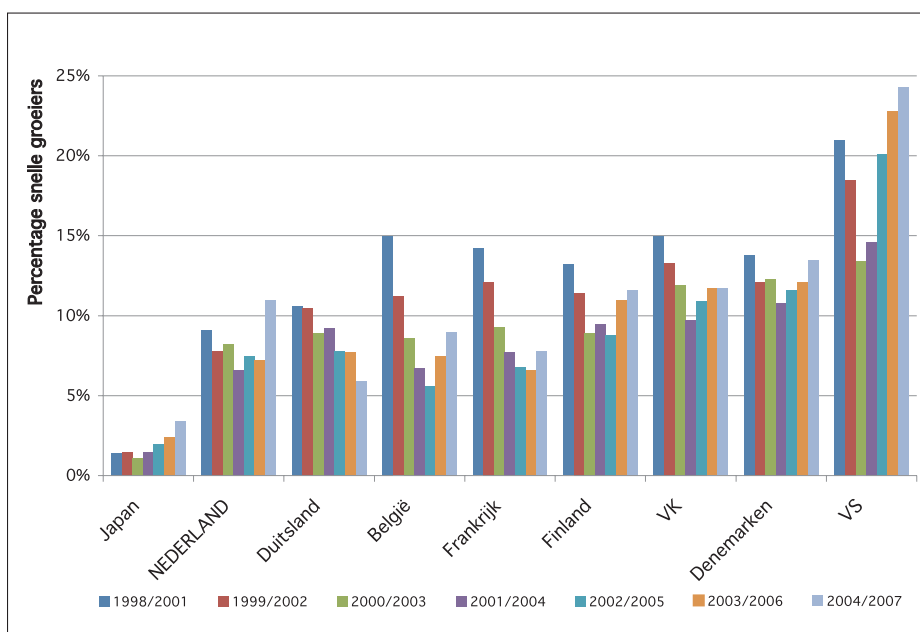
18 The Conference Board (2010) *Intangible Capital in the Netherlands and its Implications for Future Growth*. 'Intangible capital' omvat naast investeringen in R&D ook investeringen in publiek onderwijs, marketing, training en organisatorische veranderingen. Met name op deze laatste aspecten investeert Nederland relatief veel.

Nederland blijft achter met snelle groeiers...

...en jonge innovatieve
 ondernemingen in R&D intensieve
 sectoren

opzichte van vorige metingen. Gemiddeld genomen over de laatste zeven metingen blijft Nederland achter ten opzichte van de andere landen (zie Figuur 1).

De uitdaging voor Nederland is dus enerzijds om de investeringen in innovatie te verhogen en anderzijds om het aandeel snelle groeiers te verhogen. Een sleutel hiervoor ligt bij jonge innovatieve ondernemingen. Het blijkt dat een groot deel van het verschil in R&D uitgaven tussen Europa en de Verenigde Staten te verklaren valt doordat Europa minder jonge innovatieve ondernemingen in R&D-intensieve sectoren heeft.¹⁹ Snelgroeiende bedrijven komen in Nederland het meest voor in zakelijke dienstverlening, en daarbinnen vaak ICT-dienstverlening.²⁰



Figuur 1. Percentage snelle groeiers o.b.v. werkgelegenheid (1998-2007)²¹

Hieronder wordt ingegaan op de redenen om te innoveren en/of te groeien, en worden de belangrijkste belemmeringen in kaart gebracht.

Waarom innoveren en/of groeien ondernemingen?

Waarom innoveren ondernemingen? Innovatie is een middel, geen doel.

Ondernemingen innoveren om hun bestaansrecht te behouden. Innovatie is nodig om bijvoorbeeld onderscheidend vermogen te creëren, concurrenten te kunnen voor-

¹⁹ Europese Commissie (2010) Monitoring industrial research: the 2010 EU industrial R&D investment scoreboard. In de top 1.000 van R&D intensieve ondernemingen wereldwijd zitten 287 resp. 340 ondernemingen uit Europa resp. de VS. Het aandeel jonge ondernemingen (gedefinieerd als: opgericht na 1975) is in Europa veel lager (17,8%) dan in de VS (54,4%).

²⁰ Stam en Gerritsen (2009) Gazellen in de Lage Landen

²¹ EIM (2010) Internationale benchmark ondernemerschap 2010 en EIM (2008) Internationale benchmark ondernemerschap. Het gaat hier om het percentage van de ondernemingen met 50 tot 1.000 werknemers die een minimale groei van 60% in aantal medewerkers over een periode van 3 jaar hebben gerealiseerd.

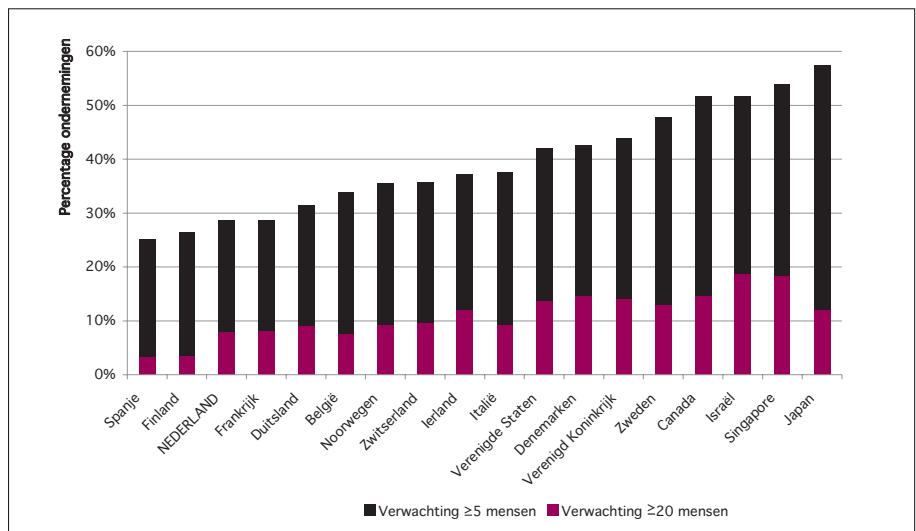
...en groeien omdat ze willen

blijven, in te spelen op nieuwe en/of veranderende klantbehoeften, processen te vernieuwen, efficiëntie te verhogen en kosten te verlagen.

Waarom groeien ondernemingen? Ook deze vraag houdt vele economen bezig. Uit onderzoek blijkt dat de volgende strategische kenmerken onderscheidend zijn voor snelgroeiende ondernemingen:²²

- expliciete groeiambitie
- innovatie
- samenwerking
- sterke internationale oriëntatie vanaf het begin ('born global')

Snelgroeiende ondernemingen zijn dus innovatief, internationaal georiënteerd en werken samen met anderen. Maar bovenal hebben ze een expliciete groeiambitie. Ondernemingen groeien omdat ze willen groeien. In een uitgebreid literatuuronderzoek wordt geconcludeerd dat: "...there is compelling evidence that the owner-manager's growth motivation, communicated vision and goals have direct effects on the firm's growth..".²³ Met name op dit aspect blijft Nederland volgens velen achter ten opzichte van het buitenland. Dit beeld wordt ondersteund door het Global Entrepreneurship Monitoring report van 2009, waarin is gekeken naar de verwachtingen ten aanzien van de groei van het aantal werknemers bij jonge ondernemingen. Deze indicator geeft een beeld van de groeiambitie van ondernemingen. Hier scoort Nederland laag ten opzichte van landen om ons heen (zie Figuur 2).



Figuur 2. Percentage jonge ondernemingen dat verwacht mensen aan te nemen (periode 2004-2009)²⁴

²² Van Praag et al. (2009) Waarom groeien sommige bedrijven sneller dan andere? en EIM (2009) Springen over de grens
²³ Davidsson et al. (2005) Research on Small Firm Growth: A Review. Dit wordt voor Nederland bevestigd in een studie van Zhou en De Wit (2009) Determinants and dimensions of firm growth
²⁴ Bosma en Levie (2010) Global Entrepreneurship Monitor 2009 Global report. Deze indicator geeft aan welk deel van de bevolking tussen 18-64 jaar dat ofwel actief bezig is een onderneming te starten of zojuist heeft gestart (tot 42 maanden) verwacht binnen 5 jaar meer dan 5 resp. 20 mensen in dienst te hebben.

Nederland heeft relatief weinig ondernemers met groeiambitie

Minder dan 30% van de jonge ondernemingen in Nederland verwacht meer dan 5 mensen aan te nemen, terwijl dit percentage boven de 40% ligt in landen als de VS en de VK en zelfs boven de 50% in landen als Canada, Japan en Israël. In een ander Europees onderzoek is gevraagd aan burgers of zij een vriend die net een onderneming heeft gestart zouden adviseren om zo snel mogelijk te groeien. Waar 17% van de gemiddelde EU-inwoners dit zou doen, 14% van de Chinezen en Amerikanen, en zelfs 41% van de Fransen, is dit percentage in Nederland slechts 12%.²⁵

Groeiambitie is belangrijk

Vanuit het perspectief van verhoging van de productiviteit zou Nederland dus meer ondernemers met groeiambitie nodig hebben.²⁶ De vraag is dan waarom er in Nederland niet meer ondernemers met groeiambitie zijn. Hiervoor is geen eenvoudig antwoord te vinden.²⁷ Er zijn veel mogelijke verklarende factoren, die te maken hebben met aspecten als cultuur, het imago van succesvolle ondernemers, het onderwijsstelsel, het immigratiebeleid, het fiscale systeem, het inkoopbeleid van de overheid en de werking van de Nederlandse arbeidsmarkt.

Gebrek aan ambitie

Professor Mirjam van Praag (UvA): "Wij hebben weinig snel groeiende ondernemingen in vergelijking met andere landen. Veel Nederlandse ondernemers hebben ook niet de ambitie om door te groeien. Vaak is het daarvoor ook nodig om een deel van de zeggenschap in de eigen onderneming op te geven. Dat vinden Nederlandse ondernemers moeilijk. Ook wordt dat belemmerd door de Nederlandse wet- en regelgeving. De wet- en regelgeving met betrekking tot ontslag en doorbetalen bij ziekte, maakt het aannemen van personeel een erg risicovolle onderneming voor kleine bedrijven. In de huidige kenniseconomie die in belangrijke mate drijft op menselijk kapitaal (dus personeel) belemmert dit veel ondernemers in hun groei. Verder geldt dat de cultuur in Nederland er een is van werknemers, niet van ondernemers."²⁸

De vraag waarom er niet meer ondernemers met groeiambitie zijn ligt buiten de scope van dit advies, maar verdient wel de maximale aandacht van de beleidsmakers. Hierna richten we ons op die groep van ondernemingen die wel de ambitie hebben om te innoveren en groeien.

2.4 Belemmeringen voor innovatie en groei

De ondernemingen die wel de ambitie hebben om te innoveren en/of groeien, stuiten vervolgens mogelijk op verschillende belemmeringen. In het algemeen noe-

²⁵ The Gallup Organisation (2009) Entrepreneurship in the EU and beyond

²⁶ Deze conclusie wordt onderschreven in een aantal andere onderzoeken, zoals: WRR (2008) Innovatie vernieuwd; Von Dewall (2007) Vermogen om de ondernemen

²⁷ Onderzoek van EIM naar determinanten van groeiambitie toont een sterk verband tussen groeiambitie en de motivatie om de onderneming te starten. Ondernemers die vanuit kansen starten (opportunity-driven) hebben vaker een hogere ambitie dan ondernemers die vanuit noodzaak starten (necessity-driven). Zie EIM (2007) Snelle groeiers zijn ambitieus en EIM (2008) What Determines the Growth Ambition of Dutch Early-Stage Entrepreneurs?

²⁸ http://www.ondernemersplein.nl/kennismaken_met_ondernemen/vier_vragen_aan/mirjam_van_praag

Geen eenvoudig antwoord op de vraag hoe dit komt...

...maar vraag verdient maximale aandacht van beleidsmaker

Administratieve lasten en personeel grootste belemmeringen voor groei...

...gevolgd door toegang tot
kapitaal

men MKB-ondernemingen administratieve lasten en gebrekkige beschikbaarheid van goed personeel het meest als belemmering.²⁹ Specifiek voor technologiebedrijven is schaarste aan goed personeel de meest genoemde belemmering (50%), gevolgd door toegang tot kapitaal (27%). VNO-NCW en MKB-Nederland hebben in 2009 een top-10 van overheidsacties opgesteld die de belemmeringen voor doorgroei moeten wegnemen. Ook hier nemen personeel en kapitaal een prominente plek in.³⁰

Naar aanleiding van de economische crisis onderzoekt EIM in opdracht van het ministerie van EL&I meerdere malen per jaar de financieringsbehoefte van het MKB. Het blijkt dat de behoefte aan externe financiering redelijk constant ligt op 15-20% van alle MKB bedrijven. Ongeveer de helft van de bedrijven kreeg de gewenste financiering.³¹ Banken zijn verreweg de belangrijkste bron van financiering (ongeveer 90%). Grotere bedrijven krijgen vaker de gevraagde financiering dan kleine bedrijven. Er blijkt ook een verschil te zijn tussen sectoren; vooral in de sectoren horecabe-drijven, uitzendbedrijven, software- en IT-bedrijven en de metaalindustrie bleek in 2009 de financieringsbehoefte hoog maar de verkrijgbaarheid van kapitaal slecht.³²

Het grootste deel van de ondernemingen financiert hun investeringen uit eigen middelen. Ondernemers met een snelgroeiend bedrijf zoeken vaker naar externe financiering dan gevestigde bedrijven. De mate van succes verschilt nauwelijks tussen beide groepen.³³ Snelle groeiers hebben wel duidelijk behoefte aan grotere bedragen. Zoeken gevestigde bedrijven voor 5% naar financieringen boven de 1 miljoen euro, bij snelle groeiers ligt dit percentage op bijna 50%. De meeste financiering komt vanuit banken, maar snelle groeiers maken wel iets meer gebruik van risicoka-pitaal (6%) dan gevestigde bedrijven (1%).

Kapitaal kan vooral voor jonge innovatieve ondernemingen een belemmering zijn.³⁴ Naar schatting lukt het 4% van de ondernemingen niet om kapitaal te vinden voor hun investeringen.³⁵ Hierbij gaat het vaak om jonge ondernemingen, met weinig eigen vermogen en relatief kleine kredieten. Naast problemen met het verkrijgen van financiering zijn ook te hoge kosten, economische onzekerheid en marktonzekerheid

²⁹ EIM (2008) De grootste knelpunten van MKB- en technologiebedrijven

³⁰ De top 10 van overheidsacties is: (1) Flexibele arbeidsmarkt; (2) Werkgeverschap gemakkelijker maken; (3) Minder administratieve lasten rond de loonadministratie; (4) Goede toegang tot kapitaal; (5) Internationaal zakendoen; (6) Innovatie bevorderen; (7) Meer kansen voor kleinere bedrijven bij aanbestedingen overheid; (8) Meer fysieke ruimte om te groeien; (9) Beter toezicht lokale overheden; (10) Beter vergunningverlening lokale overheden (zie <http://ikregeer.nl/document/kst-31311-31?format=pdf>)

³¹ Zie: EIM (2010) Financieringsmonitor MKB, Het financieringsklimaat van juli 2010, EIM (2010) Update Financieringsmonitor MKB September 2009 en EIM (2010) Financieringsmonitor MKB: Tussenmeting financieringsklimaat April 2010. Het aantal bedrijven dat de gewenste financiering kreeg was in 2009 lager (45% in december 2009) dan in 2008 (72% in december 2008) en stabiliseert in 2010 (47% in april 2010).

³² EIM (2009) Ongelijk verdeeld: Financieringsproblemen in het MKB

³³ EIM (2009) Financieringsmonitor Groei: Gevestigde bedrijven en snelle groeiers vergeleken

³⁴ Zie onder meer: Von Dewall (2007) Vermogen om te ondernemen; Schneider en Veugelers (2010) On young highly innovative companies: why they matter and how (not) to policy support them; Canepa en Stoneman (2008) Financial constraints to innovation in the UK: evidence from CIS2 and CIS3

³⁵ Von Dewall (2007) Vermogen om te ondernemen en EIM (2005) Financiering van bedrijfsinvesteringen problematisch, of niet?

mogelijke oorzaken om investeringen uit of af te stellen. Natuurlijk zit er een relatie tussen deze oorzaken: marktonzekerheid en toegang tot kapitaal hangen bijvoorbeeld nauw samen. Financiële belemmeringen versterken, of worden versterkt, door andere belemmeringen.³⁶ Innovatieve ondernemingen in de life sciences sector geven ook aan dat het vinden van financiering een van de belangrijkste uitdagingen is: *“Still, entrepreneurs name attracting start-up and growth funding as one of their main challenges”*.³⁷ Ondernemers in de creatieve industrie geven aan dat: *“Kapitaalverstrekking ten behoeve van het opschalen van kansrijke innovaties sluit onvoldoende aan bij het verdienmodel en de strategische horizon van de overwegend kleinschalige bedrijven in de creatieve industrie”*.³⁸

Conclusie: financiering mogelijke belemmering voor jonge innovatieve ondernemingen

De conclusie is dat er meerdere mogelijke belemmeringen zijn voor ondernemingen bij het realiseren van hun ambities ten aanzien van innovatie en/of groei, waarbij personeel, administratieve lasten en toegang tot kapitaal de belangrijkste zijn. In het algemeen is de toegang tot kapitaal niet hét probleem. Echter, voor jonge innovatieve ondernemingen kan het een serieuze uitdaging zijn. En ook al gaat het naar schatting maar om een klein deel van deze groep die echte knelpunten ondervindt, toch is het een relevant beleidsprobleem, omdat deze groep een meer dan evenredige bijdrage kan leveren aan de economische groei.

Verborggen kampioenen: vooral financiering uit eigen middelen

De ‘verborgen kampioenen’ (hidden champions) van onze economie zijn de middelgrote, onbekende bedrijven die stilletjes en onopgemerkt wereldmarktleider zijn geworden in hun branche. Volgens bedenker (Hermann Simon) vormen zij de ruggegraat van de economie en zijn ze verantwoordelijk voor veruit het grootste deel van de export van landen als Duitsland en Nederland. Hun kenmerken zijn: innovatief, internationaal actief/export, samenwerken en groei (gemiddeld 10% per jaar). Maar ook: ze financieren investeringen vooral uit eigen middelen.³⁹ Een voor het grote publiek onbekende snelle groeier, VLC, gaf midden in de crisis in 2009 aan:⁴⁰ *“Wij openen binnenkort onze derde vestiging. Mensen vragen zich af hoe zo iets kan in deze tijden. Een verklaring is dat wij de juiste keuzes hebben gemaakt rondom partnerships, brancheonafhankelijkheid, groeistrategie en organisatorische inrichting. Wij doen geen gekke dingen. We hebben een zeer beperkte overhead. Onze groei is autonoom, we zijn volledig gefinancierd met eigen vermogen.”*⁴¹

³⁶ Mohnen et al. (2008) Financial Constraints and Other Obstacles: Are they a Threat to Innovation Activity?

³⁷ High Profile Group (2010) Cahier no. III: Creating wealth, delivering health. Value creation in life sciences and health

³⁸ Regiegroep Creatieve Industrie (2010) Waarde van creatie: voorstel innovatieprogramma

³⁹ Simon (2009) Hidden Champions van de 21^e eeuw

⁴⁰ VLC International B.V. is opgericht in 1996. Na een aantal moeilijke jaren in de dotcom crisis is de onderneming gaan groeien naar 100 medewerkers nu. Met vijf vestigingen, waarvan een in het buitenland. De onderneming staat nu op nr. 6 in de Deloitte Fast50 2010 en stond nr. 37 in FD Gazellen 2009 (toen nog met 68 medewerkers).

⁴¹ <http://www.automatiseringgids.nl/Artikelen/2009/25/Mijn%20crisis.aspx?pagnr=2>

3

Financiering van innovatie en groei

In dit hoofdstuk gaan we in op de financiering van innovatie en groei. Hoe zit de kapitaalmarkt in Nederland in elkaar? Welke afwegingen worden gemaakt door ondernemingen en door kapitaalverschaffers? Waar treden knelpunten op? Dit hoofdstuk beschrijft het belang van een goede verhouding tussen risico en rendement, de werkwijze van banken en durfinvesteerders en het fenomeen van de ‘vallei des doods’.

3.1 Verschillende mogelijkheden voor financiering

Een onderneming die wil investeren in innovatie en/of groei heeft verschillende mogelijkheden om hiervoor financiering te vinden, te weten:

- Interne financiering, op basis van ingehouden winsten
- Kredieten, vreemd vermogen voornamelijk afkomstig van banken
- Privaat risicokapitaal, extra eigen vermogen in ruil voor zeggenschap
- Aandelenkapitaal, extra eigen vermogen door aandelen via de beurs uit te geven

De voorkeur van de meeste ondernemingen gaat uit naar interne financiering, maar voor jonge bedrijven die weinig of geen kasstromen genereren is dit onmogelijk en ook voor bedrijven die geen winst maken is dit een probleem. Voor ondernemingen die over voldoende zekerheden beschikken (zicht op kasstromen, goede krediet-historie, voldoende onderpand) zijn kredieten over het algemeen geschikt.⁴² Risico's worden in principe verwerkt in de prijs (rentetarief) die een bank berekent voor de kredietverlening.⁴³ Omdat banken een vast rendement ontvangen op het krediet (de rentebetalingen) zijn ze voornamelijk bezorgd om het risico dat deze rentebetalingen niet gedaan kunnen worden ('downside risk'). De aanwezigheid van (zicht op) kasstromen en zekerheden is dus essentieel voor een bank. Wanneer deze ontbreken, dan is privaat risicokapitaal de meest geschikte en vaak enige optie.⁴⁴

Als interne financiering niet mogelijk is, dan naar bank voor krediet of durfinvesteerder voor risicokapitaal

Bank wil zekerheden en kasstromen

⁴² In dit advies zullen we steeds spreken over kredieten, waar ook leningen mee bedoeld kunnen worden. Het verschil tussen een lening en een krediet is dat bij een lening het kapitaal onmiddellijk beschikbaar wordt gesteld en op vooraf bepaalde momenten wordt terugbetaald, terwijl een krediet het recht geeft om gedurende een bepaalde periode over een bepaald bedrag te beschikken.

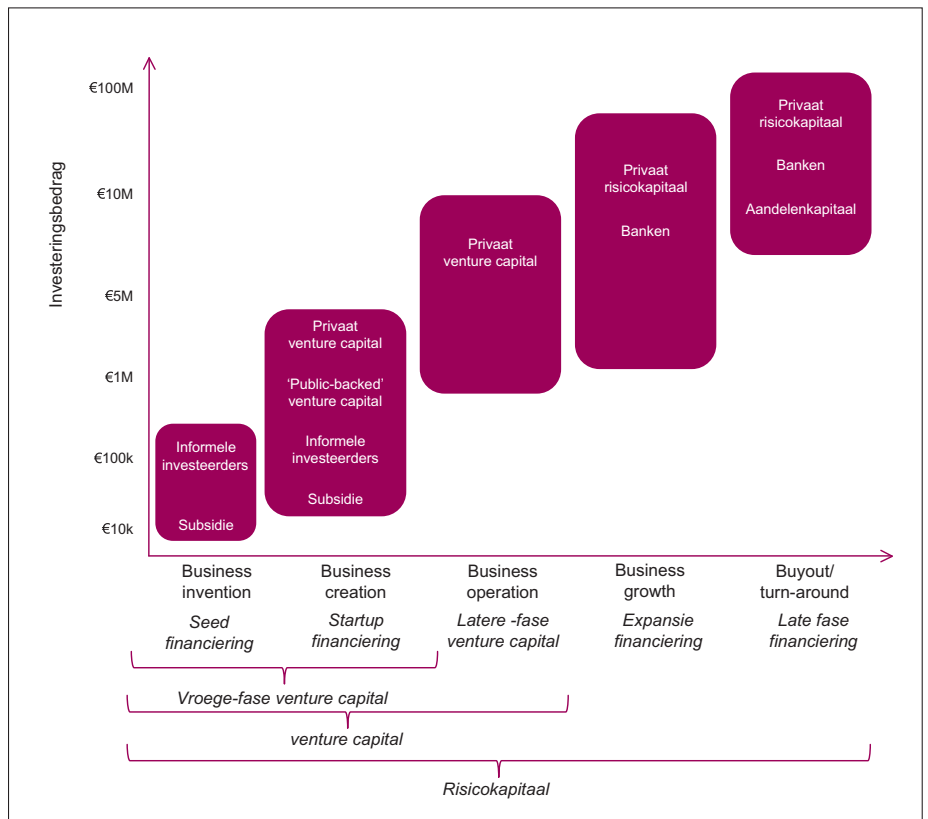
⁴³ Het rentetarief wordt opgebouwd uit drie componenten: een referentietarief (gebaseerd op het tarief dat bank zelf betaalt om kapitaal aan te trekken), een risico-opslag voor de bank (gebaseerd op de eigen financiële soliditeit en liquiditeit, maar ook op de ontwikkeling van de financiële markten) en een individuele klantopslag. Deze laatste wordt vooral bepaald door de vooruitzichten van een onderneming, het reeds aangetrokken vreemd vermogen en de zekerheden voor de financiering. Uit: Boonstra en Groeneveld (2010) Fabels en feiten over de mkb-dienstverlening.

⁴⁴ Wat is risicokapitaal? Volgens de Kamer van Koophandel: "Risicokapitaal is geld dat anderen in uw bedrijf investeren. Daarbij nemen zij meer risico dan met een gewone lening. Zij krijgen namelijk geen regelmatige aflossingen, zoals de bank, maar kopen een aandeel in uw bedrijf. Zij delen zo direct mee in het bedrijfsrisico: als uw bedrijf geen succes is, zijn zij hun investering kwijt." Andere veel gebruikte termen voor risicokapitaal zijn risicodragend vermogen, risicodragend kapitaal, durfkapitaal, venture capital en private equity.

Als deze er niet zijn, dan risicokapitaal

Dit geldt bij uitstek voor bedrijven die lang en veel moeten investeren voordat er omzet kan worden geboekt en de kasstromen positief worden.

Er bestaat geen eenduidige definitie van de verschillende begrippen ten aanzien van risicokapitaal. In dit advies hanteren we het begrip *risicokapitaal* als het gaat om alle investeringsfasen, vanaf het eerste idee tot en met de volwassen onderneming. Specifiek voor de beginfase tot aan de expansie van de onderneming hanteren we het begrip *venture capital*. In de onderstaande figuur worden de verschillende segmenten van het systeem van risicokapitaal in Nederland weergegeven, en wordt ook een indicatie van de typische investeringsgrootte per segment gegeven.



Figuur 3. Verschillende segmenten in kapitaalmarkt⁴⁵

3.2 Risico en rendement

Investeringsbeslissingen worden gemaakt op basis van de verhouding tussen risico en rendement. Een aantal factoren is van invloed op de risico/rendement verhouding.⁴⁶

⁴⁵ Eigen bewerking, gebaseerd op NVP (2010) De Nederlandse Private Equity Markt in 2009, Pierrakis en Westlake (2009) Reshaping the UK Economy: the role of public investment in financing growth en Närfelt (2009) Valorisation of R&D. Met dank aan NVP voor verbeteringsuggesties.

⁴⁶ Gebaseerd op onder meer Van Tilburg (2009) Finance for Innovation en SEO (2009) De kapitaalmarkt voor duurzame projecten.

Investeren op basis van verhouding risico en rendement

Probleem bij vermijdbare risico's...

- *Innovatief karakter*: innovatieve projecten impliceren een hoger risico, zowel technologisch (kan het?) als commercieel (is er een markt voor?)
- *Lange investeringshorizon*: bij projecten waarbij de inkomsten zich in de (verre) toekomst voordoen, is de mate van onzekerheid over het rendement groter en dus het risico hoger. Oorzaken voor deze onzekerheid zijn onder meer institutionele factoren (zoals veranderende wet- en regelgeving) en commerciële factoren (opkomst van (internationale) concurrentie). Deze factoren spelen relatief vaak bij projecten in de life sciences en Cleantech.
- *Onderpand*: onderpand fungeert als een verzekering voor de financier en een gebrek hieraan verhoogt dus het risico.

Op zichzelf hoeft het geen probleem te zijn als projecten een hoog risico hebben. Het probleem ontstaat wanneer ofwel deze risico's *vermijdbaar* zijn ofwel deze risico's *niet goed ingeschat* worden. Vermijdbare risico's zorgen ervoor dat projecten die rendabel zouden kunnen zijn niet worden gestart. Een slechte inschatting van het risico kan aan de ene kant tot gevolg hebben dat financiers een te hoge risico-inschatting maken en dat dus rendabele projecten niet worden opgestart. Aan de andere kant kan het ook betekenen, zoals voor de crisis is gebeurd, dat een te lage risico-inschatting wordt gemaakt waardoor projecten worden opgestart die eigenlijk niet opgestart zouden moeten worden.

...en slechte inschatting risico's

Vermijdbare risico's moeten voorkomen worden

Veel projectvoorstellen bevatten risico's die vermijdbaar zijn. Durfinvesteerders kijken naar een groot aantal risicofactoren, zowel *intern* (bijv. kwaliteit en ambitie van management, afhankelijkheid van sleutelpersonen, technologische risico's) als *extern* (bijv. regelgeving, overheidsbeleid, concurrentie).⁴⁷ Risico kan worden gezien als een subjectieve inschatting van de mate van onzekerheid en de bijbehorende gevolgen.⁴⁸ Risico's kunnen beïnvloed en beheerst worden, wat de reden is dat sommige durfinvesteerders in projecten investeren waar anderen dat niet doen. Omdat zij denken dat zij met de inbreng van hun specifieke kennis, ervaring en netwerken bepaalde risico's kunnen verlagen. Daarom willen zij (mede)zeggenschap hebben ten aanzien van de belangrijke strategische beslissingen die door de onderneming worden genomen. Banken doen dit over het algemeen niet; zij beschouwen risico's als een gegeven feit.

Overheden spelen ook een rol in het vermijden van risico's. Met name in lange investeringstrajecten waarbij de overheid een belangrijke rol speelt (bijvoorbeeld als het gaat om duurzame energie of gezondheidszorg), kan de overheid door het zijn van een betrouwbare lange termijn partner een aantal risico's reduceren. Vooral consistentie van beleid is hierbij belangrijk, bijvoorbeeld ten aanzien van regelge-

⁴⁷ Een verschaffer van risicokapitaal wordt ook wel Limited Partner (LP) genoemd, terwijl degene die de investeringen maakt een durfinvesteerder of participatiemaatschappij wordt genoemd. Een durfinvesteerder haalt dus kapitaal op bij een LP en investeert dit in een of meerdere ondernemingen.

⁴⁸ Kukler (2006) The EC movement, or the quantitative turn in banking: a case study of The virtual turn in society

Durfinvesteerders kunnen risico's
beïnvloeden en beheersen,
banken niet

Informatieasymmetrie en hoge informatiekosten kunnen leiden tot slechte inschatting van risico's

Banken schatten risico's van innovatie te hoog in

ving, normeringen en kennis- en innovatieagenda's.⁴⁹ Maar ook consistentie in het financiële beleidsinstrumentarium is van belang.

Risico-inschatting gaat gepaard met informatiekosten

Een slechte inschatting van het risico kan ontstaan als er sprake is van informatieasymmetrie (de investeerder heeft niet dezelfde informatie als de onderneming die op zoek is naar financiering) en als de kosten om deze informatie te verkrijgen (te) hoog zijn. Factoren die een grote invloed hebben op deze informatiekosten zijn:

- *Lage verifieerbaarheid van informatie:* bij investeringen in complexe producten of processen is het lastig om de informatie over rendement en risico te verifiëren. Hiervoor is specialistische kennis vereist. Dit speelt relatief vaak bij investeringen in innovatieve projecten.
- *Gebrek aan track-record:* een track-record geeft informatie over de onderneming die de investering wil doen. Een gebrek hieraan leidt tot een toename van de kosten om de investering te beoordelen. Dit probleem speelt vooral bij jonge ondernemingen.
- *Gebrek aan onderpand of eigen middelen:* met onderpand of investeringen met eigen middelen zet de onderneming zijn eigen bezittingen op het spel waardoor het risico dat slechte voorstellen als goede voorstellen worden gepresenteerd (het klassieke 'moral hazard' probleem) afneemt. Gebrek aan onderpand speelt voornamelijk bij jonge ondernemingen die nog geen kasstromen hebben.

Banken hebben moeite om waarde van innovatie in te schatten

Wanneer een bank een kredietaanvraag afwijst blijkt vaak een van de volgende aspecten een rol te spelen:⁵⁰

1. Er is een onvoldoende vertrouwen in de ondernemingsleiding,
2. Het gaan om een minder goed renderende branche,
3. Er is onvoldoende onderpand.

Sinds het uitbreken van de economische crisis schatten banken de marktverwachtingen pessimistischer in dan enkele jaren geleden en dus schatten ze de risico's hoger in. Vaak terecht, maar soms ook onterecht door het gebrek aan kennis over de betreffende branche. Dit speelt relatief vaak bij innovatieve ondernemingen. Banken hebben sowieso moeite om de waarde hiervan in te schatten. Uit onderzoek blijkt dat banken een te conservatieve inschatting maken van de waarde van immateriële vaste activa (zoals R&D) waardoor de kredietverlening aan innovatieve ondernemingen onnodig beperkt wordt.⁵¹

⁴⁹ Zie onder meer SEO (2009) De kapitaalmarkt voor duurzame projecten, voor een analyse van het belang van consistent overheidsbeleid voor financiering van duurzame energie.

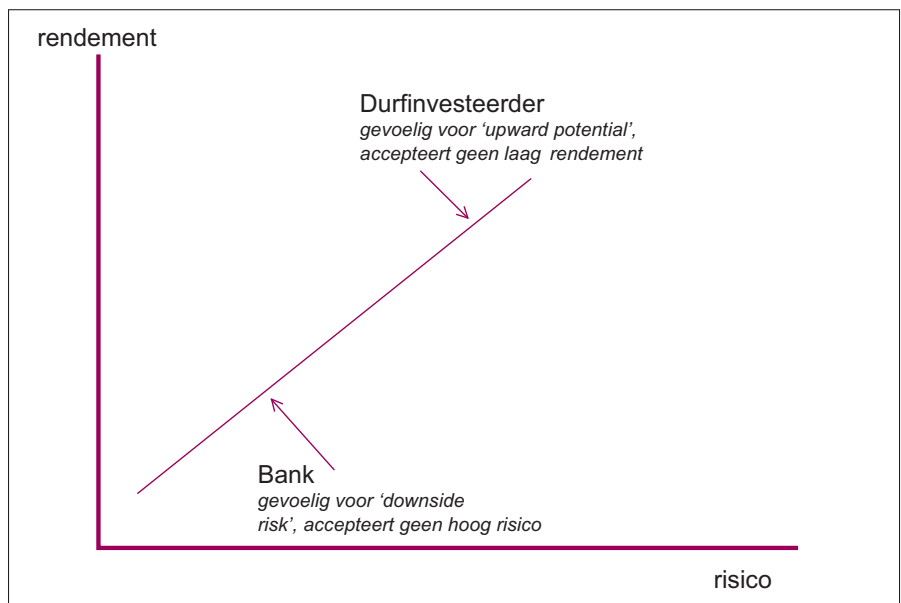
⁵⁰ Von Dewall (2007) Vermogen om te ondernemen

⁵¹ Ridders (2010) Empirical Essays on Credit Risk Modeling

**Durfinvesteerder kijkt naar
potentie en ambitie om
(internationaal) op te schalen**

Durfinvesteerders willen risico's beheersen en wachten ontwikkelfase af

Net als banken kijken ook durfinvesteerders naar de verhouding tussen risico en rendement. Durfinvesteerders zijn primair geïnteresseerd in hoge potentiële opbrengsten ('upward potential') en eisen een hoog potentieel rendement als compensatie voor het hoge risico dat zij nemen. De potentie en ambitie om (internationaal) op te schalen is voor een durfinvesteerder van groot belang. In Figuur 4 wordt dit geïllustreerd. Zo lang een onderneming nog in een ontwikkelingsfase zit, durven veel durfinvesteerders nog niet in te stappen. Ofwel het risico op (technische) mislukking is te groot ofwel het risico is nog niet in te schatten en (dus) niet te beheersen. Durfinvesteerders willen het liefst zicht hebben op een marktintroductie; pas als ze overtuigd zijn dat de onderneming een product of dienst levert dat een concreet probleem oplost en dat veel beter doet dan de huidige oplossingen, zal een durfinvesteerder bereid zijn te investeren. Tot deze tijd is er terughoudendheid, tenzij de durfinvesteerder denkt de onderneming dusdanig te kunnen coachen en helpen bij de ontwikkelingsfase, dat de risico's afnemen en de kans op succes veel groter wordt.



Figuur 4. Voorkeur banken en durfinvesteerders ten aanzien van risico en rendement

Privaat risicokapitaal is 'slim geld'

Het voordeel van durfinvesteerders is ze niet alleen financiële middelen ter beschikking stellen maar ook op andere manieren ondersteuning kunnen bieden. Privaat risicokapitaal wordt daarom ook wel 'slim geld' genoemd. De durfinvesteerder stelt ook zijn eigen kennis, ervaring en netwerk ter beschikking aan de onderneming en verhoogt zo de kans op succes. Dit is vooral belangrijk voor jonge innovatieve ondernemingen, die veel baat kunnen hebben bij deze inbreng.⁵²

⁵² Uit onderzoek blijkt dat bijvoorbeeld dat financiering met risicokapitaal de opbouw van 'absorptive capacity and permanent in-house R&D efforts' verhoogt (Da Rin en Penas (2007) The effect of venture capital on innovation strategies)

Risicokapitaal is 'slim geld'

Durfinvesteerder houdt altijd de exit in de gaten

Financieringsproblemen grootst in de 'vallei des doods'...

Exits zijn essentieel voor durfinvesteerders

Investerings in risicokapitaal leveren pas rendement op als de durfinvesteerder het aandeel in de onderneming na een bepaalde periode (vaak 5 tot 7 jaar) verkoopt.⁵³ Dit wordt de exit genoemd. Op dat moment weet de durfinvesteerder wat het rendement is op de investering, en kan dit (na aftrek van de management fee voor de fondsmanager) terugvloeden naar de kapitaalverschaffer. Exits zijn daarom essentieel voor durfinvesteerders. Zoals een van de geïnterviewde durfinvesteerders het treffend zei: *“Een durfinvesteerder kun je herkennen aan het feit dat hij achteruit binnen komt lopen: hij houdt namelijk altijd de exit in de gaten”*.

3.3 De vallei des doods

Op basis van bovenstaande opsomming van belemmeringen wordt duidelijk waarom vooral jonge innovatieve ondernemingen de grootste problemen hebben met het verkrijgen van externe financiering. De problemen zijn het grootst in de zogenaamde 'vallei des doods' (valley of death). Hier is de beschikbaarheid van privaat risicokapitaal het laagst. Het ontbreken van voldoende aanbod risicokapitaal in deze fase wordt ook wel de 'equity gap' genoemd. De omvang van deze equity gap is de laatste jaren toegenomen: waar in 2004 de grens rond 2,5 miljoen euro lag, ligt deze nu naar schatting rond 5 miljoen euro, en in sommige (kapitaalintensieve) sectoren wellicht nog hoger.⁵⁴ Een belangrijke oorzaak hiervoor is dat banken zich terug hebben getrokken uit dit segment.⁵⁵

De vallei des doods

De financieringsproblemen van jonge innovatieve ondernemingen zijn het grootst in de fase na de start en voor de commercialisatie. Er zijn nog nauwelijks of geen inkomsten en de investeringen zijn te groot om te kunnen volstaan met interne financiering of overheidssubsidies. Dit wordt ook wel de *valley of death* genoemd. Ondernemers kunnen niet meer terecht bij de 3F's (family, friends & fools) en bevinden zich voor banken nog in een te risicovolle fase. Ze kunnen dus eigenlijk alleen bij durfinvesteerders terecht. Maar ook veel durfinvesteerders vinden de projecten nog te risicovol of de schaal te klein om de benodigde informatiekosten te maken. Durfinvesteerders stellen daarom strenge eisen aan de selectie (gemiddeld stappen ze in bij 1 op de 100 voorstellen). Veel ondernemers sneuvelen dus in deze fase. Op zich hoeft dat geen probleem te zijn; beter ten halve gekeerd dan ten hele gedwaald. Het is wel een probleem als kansrijke ondernemingen sneuvelen omdat er te weinig kapitaal beschikbaar is, of omdat er onvoldoende expertise bij de durfinvesteerders is om deze kansrijke ondernemingen te identificeren.

⁵³ Vaak wordt de onderneming aan derden verkocht. Soms ook aan de ondernemer zelf.

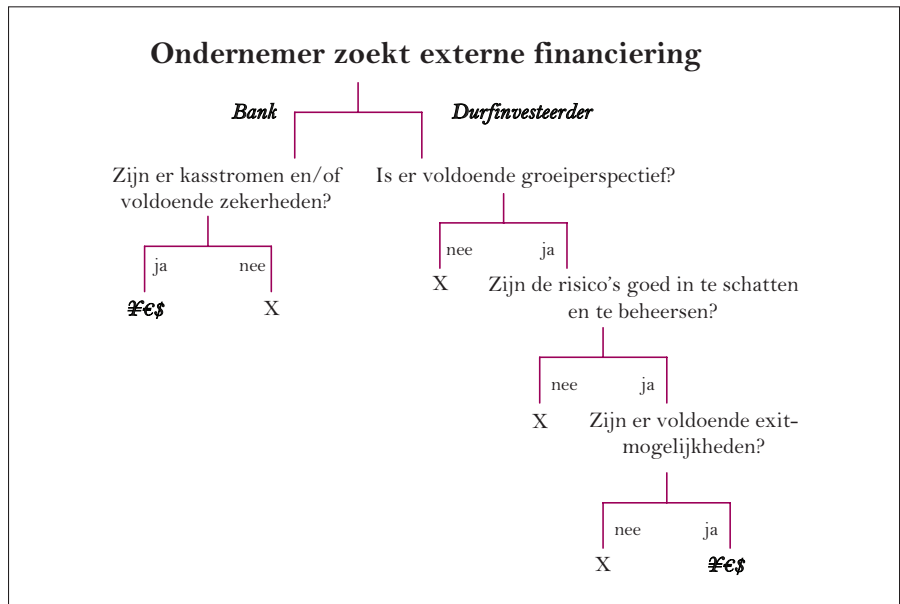
⁵⁴ Ministerie van Economische Zaken (2004) Actieprogramma TechnoPartner en www.nlinnovatie.nl/groeifaciliteit

⁵⁵ Zie onder meer Tornado Insider (2008) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 2-meting

...omdat bancaire krediet onmogelijk is door gebrek aan zekerheden...

...en durfinvesteerder kan afhaken bij gebrek aan groeiperspectief, beheersbaarheid risico's of exit-mogelijkheden

Waar gaat het nu precies mis voor deze groep? Figuur 5 geeft een beslisboom weer voor externe financiering. Deze figuur is een vereenvoudiging van de werkelijkheid, maar geeft wel aan waar knelpunten zich voordoen. Om te beginnen ontbreekt het bij jonge innovatieve bedrijven vaak aan kasstromen en zekerheden, waardoor een bancaire krediet niet mogelijk is en men is aangewezen op risicokapitaal. Een durfinvesteerder kijkt in eerste instantie naar het groeiperspectief. Deze is afhankelijk van het inhoudelijke business plan (wordt er een reëel probleem opgelost, wordt er waarde toegevoegd, is het onderscheidend, is het schaalbaar) en van de ondernemer zelf (heeft hij/zij de benodigde ambitie, kennis en vaardigheden). Is er voldoende groeiperspectief, dan schat de durfinvesteerder de risico's in; zijn deze überhaupt in te schatten, en zijn deze te beheersen? Is dit niet het geval, bijvoorbeeld als gevolg van nog uit te voeren technologische ontwikkelingen of onzekerheid ten aanzien van het toekomstig overheidsbeleid, dan wacht de durfinvesteerder af. Tot slot kijkt een investeerder naar de mogelijkheden om de investering na een aantal jaren aan derden te verkopen; is deze mogelijkheid niet aanwezig, dan stapt de investeerder niet in.



Figuur 5. Knelpunten bij externe financiering

Durfinvesteerders zijn dus zeer kritisch op de voorstellen die zij ontvangen. Voor de ondernemer kan het op verschillende punten misgaan. Deels is de ondernemer daar zelf verantwoordelijk voor (zorgen voor voldoende groeiperspectief en actief beheersen van risico's), deels ligt een verantwoordelijkheid bij de investeerder (inschatten en beheersen van risico's en het vinden van goede exit-mogelijkheden). Ook de overheid heeft een mogelijke verantwoordelijkheid hier, zie het volgende hoofdstuk.

**Bestaande ondernemingen met
gematigde groeiambitie kunnen
tussen wal en schip vallen**

Niet alleen jonge innovatieve ondernemingen ondervinden problemen; ook bij bestaande innovatieve ondernemingen met een gematigde groeiambitie kunnen problemen ontstaan bij de externe financiering. Alhoewel zij wel over voldoende zekerheden en een krediethistorie beschikken, zijn banken toch erg terughoudend wanneer het gaat om innovatieve projecten met een hoog risico, vanwege de eerder genoemde redenen. Omdat de groeiambitie van deze ondernemingen gematigd is, is risicokapitaal ongeschikt voor deze ondernemingen. En dus dreigen zij tussen wal en schip te vallen.

4

Overheidsbeleid voor financiering

In dit hoofdstuk gaan we uitgebreid in op het overheidsbeleid voor de financiering van innovatie en groei. Eerst wordt de rol van overheid geanalyseerd en vervolgens presenteren we een overzicht van de instrumenten die momenteel worden ingezet door de Nederlandse overheid om de toegang tot kapitaal te verbeteren. Ook wordt een aantal interessante beleidsinitiatieven uit het buitenland besproken.

4.1 Waarom is er een rol voor de overheid?

Waarom moet de overheid zich bezighouden met de externe financiering voor ondernemingen die willen innoveren en/of groeien? Waarom kan zij dit niet gewoon aan de markt zelf overlaten? Een vaak gehanteerd uitgangspunt is dat de overheid pas moet interveniëren en beleid moet voeren indien aan drie voorwaarden is voldaan:⁵⁶

- er is sprake van een publiek belang (legitimiteit);
- de inzet van beleid dient dit publieke belang (effectiviteit);
- de baten van dit beleid overtreffen de kosten (efficiëntie).

Publiek belang

In hoofdstuk 2 is beargumenteerd dat financiering van innovatie en/of groei belangrijk is voor de groei van de arbeidsproductiviteit en daarmee bijdraagt aan economische groei. De maatschappelijke baten in de vorm van innovatie en groei zijn vaak groter dan de private baten (in termen van inkomen en geluk). Ondernemingen kunnen bijvoorbeeld procesinnovaties introduceren die productiekosten reduceren en daardoor een neerwaarts effect hebben op de prijs ten gunste van consumenten. Schattingen geven aan dat van het surplus gegenereerd door Amerikaanse innovaties 2% toekomt aan de innoverende onderneming, de rest aan de consument.⁵⁷ Ook kunnen groeiende en innoverende ondernemingen de economie bevorderen door het effect dat ze hebben op bestaande ondernemingen in de markten waarin ze opereren. Al deze externe effecten leiden tot een legitiem motief voor de overheid om beleid te voeren om innoverende en groeiende ondernemingen te tegemoet te komen.⁵⁸

De kapitaalmarkt kan falen als gevolg van informatieasymmetrie, waardoor er vanuit maatschappelijk oogpunt te weinig wordt geïnvesteerd in innovatie en groei.⁵⁹

⁵⁶ AWT (2007) Balanceren met beleid

⁵⁷ Parker (2009) The economics of entrepreneurship

⁵⁸ Van Praag (2010) Fiscaal bevorderen van groei en innovatie via de DGA?

⁵⁹ Boot en Schmeits (2004) Imperfecties in de vermogensmarkt en overheidsbeleid

Externe effecten door innovatie en groei...

...geven legitiem motief voor beleid

Kapitaalmarkt kan falen als gevolg van informatieasymmetrie

Publiekprivate constructies zijn effectiever dan subsidies

Kapitaalmarktbeleid moet gekoppeld worden aan ander beleid

Zoals Jacobs en Theeuwes het formuleren: *“Onderinvesteringen van innovatieve ondernemingen treden op vanwege informatieproblemen tussen financiers en bedrijven. Financiers kunnen niet goed inschatten of de onderneming een groot financieringsrisico in zich draagt of dat het management van de onderneming deugt. Asymmetrische informatie heeft tot gevolg dat de financieringskosten van ondernemingen oplopen of dat de financiering van ondernemingen wordt gerantsoeneerd.”*⁶⁰

Effectiviteit

Overheidsingrijpen kan dus gewenst zijn om beschikbaarheid van financiering voor ondernemingen te vergroten en zo meer innovatie en groei uit te lokken. De vraag is: hoe? Boot & Schmeits (2004) zijn duidelijk over de vorm die overheidsinterventie zou moeten aannemen: geen subsidies maar publiekprivate constructies.⁶¹ Door (achtergestelde) leningen, garanties en (minderheids)deelnemingen te koppelen aan private financiering kan de overheid tegen betrekkelijk geringe kosten de kapitaalmarkt ontsluiten voor (startende) ondernemingen. Een substantieel aandeel van private financiering zorgt voor disciplineren van de markt. Ondernemingen met een hoog financieel risico of een ondeugdelijk management komen zo in mindere mate in aanmerking voor publieke faciliteiten.

Beleid om de kapitaalmarkt beter te laten werken is een beleid van lange adem. Bovendien moet het niet in isolement uitgevoerd te worden, maar dient het gekoppeld te worden aan ander beleid, bijvoorbeeld ten aanzien van vaardigheden, innovatie, samenwerking en export. Lerner (2009) heeft op basis van jarenlang onderzoek een aantal lessen voor beleid ten aanzien van venture capital getrokken.

Lessen voor beleid ten aanzien van venture capital (Josh Lerner)⁶²

- Ondernemerschap bevindt zich niet in een vacuüm
- ‘Leverage’ de lokale wetenschappelijke kennisbasis
- Respecteer de noodzaak tot aanpassing aan wereldwijde standaarden
- Laat de markt de richting bepalen
- Weersta de verleiding tot ‘overengineering’
- Erken de lange doorlooptijden van ‘public venture’ initiatieven
- Vermijd initiatieven die ofwel te groot ofwel te klein zijn
- Begrijp het belang van wereldwijde connecties
- Zorg voor goed evaluaties van de initiatieven
- Realiseer dat programma’s creativiteit en flexibiliteit vereisen
- Erken dat ‘agency problems’ universeel zijn en neem maatregelen om hun gevaar te minimaliseren
- Maak educatie een belangrijk onderdeel van de beleidsmix

⁶⁰ Jacobs en Theeuwes (2004) De markt draait en de overheid faalt

⁶¹ Boot en Schmeits (2004) Imperfecties in de vermogensmarkt en overheidsbeleid

⁶² Lerner (2009) Boulevard of broken dreams

**Beleid dat aansluit op werking
kapitaalmarkt meest efficiënt**

**Overheid voert al jaren actief
beleid om toegang tot kapitaal te
verbeteren**

Efficiëntie

Naast effectiviteit (bereikt het beleid zijn doel?) is het ook belangrijk tegen welke kosten dit gebeurt. Er zijn twee soorten kosten: de beleidsmiddelen zelf en de uitvoeringskosten om deze beleidsmiddelen te besteden.

Ten aanzien van de beleidsmiddelen kan er onderscheid gemaakt worden tussen subsidies zonder terugbetaling of instrumenten waarbij (een deel van) de overheidsbijdrage wordt terugbetaald. Hieronder vallen de zgn. 'revolverende fondsen' die in het nieuwe regeerakkoord worden genoemd. Bij gelijkblijvende effectiviteit gaat de voorkeur uit naar de laatste.

Sommige beleidsinstrumenten zijn uitvoeringsintensief en dus kostbaar, anderen niet. Beleid dat nauw aansluit op de werking van de private kapitaalmarkt is vaak efficiënter dan wanneer de overheid zelf de uitvoering volledig in handen neemt.

4.2 Huidig beleid in Nederland

Het ministerie van EL&I voert al jaren beleid om de toegang tot kapitaal voor innovatieve en/of groeiende ondernemingen te verbeteren. Hiervoor zijn verschillende soorten instrumenten van het ministerie van EL&I relevant. We gaan hieronder in op de financiële instrumenten gericht op de kapitaalmarkt en op innovatie. Vervolgens gaan we in op financiële instrumenten van andere (inter)nationale overheden en regionale overheden. Tot slot bespreken we kort de belangrijkste niet-financiële instrumenten die als doel hebben om de toegang tot kapitaal te verbeteren.

Kapitaalmarktpakket

Hieronder volgt een overzicht van het kapitaalmarktinstrumentarium van het ministerie van EL&I in 2010.⁶³ Deze instrumenten richten zich primair op kapitaalverschaffers (banken en/of durfinvesteerders) en niet rechtstreeks op individuele ondernemingen.

⁶³ Informatie over budgetten en benutting gebaseerd op Tweede Kamer, vergaderjaar 2009-2010, 31 371, nr. 252

Tabel 1. Overzicht kapitaalmarktinstrumentarium van ministerie van EL&I (2010)

Instrument	Omschrijving	Budget
Borgstelling MKB	De borgstelling midden- en kleinbedrijf vergroot de toegang van het MKB tot bankkrediet. De overheid staat voor een deel van de kredieten aan bedrijven garant als er onvoldoende zekerheidsdekking voor de bank aanwezig is. Voor starters en innovatieve bedrijven geeft de overheid grotere garanties. De regeling bestaat sinds 1915. Aanvrager: bank.	765 miljoen euro (2011, garantieverplichting) benutting 2009: 75% (in 2008: 81%), netto verlies in 2009: 35,5 miljoen euro. Gemiddeld verlies 1,25% per jaar, in 2009 en 2010 hoger (5 à 6%). Verwacht verlies voor 2010: 25,7 miljoen euro) ⁶⁴
Garantie ondernemingsfinanciering (GO)	In het kader van de economische crisis is de groeifaciliteit tijdelijk aangevuld met de Garantie Ondernemingsfinanciering. Dit betreft een garantstelling van 50% voor grote kredieten. Deze regeling bestaat sinds 2009. Aanvrager: bank.	1,5 miljard euro (2010 + 2011, garantieverplichting) Benutting: in mei 2010 was 500 miljoen euro aan garantieverplichtingen afgegeven. Er wordt een buffer van 45 miljoen euro voor verliezen aangehouden.
Groeifaciliteit	De regeling is bestemd voor ondernemingen die risicodragend kapitaal aan willen trekken en biedt banken en participatiemaatschappijen een garantie van 50%. De regeling bestaat sinds 2006. De regeling is in 2009 verruimd waardoor nu ook financieringen met een hoger risicoprofiel onder de garantie kunnen worden gebracht. Voor deze financieringen wordt een hogere, passende provisie in rekening gebracht. Aanvrager: bank of durfinvesteerder.	170 miljoen euro (2011, garantieverplichting) Omvang garanties in 2009: 10 miljoen euro (op een maximale verplichting van 119 miljoen euro) (in 2008: 23 miljoen euro). Het gebruik neemt in 2010 als gevolg van de verruiming sterk toe. De regeling is in beginsel kostendekkend.
TechnoPartner SEED faciliteit	De SEED faciliteit van TechnoPartner heeft als doel meer vroege-fase investeringsfondsen te laten oprichten; de overheid geeft een lening van 50% tot een maximum van 4 miljoen euro. Deze regeling bestaat sinds 2004. Aanvrager: durfinvesteerder.	21,5 miljoen euro (2011) Benutting: gemiddeld 81% (komt niet door te weinig aanvragen, maar hoge kwaliteitseisen). Deel van investeringen kan weer terugvloeiën naar overheid.
Microfinanciering	Microfinanciering in Nederland is een combinatie van coaching en krediet tot 35.000 euro. Het richt zich specifiek op ondernemers die niet door banken bediend worden. Deze regeling bestaat sinds 2009. Uitvoering door Qredits. Aanvrager: individuele onderneming.	1,0 miljoen euro (2011) 15 miljoen euro (garantieverplichting) ⁶⁵

⁶⁴ <http://www.rijksoverheid.nl/bestanden/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2009/10/13/bijlage-nr-1-beantwoording-schriftelijke-vragen-ez-begroting-2010/9180298-bijlage1.pdf> en <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-32500-XIII-4.pdf>

⁶⁵ In 2010 hebben de Rabobank, ING, ABN Amro, BNG een nieuwe lening gegeven aan Qredits van 30 miljoen euro, waarbij overheid borg staat borg voor 80% van de lening van 15 miljoen euro die BNG aan Qredits geeft.

Garantieregelingen zijn 'value for money'...

Garantieregeling BMKB sluit aan op knelpunten bij kredietverlening

De garantieregeling BMKB van EL&I sluit goed aan op de praktijk van de banken. Banken die bij kredietaanvragen aanhikken tegen een te hoog risico, kunnen gebruik maken van de garantieregeling. Omdat de banken een kleine vergoeding hiervoor moeten betalen, zullen ze alleen gebruik maken van de regeling als dat voor hen zinvol is. Alhoewel de garantieverplichting hoog is, kost de regeling de overheid feitelijk relatief weinig en maakt deze wel een groot bedrag aan kredietverlening mogelijk. De regeling is dus zowel effectief als efficiënt: *value for money*.⁶⁶ Zowel banken als ondernemers zijn tevreden over de regeling. Een aandachtspunt is en blijft dat nog niet alle accountmanagers bij banken bekend zijn met de regeling (ook al bestaat de regeling sinds 1915). En daarnaast heerst er een (waarschijnlijk) onterecht beeld bij velen dat de aanvraag complex is.⁶⁷

Speciaal voor technostarters is de BMKB-regeling verruimd in de vorm van het TechnoPartner Label. Dit is een 'second opinion' door Agentschap NL waarbij het technisch vernuft en het marktperspectief meer aandacht krijgen. Het label is een verklaring dat de overheid garant staat voor een deel van de lening. Hiermee wordt het risico voor de bank kleiner.

...maar doorlooptijd van aanpassingen is lang

Naar aanleiding van de crisis is er ook een nieuwe tijdelijke regeling gestart (de Garantieregeling Ondernemingsfinanciering) specifiek bedoeld voor grote investeringen. Deze nieuwe regeling is in de aard gelijk aan een oude regeling van EL&I, die in 2006 is afgeschaft, te weten de Regeling Bijzondere Financiering. Een probleem waar het ministerie van EL&I tegenaan loopt bij het maken van aanpassingen in regelingen, is dat de doorlooptijd van aanpassingen relatief lang is onder meer als gevolg van juridische aspecten. Hierdoor kan het ministerie effectief pas laat reageren. Idealiter kan de overheid binnen enkele maanden aanpassingen doen als reactie op grote conjuncturele schommelingen.⁶⁸

Veel durfinvesteerders maken gebruik van de Groeifaciliteit

Verruiming Groeifaciliteit in 2009 opent deur voor durfinvesteerders

De Groeifaciliteit is een garantieregeling die het voor investeerders aantrekkelijker maakt om te investeren in innovatieve ondernemingen vanaf het moment waarin een bewezen concept de fase van commercialisering ingaat. In 2006 is de Groeifaciliteit opgestart, die in het begin meer gericht was op gevestigde MKB-ondernemingen die een groeispurt wilden maken dan op innovatieve ondernemingen. In reactie op de crisis heeft de minister van EL&I in 2009 de Groeifaciliteit verruimd, zowel qua omvang van de investeringen (een tijdelijke verhoging van het plafond van 5 miljoen euro naar 25 miljoen euro) als qua soort investeringen: ook investeringen met een hoger risicoprofiel (bijvoorbeeld in jonge innovatieve onder-

⁶⁶ Bureau Bartels B.V. (2005) Evaluatie van het besluit borgstellingen MKB-kredieten (BBMKB)

⁶⁷ Agentschap NL is momenteel bezig om i.s.m. de banken het aanvraagproces verregaand te automatiseren, waardoor een aanvraag effectief nog maar 7 minuten kost.

⁶⁸ Dit geldt zowel voor verruimingen in tijden van crisis, als versobering in tijden van hoogconjunctuur.

28 nieuwe fondsen dankzij
TechnoPartner SEED faciliteit...

...die bijdragen aan
professionalisering Nederlandse
venture capital markt

Oplossing voor kleine kredieten
gevonden...

nemingen) zijn nu mogelijk. Deze laatste verruiming is structureel en heeft dit jaar ertoe geleid dat veel durfinvesteerders gebruik maken van de Groeifaciliteit. Voor het hogere risico moeten durfinvesteerders wel een hogere provisie betalen en de overheid laten meedelen in eventuele winsten.⁶⁹

TechnoPartner SEED faciliteit succesvol

De TechnoPartner SEED faciliteit is onderdeel van het Actieprogramma Technopartner en is bedoeld ter stimulering en mobilisering van de onderkant van de Nederlandse risicokapitaalmarkt, zodanig dat technostarters in hun kapitaalbehoefte kunnen worden voorzien en daarmee hun overlevings- en (door)groeikansen vergroten.⁷⁰ De TechnoPartner SEED faciliteit heeft ervoor gezorgd dat in Nederland 28 nieuwe investeringsfondsen zijn gekomen die zich richten op vroege-fase investeringen. Daarnaast draagt het bij aan de professionalisering van de venture capital markt in Nederland, doordat er dankzij de nieuwe fondsen meer ervaren fondsmanagers in Nederland zijn gekomen. De SEED fondsen voorzien in een behoefte. Voor veel van de bestaande fondsen waren vroege-fase investeringen niet interessant genoeg. Dankzij de SEED faciliteit heeft een aantal van deze fondsen een of meerdere nieuwe, kleine SEED fondsen kunnen oprichten.

Toch zijn er nog belangrijke verbeterpunten te melden. Een veelgehoorde klacht van investeerders is dat de limieten die worden gesteld aan de omvang van de fondsen (maximaal 8 miljoen euro) en de individuele investeringen (maximaal 2,5 miljoen euro per onderneming) knellen. Zeker na de crisis zijn deze limieten niet optimaal. Omdat de exit-mogelijkheden momenteel beperkt zijn, moeten fondsen de investeringen langer aanhouden, en willen zij doorinvesteren. Als dat niet kan, moet de investering verkocht worden, in een slechte markt, met een slechte onderhandelingspositie, en dus tegen een slechte prijs. Een verruiming van de limieten is dus gewenst. Eventueel tijdelijk, gekoppeld aan de effecten van de crisis.

Ook de 'one-size-fits-all' benadering van de SEED faciliteit geeft problemen. Investeringen in sommige industriële sectoren (bijvoorbeeld high-tech systemen of life sciences) vergen een langere investeringsadem en 'diepere zakken' dan investeringen in bijv. internetbedrijven. Meer onderscheid naar de sectoren waar de fondsen zich op richten zou de effectiviteit van de SEED faciliteit ten goede komen.

Microfinanciering: nieuw loket voor kleine kredieten

Jonge bedrijven hebben vaak behoefte aan relatief kleine kredieten, die voor banken relatief dusdanig hoge transactiekosten met zich meebrengen dat banken niet geneigd zijn om hier in te stappen. Voor kleine kredieten (tot 35.000 euro) is hier-

⁶⁹ In de Groeifaciliteit is een zgn. 'equity kicker' ingebouwd die het mogelijk maakt om de verhoging van de provisie beperkt te houden. Dit sluit goed aan bij de wensen van durfinvesteerders, die liever een deel van winst delen dan vooraf hoge kosten maken.

⁷⁰ Ministerie van Economische Zaken (2004) Actieprogramma Technopartner: van kennis naar welvaart

...maar meestal geen innovatie

voor sinds kort een oplossing gevonden via de microkredieten die sinds begin 2009 door Qredits worden uitgegeven.⁷¹ De kracht van Qredits is dat ze een volledig nieuw systeem hebben ontwikkeld voor de behandeling van kredietaanvragen, waardoor ze tegen veel lagere kosten kunnen opereren dan traditionele banken.⁷² Dit maakt het mogelijk om meer aandacht te besteden aan de beoordeling van de ondernemer en zijn/haar plan, waardoor ondernemers met goede plannen meer kans op kredietverlening hebben. Ook de doorlooptijden voor een aanvraag kunnen kort gehouden worden.

Dit betekent niet dat Qredits makkelijker kredieten verleent; ook al is het een stichting zonder winstoogmerk, het is wel de bedoeling dat de kredietverlening voldoende rendement oplevert om de kosten te dekken. Ongeveer een kwart van de aanvragen is gehonoreerd, de meeste aanvragen vallen af. De meeste kredietaanvragen zijn niet innovatief; vaak zijn hiervoor grotere bedragen nodig. De kredietaanvragen van innovatieve ondernemingen zitten voornamelijk in de hoek van zakelijke dienstverleners, die ongeveer 10% van het totaal beslaan.

Mede omdat Qredits is ontstaan vanuit de filosofie van microfinanciering, dat oorspronkelijk is bedacht ten behoeve van ontwikkelingslanden, ligt de bovengrens van kredieten op 35.000 euro. Echter, de nieuwe werkwijze zoals die door Qredits is ontwikkeld, zou ook toegepast kunnen worden voor kredietaanvragen boven de 35.000 euro die voor traditionele banken nog steeds te klein zijn om serieus aandacht aan te besteden.

Financieel innovatie-instrumentarium

Het instrumentarium voor innovatie omvat een aantal financiële regelingen. Deze worden hieronder weergegeven. Al deze regelingen zijn gericht op ondernemers, individueel (WBSO, Innovatiekrediet) of in consortia (innovatiesubsidies).

⁷¹ De stichting Qredits is een initiatief van ABN Amro Bank, Fortis, ING Bank en Rabobank Nederland in samenwerking met de Stichting Fonds Werken aan Wonen, het ministerie van EL&I en het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Het ministerie van EL&I stelde in eerste instantie een bedrag van 15 miljoen euro beschikbaar om leningen te kunnen verstrekken en dat was goed voor 800 kredieten. Onlangs hebben de banken zelf 30 miljoen euro ter beschikking gesteld. Rabobank, ING, en ABN Amro stellen de helft van het geld beschikbaar en Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) de andere helft (de overheid staat borg voor 80 procent van de lening van BNG).

⁷² De organisatie bestaat per september 2010 uit 23 fte, waarvan 12 adviseurs, die tussen januari 2009 en augustus 2010 bijna 4.000 aanvragen hebben behandeld.

Tabel 2. Overzicht (financieel) innovatie-instrumentarium van EL&I (2010)

Instrument	Omschrijving	Budget
Innovatiekrediet	Het Innovatiekrediet is een rentedragende lening met cofinanciering voor ontwikkelingsprojecten waaraan risico's zijn verbonden die voor financiering niet of onvoldoende terecht kunnen op de kapitaalmarkt. Het Innovatiekrediet kan gezien worden als de opvolger van de TOK-regeling, die van 1949 tot 2003 heeft bestaan. De huidige regeling loopt sinds 2008. Aanvrager: individuele onderneming.	48,1 miljoen euro (2011) Verwacht verliespercentage: 20% ⁷³ In 2010 eenmalig extra budget van 24 miljoen euro voor duurzame projecten.
WBSO	De Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk is een fiscale stimuleringsregeling die een deel van de loonkosten voor speur- en ontwikkelingswerk (S&O), vergelijkbaar met Research and Development (R&D), compenseert. De huidige regeling bestaat sinds 1994. Een voorloper van deze regeling was de INSTIR, die in 1985 van start ging. Dit was echter een subsidie, geen fiscaal instrument. Aanvrager: individuele onderneming.	Ongeveer 800 miljoen euro (2011) De WBSO is een fiscale regeling, en zijn dus geen uitgaven maar minder belastinginkomsten. WBSO is met 150 miljoen euro verruimd vanwege de crisis. In het nieuwe regeerakkoord is een structurele verdere verruiming aangekondigd.
Innovatie-subsidies	Innovatiesubsidies worden voornamelijk verstrekt in het kader van innovatieprogramma's, IPC's (Innovatie Prestatie Contracten) en Pieken in de Delta. Deze zijn gericht op specifieke domeinen en/of regio's. Deze programma's bestaan sinds 2005. Aanvrager: individuele onderneming of consortium.	Ongeveer 150-200 miljoen euro (2010) ⁷⁴ Voor de komende jaren wordt in het regeerakkoord een daling voorzien van dit budget.

Innovatiekrediet voorziet in behoefte

Van 1949 tot 2003 heeft het ministerie van EL&I een kredietinstrument voor technische ontwikkelingsprojecten (de TOK-regeling) gehad. In 2003 werd deze afgeschaft vanwege het argument dat er geen noodzaak bestaat om naast de WBSO nog een ander instrument te hebben dat zich richt op individuele ondernemingen met als doel de R&D-uitgaven te verhogen. Sindsdien verlangen vele ondernemers terug naar de TOK-regeling, omdat deze in een behoefte voorzag. Sinds 2008 heeft het ministerie van EL&I weer een kredietinstrument beschikbaar, het Innovatiekrediet, dat vergelijkbaar is met de TOK-regeling.⁷⁵

⁷³ <http://www.rijksoverheid.nl/bestanden/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2010/04/16/beantwoording-vragen-naar-aanleiding-van-de-motie-blanksma-van-den-heuvel-elias/10057357.pdf>

⁷⁴ <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-32500-XIII-4.pdf>

⁷⁵ Het belangrijkste verschil is dat in de TOK-regeling de overheid ook meedeelde in het commerciële risico, terwijl in het Innovatiekrediet de overheid alleen meedeelt in het technische risico. Als het project technisch slaagt, dan moet de onderneming het krediet terugbetalen, ongeacht of het een commercieel succes wordt of niet. Dit verschil heeft gezorgd voor een aanzienlijke reductie in de complexiteit en kosten van de uitvoering.

In 2003 werd de TOK afgeschaft...

...en in 2008 opgevolgd door
Innovatiekrediet...

...die goed aansluit op werking
kapitaalmarkt...

...en te weinig budget heeft om
alle goede voorstellen te
honoreren

Aansluiting met andere
instrumenten gebrekkig

Dit Innovatiekrediet is bedoeld voor ondernemers met investeringsplannen voor innovatieve ontwikkelingen die kunnen bijdragen aan een significante groei van de onderneming, en waar private investeerders (banken, durfinvesteerders) nog niet in willen stappen vanwege het hoge technische ontwikkelrisico. Het krediet is beperkt tot 35% van de projectkosten. Het Innovatiekrediet heeft een revolverend karakter, dat wil zeggen dat de onderneming het krediet terugbetaalt wanneer het innovatieproject (technisch) is geslaagd. Het ministerie van EL&I verwacht dat uiteindelijk ongeveer 80% van de verstrekte kredieten terugbetaald zal worden.

In de praktijk blijkt de regeling goed aan te sluiten op de markt van het privaat risicokapitaal. In alle goedgekeurde projecten van jonge innovatieve ondernemingen komt het andere deel van de financiering vanuit durfinvesteerders. In de projecten van bestaande MKB-ondernemingen is het vaak de bank die het op basis van het Innovatiekrediet aandurft om een krediet te verlenen. Ondernemers waarderen het Innovatiekrediet omdat het enerzijds het verkrijgen van risicokapitaal vereenvoudigt, en anderzijds omdat de ondernemer een relatief groot deel van de zeggenschap kan behouden. Het Innovatiekrediet heeft nog niet dezelfde bekendheid als de oude TOK-regeling, maar het gebruik groeit wel gestaag. Omdat veel goede projecten door het beperkte budget niet kunnen worden gehonoreerd, is er nog voldoende ruimte voor financiële uitbreiding van deze regeling. Onder normale omstandigheden moet het mogelijk zijn om een verdubbeld beleidsbudget te besteden aan goede voorstellen van het MKB, volgens inschatting van Agentschap NL (dat deze regeling uitvoert). Er wordt ook een behoefte gesignaleerd bij ondernemingen die net geen MKB zijn, en daardoor niet in aanmerking komen voor het Innovatiekrediet.⁷⁶

De gebrekkige aansluiting tussen de innovatiesubsidies van de overheid (zie verderop in deze paragraaf) en het Innovatiekrediet wordt door sommigen als een probleem genoemd. Er worden door de overheid subsidies verleend aan ondernemingen voor het uitvoeren van onderzoek, waarbij vervolgens de onderneming na afloop van het onderzoek weer opnieuw moet zoeken naar financiering voor de ontwikkeling en marktintroductie. Ondernemers zouden graag zien dat de overheid wanneer zij eenmaal besluit om een onderneming financieel te ondersteunen, deze ondersteuning in beginsel voor een groter deel van het innovatietraject toezegt (waar nuttig en noodzakelijk).⁷⁷ Een ondernemer verwoordde het als volgt: *"liever één hoge drempel, dan een hordenloop"*. Dit hoeft niet altijd in de vorm van subsidies te zijn, het kan ook gaan om bijvoorbeeld een deel subsidie (voor het fundamentele onderzoek, of om samenwerking te bevorderen) en een deel garanties of kredieten voor de ontwikkelingsfase, eventueel aangevuld met niet-financiële instrumenten (netwerkvorming, coaching).

⁷⁶ Als crisismaatregel is er in 2010 een eenmalig budget voor duurzame projecten, waarvoor ook grootbedrijven aanvragen mogen doen.

⁷⁷ Zie AWT (2010) *Let finance follow and flow* voor de argumentatie waarom dit nuttig is.

WBSO reduceert behoefte aan externe financiering

WBSO effectief, efficiënt en wordt uitgebreid

Hét instrument dat het probleem aanpakt dat ondernemingen vanuit maatschappelijk oogpunt te weinig investeren in R&D omdat zij niet alle externe effecten kunnen internaliseren, is de WBSO. Dit is geen subsidie, maar een fiscale korting op de loonkosten van medewerkers die R&D doen. De WBSO is al een aantal maal geëvalueerd, en steeds blijkt de regeling zowel effectief als efficiënt te zijn.⁷⁸ De additionaliteit van de regeling is het grootst voor kleine ondernemingen (1-9 medewerkers). De WBSO is 'afgetopt' op 14 miljoen euro per jaar, om te voorkomen dat grote ondernemingen de gehele faciliteit benutten. In het nieuwe regeerakkoord worden de mogelijkheden structureel verder verruimd, zodat over een aantal jaar in totaal 800 à 900 miljoen euro aan fiscale aftrek mogelijk is per jaar. Dit is hiermee veruit de grootste en meest gebruikte innovatieregeling van de overheid.

De WBSO heeft voornamelijk betrekking op technisch onderzoek, en de laatste jaren ook steeds meer op ICT diensten. Het is dus niet voor alle innovatieve ondernemers geschikt. Maar wel voor diegenen die te maken hebben met de grootste financieringsproblemen. Het instrument reduceert de behoefte aan externe financiering doordat het de kosten voor innovatie drukt, en zorgt daarmee ook voor een betere rendement/risico verhouding voor de investeringen in onderzoek en ontwikkeling.

Innovatiesubsidies zijn vooral gericht op bevorderen van samenwerking

De meeste innovatiesubsidies van het ministerie van EL&I worden aangeboden in het kader van de innovatieprogramma's, zoals Point-One, Food & Nutrition en Watertechnologie. Het primaire beleidsdoel achter deze subsidies is niet om financieringsproblemen op te lossen, maar om samenwerking en netwerkvorming te bevorderen. Met name strategische samenwerking tussen bedrijven, kennisinstellingen en overheden. Een belangrijk onderdeel van de meeste innovatieprogramma's zijn de (technologische) topinstituten.⁷⁹ Deze instituten voeren onderzoeksprogramma's uit waarin kennis ontwikkeld wordt op een specifiek thema. De financiering verloopt via een publiekprivate samenwerking. Dit betekent dat het bedrijfsleven zich committeert aan de oprichting van een instituut en een aanzienlijke financiële bijdrage levert. Deze instituten en andere publiekprivate samenwerkingsverbanden spelen geen directe rol in het oplossen van problemen op de kapitaalmarkt. Wel kunnen zij een belangrijke rol spelen als kraamkamer voor startende ondernemers.

Subsidies zijn niet primair bedoeld om financieringsproblemen op te lossen...

...maar om samenwerking te bevorderen

⁷⁸ EIM en UNU-Merit (2007) Evaluatie WBSO 2001-2005

⁷⁹ Dit zijn instituten zoals TIFN (voeding), DPI (chemie), M2i (materialen), TTI Groene Genetica (agro), TI Pharma (life sciences), TTIW Wetsus (water) en Dinalog (logistiek). Deze instituten werden veelal gefinancierd met middelen uit het Fonds Economische Structuurversterking (FES). Vanuit het FES zijn nog meer publiekprivate onderzoeksprogramma's gefinancierd, bijvoorbeeld op het terrein van 'witte biotechnologie' en ICT.

Topinstituten kunnen kraamkamer voor startende ondernemers zijn

Naast de topinstituten omvatten veel innovatieprogramma's ook een of meerdere subsidieregelingen. Een voorwaarde die aan de meeste van deze subsidies wordt gesteld is dat er sprake is van samenwerking met een of meerdere partners (bijv. kennisinstellingen). Een aantal programma's heeft een haalbaarheidsregeling, die wel geschikt voor is voor individuele ondernemingen. Het gaat hier om relatief lage bedragen, specifiek bedoeld voor de allereerste fase van een R&D traject.

Naast de innovatieprogramma's zijn er Innovatie Prestatie Contracten (IPC's). De IPC-regeling is bedoeld om MKB-bedrijven te stimuleren een eigen meerjarig innovatieplan uit te voeren. Samenwerking tussen de deelnemende bedrijven en het verwerven van externe kennis maken verplicht onderdeel uit van het innovatieplan. Deze regeling zal de komende jaren worden uitgebreid.

Ten slotte worden subsidies verstrekt in het kader van het Pieken in de Delta programma. In dit programma werkt Nederland aan het uitbouwen van economisch gezien sterke gebiedsgerichte clusters, zoals bijvoorbeeld rond mainport Schiphol, het Haven Industrieel Complex in Zuid-Holland en de Brainport regio in Zuidoost Brabant. Ook hier worden subsidies verstrekt met als doel om regionale clustervorming te versterken, en niet zozeer om financieringsproblemen op te lossen.

Regeerakkoord kondigt aan dat innovatiesubsidies worden vervangen door 'revolverend fonds'

In het nieuwe regeerakkoord is aangekondigd dat innovatiesubsidies worden vervangen door een revolverend fonds (zoals de SEED fondsen en het Innovatiekrediet): *"Innovatiesubsidies worden via een revolverend fonds verstrekt, zodat succesvolle innovaties zich terugbetalen"*.⁸⁰ Daarnaast wordt aangekondigd dat *"het regionaal economisch beleid van de rijksoverheid wordt geschrapt en gedecentraliseerd"*, hetgeen betekent dat de toekomst van de Pieken in de Delta subsidies onzeker is. Tenslotte is ook nog aangekondigd dat er geen nieuwe middelen vanuit het Fonds Economische Structuurversterking beschikbaar komen voor kennis en innovatie.

Het belang van de innovatiesubsidies van het ministerie van EL&I voor het oplossen van financieringskelpunten was al beperkt, en zal naar verwachting de komende kabinetsperiode vrijwel nihil zijn. Daarentegen winnen de instrumenten met een revolverend karakter aan belang. Vanuit het perspectief van het verbeteren van de toegang tot kapitaal voor innovatieve ondernemingen is dit geen slechte ontwikkeling. Echter, vanuit het perspectief van het bevorderen van samenwerking en netwerkvorming is dit een zorgelijke ontwikkeling.

Overig financieel instrumentarium

Naast de instrumenten van het ministerie van EL&I, zijn er nog meer financiële instrumenten vanuit de overheid die relevant zijn voor ondernemingen op zoek naar externe financiering. De belangrijkste hiervan worden hieronder weergegeven.

⁸⁰ Regeerakkoord VVD-CDA (2010) Vrijheid en verantwoordelijkheid

Tabel 3. Overige financiële instrumenten (2010)

Instrument	Overheidsinstelling	Omschrijving	Budget
Departementale SBIR	Min EL&I, I&M, VWS	Het departementale Small Business Innovation Research programma is een vorm van precommerciële aanbesteding met als doelstellingen om oplossingen te creëren voor maatschappelijke vraagstukken en het MKB te stimuleren tot innovatie. De eerste SBIR-pilots zijn in 2004 gestart. Aanvrager: individuele onderneming.	In 2010 ca. 32 miljoen euro SBIR is een aanbestedingsmethode die door overheden naar behoefte kan worden ingezet.
STW Valorisation Grant	STW	De Valorisation Grant heeft als doel om kennis vanuit universiteiten te valoriseren. Kennis wordt uitontwikkeld bij de universiteit en overgedragen aan bestaande bedrijven of start-ups die hiervoor worden opgericht. De eerste pilot was in 2004. Aanvrager: individuele onderzoeker.	Ongeveer 2-2,5 miljoen euro per jaar. Ca. € 1,2 mln van de EL&I-bijdrage en van anderen € 0,6-1,2 mln.
TNO SBIR	TNO	De TNO SBIR heeft als doel om kennis en ideeën die bij TNO ontwikkeld zijn te valoriseren. Deze SBIR is vooral gericht op bestaande ondernemingen. De eerste SBIR ronde vond plaats in 2005. Aanvrager: individuele onderneming.	Ongeveer 1 miljoen euro per jaar vanuit EL&I-bijdrage.
Durfskapitaal regeling	Min Financiën	Voorheen bekend als 'Tante Agaath'. De essentie van deze regeling is dat het voor particulieren fiscaal aantrekkelijk wordt gemaakt om achtergestelde leningen aan starters te verstrekken. Aanvrager: particuliere investeerder.	Ca. 20 miljoen euro
Innovatiebox	Min Financiën	Voor winsten en verliezen uit immateriële activa waarvoor een octrooi of een buitenlands patent is verleend, of waarvoor een S&O-verklaring (WBSO) is verkregen, geldt op verzoek een effectieve heffing van 5% (i.p.v. 25,5%). De innovatiebox is de voortzetting van de octrooi-box die in 2007 is geïntroduceerd. Aanvrager: individuele onderneming.	625 miljoen euro (2011) Net als bij de WBSO gaat het hier niet om uitgaven maar om een vermindering van belastinginkomsten.
Participatiemaatschappijen ROM's	ROM's; aandeelhouders provincie en min EL&I	De participatiemaatschappijen van de ROM's verstrekken risicokapitaal aan bedrijven, volgens het revolving-fund concept. Impliciete doel is om de inflatie te compenseren. De participatiemaatschappijen nemen een onafhankelijke positie in t.o.v. de ROM's. Aanvrager: individuele onderneming.	Ca. 40-45 miljoen euro per jaar

Instrument	Overheidsinstelling	Omschrijving	Budget
MKB Kredietfaciliteit Gelderland	Provincie Gelderland	De faciliteit is bedoeld om MKB-bedrijven die last hebben van de crisis, maar wel financieel gezond zijn, een achtergestelde lening te kunnen verstrekken. De regeling bestaat sinds 2010. Aanvrager: individuele MKB-onderneming.	Totale omvang: 25 miljoen euro.
Gelderland voor Innovaties	Provincie Gelderland	Deze regeling bestaat uit twee delen: een krediet en een borgstelling. Het krediet wordt verstrekt in de vorm van een achtergestelde geldlening (50% van de ontwikkelingskosten tot een maximum van 75.000 euro). Aanvrager: individuele MKB-onderneming. Banken en private investeerders die in een innovatief project investeren, kunnen een borgstelling aanvragen. Als de innovatie mislukt en leidt tot verlies op de investering dan krijgt de investeerder de helft van de investering terug (maximaal 50.000 euro). De regeling bestaat sinds 2009 (krediet sinds september 2010). Aanvrager: bank of durfinvesteerder.	Medefinanciering uit Europa (EFRO gelden) en van PPM Oost. Initieel budget (2009): 8 miljoen euro.
MKB Innovatiefonds Brabant	Provincie Brabant	De leningen vanuit MKB Innovatiefonds Brabant hebben een looptijd van maximaal drie jaar. Het zijn achtergestelde rentedragende leningen van 100k tot 500k euro waarbij het eerste 1,5 jaar aflossingsvrij is. De aanvraag loopt via de bank, die minimaal 50% financiert. De regeling is gestart in 2009 en loopt in beginsel eind 2010 af. Aanvrager: individuele onderneming.	Totale omvang: 25 miljoen euro.
Innovatiefonds Provincie Limburg	Provincie Limburg	Het innovatiefonds wil een impuls te geven aan het Limburgse MKB om innovatieve ondernemingen te helpen die als gevolg van de kredietcrisis financieringsmoeilijkheden ondervinden. In de vorm van participaties, achtergestelde leningen of borgstellingen, voor max. 50% van de totale financieringsbehoefte. Het fonds bestaat sinds 2009. Aanvrager: individuele onderneming.	De omvang van het fonds is 20 miljoen euro en het fonds heeft een revolverend karakter.
NOM Finance Stimuleringskrediet	Provincies Groningen, Friesland, Drenthe	Een achtergestelde lening met eventueel een optie op aandelenkapitaal, voor startende en jonge ondernemingen en/of nieuwe producten binnen bestaande ondernemingen. Bedragen tussen 50k en 200k euro. Aanvrager: individuele onderneming.	In 2008 en 2009 gemiddeld ongeveer 1 miljoen euro aan kredieten verleend ⁸¹

⁸¹ NOM (2010) Jaarverslag 2009

Tabel 3. Overige financiële instrumenten (2010)

Instrument	Overheidsinstelling	Omschrijving	Budget
Noordelijke Innovatie Ondersteuningsfaciliteit (NIOF)	Provincies Groningen, Friesland, Drenthe	Doel is het stimuleren van strategische activiteiten in Friesland, Groningen en Drenthe om de marktsector in Noord-Nederland te versterken. De regeling biedt financiering van projecten gericht op nieuwe producten/diensten, strategische marketingplannen, haalbaarheidsonderzoek of marktverkenningen. Subsidie (maximaal 50%) tot 50k euro per jaar. Aanvrager: individuele onderneming of cluster.	12,6 miljoen euro (2011)

SBIR loopt goed in Nederland

De drie SBIR programma's in Nederland zijn afgeleid van het succesvolle SBIR programma in de Verenigde Staten. Daar is het begin jaren '80 gestart en vormt het al jarenlang een essentieel onderdeel van het Amerikaanse innovatiesysteem. De titel van een recent Brits rapport over de geheimen van het SBIR programma stelt treffend: *"SBIR: secrets of the world's largest seed capital fund"*.⁸² SBIR wordt hier gezien als het grootste seed capital fonds ter wereld. Interessant is dat het rapport sterk de nadruk legt op de rol van SBIR in het verkrijgen van kapitaal, waar in Nederland en Europa vooral de aandacht wordt gevestigd op de rol van SBIR in het stimuleren van innovatie en het oplossen van maatschappelijke uitdagingen. Terwijl ook hier in Nederland SBIR een belangrijke functie vervult in het verbeteren van de toegang tot kapitaal. Dit verdient meer aandacht.

De verschillende SBIR varianten in Nederland zijn onlangs voor het eerst geëvalueerd en de uitkomsten zijn positief. Ten aanzien van zowel de departementale SBIR als de STW Valorisation Grant wordt geconcludeerd dat deze een financieringsmogelijkheid bieden voor de meest risicovolle fase van een innovatietraject. De kracht van de SBIR programma's zit voor een groot deel in de driefasen aanpak. Er is een duidelijke ontkoppeling tussen de eerste fase (waarin de haalbaarheid onderzocht wordt) en de tweede fase (waarin de ontwikkeling plaatsvindt). De tweede fase eindigt met een onderneming die 'investment ready' is; de innovatie is ontwikkeld (waarmee de grootste technische risico's zijn verdwenen) en de ondernemer is meerdere malen getoetst op zijn/haar ondernemerskwaliteiten. In het originele ontwerp van de SBIR in de Verenigde Staten was het een eis bij de toekenning van fase 2 dat er al commitment lag van een investeerder voor de derde fase.⁸³ Deze

⁸² Connell (2008) SBIR: "secrets" of the world's largest seed capital fund

⁸³ In de Nederlandse departementale SBIR is dit geen harde eis, maar een pré

SBIR vervult belangrijke functie in verbeteren toegang tot kapitaal...

...en maakt ondernemingen 'investment ready'...

...mede door kwaliteitslabel

derde fase is de commerciële fase; hier speelt de overheid geen directe rol meer, maar moet de markt het verder oppakken.⁸⁴ Dit kan een eerste klant zijn of een investeerder. Een sterk punt van de departementale SBIR is dat deze is gebaseerd op een concrete behoefte/vraag van de maatschappij, hetgeen voor potentiële investeerders een signaal is dat hier een potentiële markt ligt.

Een ander sterk punt is het competitie-element van de SBIR. Meerdere ondernemingen kunnen indienen, en ook kunnen meerdere ondernemingen een opdracht krijgen. In een typische departementale SBIR krijgen 5 tot 10 ondernemingen een opdracht voor fase-1, waarna er 3 tot 8 doorgaan naar fase-2. Door het competitie-element krijgen de ondernemers de kans zich zichtbaar te onderscheiden van anderen, hetgeen voor potentiële investeerders later als een kwaliteitslabel kan dienen. Dit geldt ook sterk voor de onderzoekers die een STW Valorisation Grant of TNO SBIR hebben gewonnen. Vooral omdat hier gebruik wordt gemaakt van een uitstekende jury waarin veel expertise is gebundeld.⁸⁵

Een laatste sterk punt van de SBIR is dat het een opdracht is en er sprake is van een klant. Niet alleen betekent dit een volledige 100%-financiering, maar ook dat hierdoor het belang binnen de onderneming toeneemt. Het innovatieve project is geen hobby of experiment, maar een klantopdracht, en krijgt dus alle prioriteit en managementaandacht.

Wat kan nog beter aan de SBIR programma's?

Ondanks de positieve evaluatie, zijn er ook nog verbeterpunten voor de SBIR programma's. Ten aanzien van de departementale SBIR geldt dat aan de ene kant het samenspel met het creëren van markten nog niet goed loopt, en aan de andere kant dat de relatie met het innovatiegerichte inkoopbeleid van de overheid nog niet optimaal is. Als in een vroeg stadium een betere aansluiting komt op de maatschappelijke vraagstukken waar de overheid innovatieve oplossingen nodig heeft, dan zal het economische en maatschappelijke belang van SBIR ten volle tot uiting komen. Ook is er ruimte voor een budgettaire uitbreiding. Voor alle SBIR programma's geldt dat er onvoldoende budget is om alle goede voorstellen te honoreren. In vergelijking met de Verenigde Staten is het budget voor SBIR in Nederland nog bescheiden.

Budget kan verhoogd worden

Bij de STW Valorisation Grant blijkt dat voornamelijk alleen bèta-onderzoekers een grant winnen en liggen er nog mogelijkheden om meer gamma-onderzoekers te ondersteunen.⁸⁶ Voor de TNO SBIR geldt dat dit model ook verbreed zou kunnen

⁸⁴ Uitzondering hierop is de rol van de overheid als klant: innovatief inkopen. De evaluatie van Technopolis concludeert dat deze rol nog sterker opgepakt zou kunnen worden.

⁸⁵ Bij de TNO SBIR wordt van dezelfde jury als voor de STW Valorisation Grant gebruik gemaakt. Er zitten zo'n 25 mensen in de jury, met verschillende achtergronden: universiteiten, durfinvesteerders, R&D bedrijven, MKB en adviesorganisaties (bron: Cools (2010) Interne Evaluatie STW Valorisation Grant programma).

⁸⁶ Zie ook AWT (2007) Alfa en Gamma stralen, waarin onder meer wordt geadviseerd om in het valorisatiebeleid meer aandacht te geven aan alfa- en gammawetenschappen.

worden naar andere instituten, zoals de Grote Technologische Instituten (ECN, Marin, Deltares en NLR) of de (technologische) topinstituten.⁸⁷

Fiscale stimulering

De overheid biedt aan particulieren al vele jaren een fiscale aftrekmogelijkheid voor achtergestelde leningen aan startende ondernemingen. Deze regeling is de durfkapitaalregeling, en stond vroeger bekend als de 'tante Agaath' lening. Een aantal jaren geleden was het nog mogelijk om via deze regeling deel te nemen in participatiemaatschappijen die voor het grootste deel investeren in startende ondernemingen. Deze mogelijkheid is een aantal jaar geleden echter afgeschaft vanwege de onduidelijke additionaliteit ervan. In het nieuwe regeerakkoord is aangekondigd dat deze gehele fiscale aftrek wordt geschrapt: *"In box 3 worden de diverse vrijstellingen (van de 1,2% rendementsheffing) behouden. De extra heffingskortingen die 1,3% van deze vrijstelling bedragen komen te vervallen, het gaat hierbij om: heffingskortingen voor groen beleggen, sociaal-ethisch beleggen, cultureel beleggen en beleggingen in durfkapitaal."*⁸⁸ De reden hiervoor is niet aangegeven, maar kan te maken hebben met het feit dat de additionaliteit van de regeling onduidelijk is gebleven na de laatste evaluatie in 2005. In de financieringsmonitor van EIM onder starters werd ook geconstateerd dat geen enkele starter gebruik had gemaakt van de regeling.⁸⁹

Sinds 2007 wordt via de octrooibox de mogelijkheid geboden om winsten behaald uit patenten tegen een lager tarief te belasten. In 2010 is deze mogelijkheid uitgebreid tot de innovatiebox, waarin ook winsten behaald uit innovatieve activiteiten (indien een S&O verklaring via de WBSO is verkregen) tegen 5% belast kunnen worden in plaats van 25,5%. Door deze innovatiebox wordt het potentiële rendement van innovatie verhoogd, hetgeen drempelverlagend kan zijn voor ondernemers en/of investeerders om hierin te investeren. De regeling is nog niet geëvalueerd.

Regionale ontwikkelingsmaatschappijen

De ROM's zijn de vier regionale ontwikkelingsmaatschappijen waarmee het ministerie van EL&I een relatie onderhoudt: de Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij (NOM: Groningen, Friesland, Drenthe), Ontwikkelingsmaatschappij Oost Nederland NV (Oost NV: Gelderland, Overijssel), Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM: Noord-Brabant) en NV Industriebank LIOF (LIOF: Limburg).⁹⁰ Het ministerie van EL&I is samen met de provincies aandeelhouder in deze ROM's, met een aandeel variërend van ongeveer 60% (BOM, Oost NV) tot ongeveer 95% (NOM, LIOF).⁹¹

⁸⁷ Technopolis Group (2010) Eerste evaluatie Small Business Innovation Research (SBIR) programma's in Nederland

⁸⁸ Regeerakkoord VVD-CDA (2010) Vrijheid en verantwoordelijkheid

⁸⁹ EIM (2010) Financieringsmonitor MKB Starters

⁹⁰ De vier ROM's zijn niet landsdekkend. Er zijn nog meer regionale ontwikkelingsmaatschappijen, zoals REWIN (West-Brabant), Impuls (Zeeland), Ontwikkelingsmaatschappij Noord-Holland-Noord en de Ontwikkelingsmaatschappij Flevoland BV (OMFL), maar hiermee is geen directe relatie vanuit het ministerie van EL&I.

⁹¹ Zie Decisio (2010) Evaluatie Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen

Innovatiebox verhoogt rendement op innovatie

ROM's participeren veelal in jonge innovatieve ondernemingen

Lokale initiatieven vaak
onbekend

Veel voorlichting aan
ondernemers

Het participatiebedrijf is een bijzonder onderdeel van de ROM's, in die zin dat de werkzaamheden niet door middel van een subsidie door de overheid (i.c. de aandeelhouders) worden gefinancierd. De participatiebedrijven van de ROM's investeren in ondernemingen, veelal jonge innovatieve ondernemingen, en werken volgens het 'revolving-fund' concept. Het enige financiële doel is om de inflatie te compenseren (en dus de reële omvang van de beschikbare middelen in stand te houden). Er zijn geen prestatie-indicatoren afgesproken voor de participatiemaatschappijen. Momenteel wordt wel nagedacht over methoden om naast de financiële prestaties, ook andere maatschappelijke effecten (werkgelegenheid, R&D investeringen) in kaart te brengen. Ook wordt steeds meer gekeken naar de mate waarin de investeringen zich richten op de regionale speerpunten (op basis van Pieken in de Delta). Als de plannen in het nieuwe regeerakkoord worden uitgevoerd, zal de handelingsruimte van de ROM's de komende jaren vergroot worden.

Vele andere lokale initiatieven

Naast de bovengenoemde regelingen is er een nog een divers aantal lokale financieringsmogelijkheden voor innovatieve ondernemingen. Zo is er een innovatiefonds in Brabant, een innovatiekrediet in Gelderland en zijn er allerlei startersfaciliteiten in verschillende gemeenten. Deze initiatieven worden veelal gefinancierd vanuit opbrengsten van de verkoop van bedrijven (bijv. energiebedrijven) of via middelen uit de Europese structuurfondsen (bijv. EFRO). Er is geen directe financiële relatie met de nationale overheid. Het nadeel van de lokale faciliteiten is dat deze bij de meeste ondernemers niet bekend zijn.⁹²

Er zijn vele private initiatieven (vooral vanuit banken en adviesorganisaties) om ondernemingen voor te lichten over financiering van innovatie en groei. Daarnaast is er een aantal landelijke en regionale initiatieven voor voorlichting. Voorbeelden zijn:

- www.ondernemerskredietdesk.nl (MKB-Nederland, VNO-NCW en Nederlandse Vereniging van Banken)
- www.mkbfinancieringsgids.nl (Brainport Development, Gemeente Eindhoven, Gemeente Helmond en het Regionaal Actieprogramma West-Brabant (REAP) i.s.m. KvK en Syntens)
- www.technopartner.nl/wiki/gapionieren/financiering (onderdeel van TechnoPartner Actieprogramma)
- www.syntens.nl/direct-advies/Pages/Financiering.aspx (Syntens)
- www.kvk.nl/bedrijf_starten/financien/hoe_komt_u_aan_geld/ (Kamer van Koophandel)

Niet-financieel instrumentarium

Naast alle bovenbeschreven financiële instrumenten, zet de overheid ook niet-financiële instrumenten in met als doel (of een van de doelen) om de toegang tot kapi-

⁹² Ecorys (2010) Benchmark Gemeentelijk Ondernemingsklimaat 2010

taal te verbeteren. De belangrijkste niet-financiële instrumenten vanuit het ministerie van EL&I worden in de onderstaande tabel weergegeven.

Tabel 4. Niet-financieel instrumentarium van ministerie van EL&I (2010)

Instrument	Omschrijving	Budget
Business Angels Programma (onderdeel van TechnoPartner programma)	Het Business Angel Programma draagt bij aan het vergroten van de toegang tot informeel kapitaal voor (innovatieve) starters. Informele investeringen worden gestimuleerd middels een trainingsprogramma gericht op het investeringsrijp maken van Business Angels en ondernemers die op zoek zijn naar risicokapitaal. Ook zal meer bekendheid worden gegeven aan de mogelijkheden van informele investeringen en zullen de Business Angel netwerken worden versterkt. Dit programma loopt sinds 2005 en wordt uitgevoerd in samenwerking met de koepelorganisatie BAN Nederland.	1,5 miljoen euro (2010)
Valorisatie-programma	Het Valorisatieprogramma is gericht op de versterking en verankering van bestaande, goed lopende consortia uit het Subsidieprogramma KennisExploitatie (SKE) en de Centres of Entrepreneurship. Beide instrumenten zijn opgegaan in dit nieuwe programma. Dit programma is gestart in 2010.	25 miljoen euro (2011) 80 miljoen euro voor 2010-2012
Programma Groeiversneller	Het doel is om tachtig tot honderd bedrijven met een jaaromzet van enkele miljoenen in vijf jaar tijd uit te laten groeien naar een jaaromzet van 20 miljoen euro. Dit gebeurt door in dit programma ambitieuze ondernemers intensief te begeleiden op gebieden als strategieontwikkeling, financiering, marktbenadering, innovatie en internationalisering. Dit programma is gestart eind 2008.	6 miljoen euro (gehele looptijd, t/m augustus 2013)
Syntens	De missie van Syntens is het versterken van het innovatievermogen van MKB-ondernemingen, hen aan te zetten tot succesvol innoveren en daarmee zichtbaar een bijdrage te leveren aan duurzame groei. Syntens is in 1998 ontstaan na een fusie tussen het InnovatieCentra Netwerk Nederland (ICNN) en de afdeling Voorlichting van het Instituut voor het Midden- en Kleinbedrijf (IMK).	Ongeveer 32 miljoen euro (2010). Daarnaast nog financiering door ministeries van SZW en Infrastructuur & Milieu.

Beleid gericht op informele
investeerd...
investeerd...
investeerd...

...ondernemers met groeiambitie...

...valorisatiebeleid
kennisinstellingen...

...en voorlichting ondernemers

Business Angels Programma

in het Business Angel Programma worden ondernemers op zoek naar risicokapitaal en potentiële 'business angels' voorgelicht over 'informele investeringen'. Het programma is onderdeel van het TechnoPartner Actieprogramma en bevat onder meer een trainingsprogramma gericht op het 'investeringsrijp' maken van zowel informele investeerders als ondernemers op zoek naar risicokapitaal, een 'awareness' campagne om de bekendheid over de mogelijkheden van informele investeringen te vergroten en het versterken van de business angel netwerken.⁹³

Groeiversneller

Het Innovatieplatform zette zich, samen met het ministerie van EL&I, in om Nederlandse bedrijven te laten groeien via het programma Groeiversneller. Dit programma helpt ambitieuze ondernemers om door te groeien naar een jaaromzet van 20 miljoen euro. Onder het motto 'Uw collega-groeier is uw beste adviseur' krijgen ondernemers in de eerste plaats ondersteuning van collega-groeiers. Het programma draait om leren, ervaren, toepassen en inspireren. Daarnaast worden de ondernemers bijgestaan door ervaren professionals, bijvoorbeeld bij onderwerpen als strategie, financiering, marktbenadering, innovatie en internationalisering.⁹⁴

Valorisatieprogramma

Kennisinstellingen, bedrijven, maatschappelijke organisaties en overheden zijn de afgelopen jaren volop met valorisatie aan de slag gegaan. In december 2008 hebben vijftien partijen vanuit bedrijfsleven, kennisinstellingen en overheid een valorisatieagenda ondertekend die voor de betrokkenen de nodige actiepunten op het gebied van valorisatie bevat.⁹⁵ De overheid heeft zich in één van de actiepunten verplicht tot de ontwikkeling van een nieuw landelijk subsidie-instrument: het Valorisatieprogramma, waarmee een impuls wordt gegeven aan de valorisatie-inspanningen in Nederland, via consortia van publieke en private partijen. Het programma ging in 2010 van start.

Syntens

De stichting Syntens, innovatienetwerk voor ondernemers, is in 1998 opgericht op initiatief van het ministerie van EL&I. Syntens is een stichting zonder winstoogmerk en houdt zich bezig met voorlichtings- en activeringsactiviteiten gericht op innovatie bij het MKB. De doelgroep van Syntens bestaat uit MKB-bedrijven, die willen en kunnen innoveren. Specifiek met betrekking tot financiering kan Syntens ondernemers helpen bij het maken van innovatie- en financieringsplannen en bij het in contact brengen met partijen die de ondernemer aan innovatiekapitaal kunnen helpen.

⁹³ Zie <http://www.technopartner.nl/wiki/pionierkapitaal/bann/introductie>

⁹⁴ De uitvoering van het programma is in handen van het High Growth Stars Consortium: een samenwerkingsverband van het platform voor groei-bedrijven Port4Growth, PricewaterhouseCoopers, de Baak Management Centrum VNO-NCW, Philips Applied Technologies en AKD Prinsen Van Wijmen.

⁹⁵ Nederland Ondernemend Innovatieland en Innovatieplatform (2008) Van voornemens naar voorsprong: Kennis moet circuleren - Voorstel voor een Nederlandse valorisatieagenda

4.3 Buitenlands beleid

Ook in het buitenland is er veel aandacht voor de kapitaalmarkt. Zowel binnen de Europese Commissie als bij individuele landen. Hieronder volgt een overzicht van een aantal interessante en voor Nederland mogelijk relevante initiatieven.⁹⁶

Kapitaalmarkt onderdeel van Innovation Union

In de Innovation Union kondigt de Europese Commissie een aantal maatregelen aan, waarvan er één direct van invloed is op de kapitaalmarkt:

“De Commissie zorgt voor een betere toegang tot financiering. Er komt een regeling voor grensoverschrijdend durfkapitaal, in samenwerking met de Europese Investeringsbank worden de EU-instrumenten, zoals risicodelende financieringsfaciliteit, verbeterd en een vooraanstaande persoonlijkheid krijgt de opdracht om innovatiebedrijven en investeerders over de grenzen heen samen te brengen.”⁹⁷

Hiermee wordt het actieve beleid van de Europese Commissie ten aanzien van financiering voortgezet en uitgebreid. Hieronder volgt een overzicht van de belangrijkste faciliteiten die de Europese Commissie aanbiedt. Het valt op dat het Nederlandse gebruik van de faciliteiten nog beperkt is.

CIP - Garantie

De Europese Unie (EU) helpt bij de financiering van beginnende en groeiende ondernemingen via het Kaderprogramma voor concurrentievermogen en innovatie 2007-2013 (Competitiveness and Innovation Framework Programme - CIP). Met CIP-geld als borg kunnen MKB-ondernemingen leningen aanvragen bij een MKB-kredietverstrekker. Er zijn eind 2010 nog geen kredietverstrekkers in Nederland die dit aanbieden.

CIP – Risicokapitaal

De EU investeert durfkapitaal via de Faciliteit voor snelgroeiende, innovatieve bedrijven uit het MKB (FSIM), dat onder het CIP valt. Via het FSIM wordt geïnvesteerd in risicokapitaalfondsen die zich vooral richten op ondernemingen in de aanloopfase, zoals startkapitaalfondsen en fondsen voor de overdracht van technologie, evenals in fondsen die zich concentreren op MKB-ondernemingen met een groot groeipotentieel tijdens hun uitbreidingsfase. De FSIM-fondsen worden voor de Europese Commissie beheerd door het EIF. Er zijn eind 2010 twee Nederlandse investeringsfondsen die hiervan gebruikt gemaakt hebben.

⁹⁶ Dit is geen volledige opsomming. Meer voorbeelden van buitenlands beleid worden gegeven in United Nations (2009) Policy options and instruments for financing innovation.

⁹⁷ Europese Commissie (2010) European 2020 Flagship Initiative Innovation Union. Citaat overgenomen van <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/1288&format=HTML&aged=0&language=nl>.

Veel landen hebben dakfondsen

Risk Sharing Finance Facility

De Risk-Sharing Finance Facility (RSFF) is een financieringsfaciliteit van 10 miljard euro en gezamenlijk ontwikkeld door de Europese Commissie en de EIB in 2007, en loopt tot 2013. De RSFF wil investeringen in onderzoek, ontwikkeling en innovatie bij Europese bedrijven bevorderen door hiervoor langlopende strategische leningen te verstrekken. Het risicokapitaal van 2 miljard euro waarop de RSFF berust, wordt gezamenlijk gefinancierd door de EIB en de Europese Commissie via KP7.

In 2009 heeft Philips van deze mogelijkheid gebruik gemaakt voor een achtergestelde lening van 200 miljoen euro, als onderdeel van zijn geplande investering voor onderzoek en ontwikkeling op het gebied van medische zorg binnen Corporate Technologies. De R&D activiteiten zullen plaatsvinden in een open innovatieomgeving, waarbij zal worden samengewerkt met MKB, onderzoeksinstituten en universiteiten in heel Europa. Philips was de eerste onderneming die een lening van de EIB ontving op grond van zijn inspanningen om open innovatie te bevorderen.

Veel landen starten dakfondsen

Meerdere overheden in Europa hebben in de afgelopen jaren een zogenaamd 'dakfonds' ('fund-of-funds') opgericht. Het idee van deze dakfondsen is dat zij niet zelf rechtstreeks investeren in ondernemingen, maar dat zij in plaats daarvan investeren in kleinere gespecialiseerde investeringsfondsen die vervolgens zelf de directe investeringen in ondernemingen doen. Het voordeel van een dakfonds is de grotere schaal, waardoor het voor institutionele beleggers interessant wordt om hierin te investeren. Een dakfonds kan beter risico spreiden door in meerdere fondsen te investeren. Ook worden beheerskosten voor de kapitaalverschaffers kleiner.⁹⁸ Hieronder wordt een aantal voorbeelden van recente opgerichte dakfondsen in het buitenland gegeven. Het blijkt dat het een grote uitdaging is om private investeerders mee te krijgen in deze dakfondsen.

Duitsland : 1 miljard euro

Duitsland: het ERP-EIF Dachfond

In Duitsland heeft de overheid (het ministerie voor Economie en Technologie – BMWi) al in 2004 een dakfonds opgericht, samen met het EIF. Het EIF beheert dit fonds van 500 miljoen euro namens de BMWi en de European Recovery Programme (ERP), die samen 250 miljoen committeerden, gematched door de EIF, de EIB en andere EU middelen.⁹⁹ Medio 2010 had het dakfonds in 16 venture capital fondsen geïnvesteerd, zowel in ervaren fondsen als in nieuwe fondsen. Hiermee draagt het dakfonds in belangrijke mate bij aan de professionalisering van de venture capital infrastructuur in Duitsland. Tegenover de investeringen van BMWi, EIF e.a. in de 16 fondsen staat voor ongeveer 1,6 miljard aan kapitaal van private investeerders. Medio 2010 hebben de BMWi en het EIF een nieuw commitment van 500 miljoen

⁹⁸ Lai (2006) Why Funds of Funds?

⁹⁹ EIF (2010) Annual report 2009

**Engeland: 325 miljoen GBP
(ongeveer 380 miljoen euro)**

euro afgegeven, waardoor het totale fonds nu op 1 miljard euro uitkomt. Daarnaast is er een ook dakfonds dat zich richt op venture capital fondsen met een focus op de regio Bavaria. De EIF beheert dit dakfonds van 50 miljoen euro voor de LfA Förderbank Bayern, die 25 miljoen euro committeerde, gematched door de EIF, de EIB en de EU. Sinds de oprichting in 2009 is in minimaal 4 fondsen geïnvesteerd.

Het Verenigd Koninkrijk: UK Innovation Investment Fund

In het VK is in 2009 het UK Innovation Investment Fund opgericht. De overheid heeft 150 miljoen Britse ponden (GBP) committeerd aan dit fonds en heeft twee organisaties geselecteerd voor het beheer: het EIF (dat het Future Technology Fund zal beheren met 100 miljoen GBP overheidsbijdrage) en Hermes GPE (dat het Environmental Innovation Fund gaat beheren met 50 miljoen GBP overheidsbijdrage). Het EIF heeft voor het Future Technology Fund 100 miljoen GBP extra opgehaald, zodat er in totaal 200 miljoen GBP in het fonds zit. Naast de 50 miljoen GBP in het Environmental Innovation Fund, heeft British Telecom Pension Scheme 75 miljoen GBP gecommiteerd, zodat er in totaal 125 miljoen GBP in het fonds zit. Het doel was om in totaal voor beide fondsen 1 miljard GBP op te halen. Echter, ruim een jaar na de start van de fondsen is het nog niet gelukt om meer kapitaal op te halen.¹⁰⁰

Spanje: bijna 200 miljoen euro

Spanje: NEOTEC

In Spanje heeft het Centre for the Development of Industrial Technology (CDTI) samen met de EIF en diverse private investeerders in 2006 het fonds NEOTEC opgericht. Dit is zowel een dakfonds als een co-investeringsfaciliteit. De fondsomvang is 183 miljoen euro, waarvan 50 miljoen euro van het EIF. Tot en met eind 2008 was de bijdrage vanuit CDTI ook bijna 50 miljoen euro.

Ierland: 500 miljoen euro

Ierland: Innovation Fund Ireland

In 2010 heeft ook Ierland een dakfonds opgericht: het Innovation Fund Ireland. Dit fonds van 500 miljoen krijgt de helft van haar kapitaal van de Ierse overheid en de andere helft moet van private partijen komen. Het nieuwe fonds is gemodelleerd naar het succesvolle Yozma Programma uit Israël. Dit programma staat internationaal bekend als een best practice voor overheidsinterventie in de risicokapitaalmarkt. Essentiële uitgangspunten in het Yozma programma zijn dat de overheid geen 'downside' garanties afgeeft maar wel voldoende 'upside incentives' inbouwt, en dat elk fonds waarin wordt geïnvesteerd ten minste een gereputeerde buitenlandse financiële instelling aan boord heeft in combinatie met een lokale 'management company'. Dit laatste heeft in Israël gezorgd voor het aantrekken van professioneel management en van 'slim geld' uit het buitenland.¹⁰¹

¹⁰⁰ <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304410504575560324115606894.html>

¹⁰¹ CPB (2005) Crossing borders: when science meets industry

5

De Nederlandse kapitaalmarkt

In dit hoofdstuk wordt de Nederlandse kapitaalmarkt besproken. Wie zijn de belangrijkste spelers en wat zijn de ontwikkelingen? Dit hoofdstuk gaat eerst in op de kredietverlening door banken en vervolgens op het risicokapitaal in Nederland.

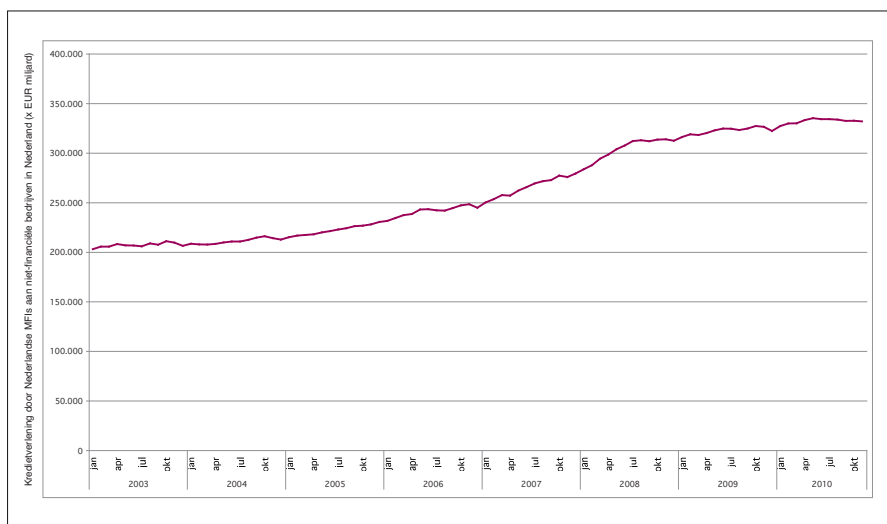
5.1 Kredietverlening door banken

Ruim 50 banken actief in Nederland...

In Nederland zijn ruim 50 banken actief.¹⁰² Het aantal spelers op de markt voor rekening-courant kredieten aan MKB-ondernemingen is echter beperkt. De drie grote banken ABN Amro Bank, ING Bank en Rabobank hebben een marktaandeel van ongeveer 85%.¹⁰³ Andere banken die ook gebruik maken van de borgstellingsregeling BMKB, en dus een actieve rol spelen in kredietverlening aan (innovatieve) ondernemingen, zijn Deutsche Bank Nederland, Friesland Bank, Triodos Bank en Van Lanschot Bankiers.

Kredietvolume op peil, maar minder nieuwe kredieten

Na de crisis krijgen de banken veel verwijten van ondernemers dat ze (te) voorzichtig zijn met kredietverlening.¹⁰⁴ De banken zelf geven aan dat zij slechts rationele beslissingen nemen en dat het aantal kredietaanvragen daalt. Uit de officiële cijfers van De Nederlandsche Bank (DNB) blijkt het totale volume aan verleende bedrijfskredieten nog steeds relatief hoog te zijn. Het totaal aan uitstaande kredieten



Figuur 6. Bedrijfskredietverlening in Nederland (cijfers DNB, 2010)

¹⁰² Zie Holland Financial Centre "Holland Financial Map" http://www.hollandfinancialcentre.nl/brochures/hfc_holland-financial-map.pdf

¹⁰³ NMa (2009) Rapportage Rekening-courantkredietverlening aan het MKB

¹⁰⁴ Zie bijvoorbeeld Financieel Dagblad (2010) MKB botst met banken

...met meer dan 300 miljard euro
aan uitstaande kredieten

Maar kredietverlening na crisis
gedaald...

...en zal waarschijnlijk niet
toenemen vanwege
solvabiliteitseisen

Banken meer aandacht voor jonge
innovatieve ondernemingen...

bedroeg 331 miljard euro eind 2010.¹⁰⁵ En stijgt nog steeds, al is de stijging de laatste jaren een stuk minder (zie Figuur 6). De figuur laat zien dat in de jaren voor de crisis (2007-2008) de kredietverlening sterk is gestegen en dat daarna de groei is afgezwakt naar het groeiniveau van de jaren voor 2007.

Uit gegevens van DNB blijkt dat veel banken vanaf eind 2007 tot op heden de kredietvoorwaarden hebben aangescherpt en dat tegelijkertijd de vraag naar leningen of kredietfaciliteiten vanaf 2009 is gedaald. Deze stijging resp. daling is logisch aangezien een sterke economische teruggang leidt tot minder investeringen en dus een lagere vraag naar krediet door ondernemers, en tot een hogere inschatting van risico en dus scherpere acceptatiecriteria door banken. De meest recente cijfers laten zien dat het aantal banken dat de acceptatiecriteria aanscherpt en de kredietvraag ziet afnemen, kleiner wordt. De vraag naar langlopende leningen lijkt weer toe te nemen, terwijl met name op kortlopende leningen momenteel enige verlichting in de acceptatiecriteria plaatsvindt. Uit onderzoek door de Nederlandse Vereniging van Banken blijkt dat er momenteel 35% minder nieuwe zakelijke kredieten tot 250.000 euro worden verleend dan vlak voor de crisis. Deels komt dit doordat er minder aanvragen zijn, maar voor een groter deel omdat banken meer aanvragen afwijzen (volgens MKB-Nederland).¹⁰⁶ Ondanks dat het totale kredietvolume op peil is gebleven, is het nog steeds lastig om nieuwe kredieten te krijgen, met name voor MKB-ondernemingen op zoek naar financiering voor langere-termijn investeringen. Vanwege de toenemende eisen aan de solvabiliteit zullen banken de komende jaren hun eigen vermogen moeten aanvullen, waardoor de verwachting is dat de kredietverlening voor innovatieve MKB-ondernemingen op korte termijn niet sterk zal verbeteren.

Meer aandacht voor jonge innovatieve ondernemingen

De banken in Nederland geven de laatste jaren meer specifieke aandacht aan jonge innovatieve ondernemers. Zo heeft de ABN Amro Bank al jaren een TechnoDesk en heeft de Rabobank sinds enkele jaren een lokaal initiatief in Eindhoven-Veldhoven, genaamd Teckle. Beiden richten zich op dienstverlening aan jonge innovatieve ondernemingen, waarbij ze zich niet alleen richten op kredietverlening maar ook op coaching en makelen/schakelen. Binnen de banken zelf zijn ze gespecialiseerd in het benutten van de diverse overheidsregelingen rond financiering, zoals garantieregelingen en microkredieten (zie hoofdstuk 4). Het voordeel hiervan is dat binnen deze banken kennis wordt opgebouwd over de waardering van innovatieve projecten en de mogelijkheden van het overheidsbeleid.

¹⁰⁵ Bron: www.statistics.dnb.nl, tabel 'Kredietverlening door Nederlandse mfi's aan niet-financiële bedrijven in Nederland, gecorrigeerd voor securitisaties en breuken'.

¹⁰⁶ Zie Taskforce Kredietverlening (2010) Eindrapport en Financieel Dagblad (2010) MKB botst met banken.

Rabobank

De Rabobank komt in de jaarlijkse meting van het Nederlandse investeringsklimaat als meest geliefde bank onder ondernemers naar voren.¹⁰⁷ In een aantal regio's heeft de Rabobank een specifiek loket voor technostarters. In Eindhoven is een nieuw concept hiervoor gelanceerd: Teckle. Daarnaast investeert de Rabobank in deze regio in de stichting Incubator 3+ en het investeringsfonds Technostars, is het actief betrokken bij *Money Meets Ideas* waar informele investeerders worden gekoppeld aan ondernemers en werkt het samen met de TU/e via TOP-leningen voor starters.¹⁰⁸

Nederlandse banken benutten mogelijkheden EIB

De Europese Investeringsbank (EIB) verstrekt leningen aan zowel publieke instellingen als particuliere bedrijven (waaronder banken). Projecten van een investeringsniveau boven de 25 miljoen euro financiert de EIB rechtstreeks; kleinere projecten worden indirect gefinancierd door middel van globale leningen aan banken in het betreffende land. In beide gevallen financiert de bank maximaal 50 procent van de projectkosten. Globale leningen zijn kredietlijnen aan plaatselijke banken of andere financiële instellingen, die deze gebruiken om, in overeenstemming met de richtlijnen van de EIB, investeringen van het MKB te financieren. De EIB-faciliteit zorgt voor een korting op de rente bij een lening. De faciliteit is sinds 2007 beschikbaar. In Nederland heeft de EIB echter pas in 2009 de eerste globale leningen verstrekt, aan de ING Bank en de Rabobank. In 2010 volgde de ABN Amro Bank. Per bank is zo'n 300 miljoen euro onder deze faciliteit beschikbaar.

5.2 Risicokapitaal

Aanbod daalt, vroege fase constant

In vergelijking met de hoeveelheid kredietverlening in Nederland, is het aanbod van risicokapitaal in Nederland bescheiden. Het totale vermogen onder beheer van participatiemaatschappijen bedroeg in 2009 23,3 miljard euro. Dat is ongeveer 7% van het totaal aan uitstaande bedrijfskredieten. Het economisch belang is significant. De NVP schat in dat de ondernemingen waarin door de participatiemaatschappijen is geïnvesteerd is, goed zijn voor 19% van het BNP en 6% van de werkgelegenheid in Nederland.¹⁰⁹

¹⁰⁷ Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

¹⁰⁸ Een TOP-lening is een lening van de Rabobank Eindhoven-Veldhoven van 12.000 euro, waarvoor de TU/e garant staat. TOP staat voor 'Tijdelijke OndernemersPlaatsen'. Deze regeling is 25 jaar geleden bedacht aan de Universiteit Twente en wordt daar nog steeds aangeboden (leningen van 20.000 euro, direct aan studenten zonder tussenkomst van een bank). Soortgelijke leningen worden door meer universiteiten aangeboden.

¹⁰⁹ NVP (2010) De Nederlandse Private Equity Markt in 2009. Het gaat hier om alle risicokapitaal, van vroege-fase tot late fase. In de Verenigde Staten wordt een iets hogere bijdrage gevonden: 21% van het BNP en 11% van de werkgelegenheid, zie NVCA (2010) Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed companies to the U.S. Economy.

...en sinds kort ook voor Europese
faciliteiten

Aanbod risicokapitaal daalt...

...vooral in late segment

69 actieve investeerders in Nederland...

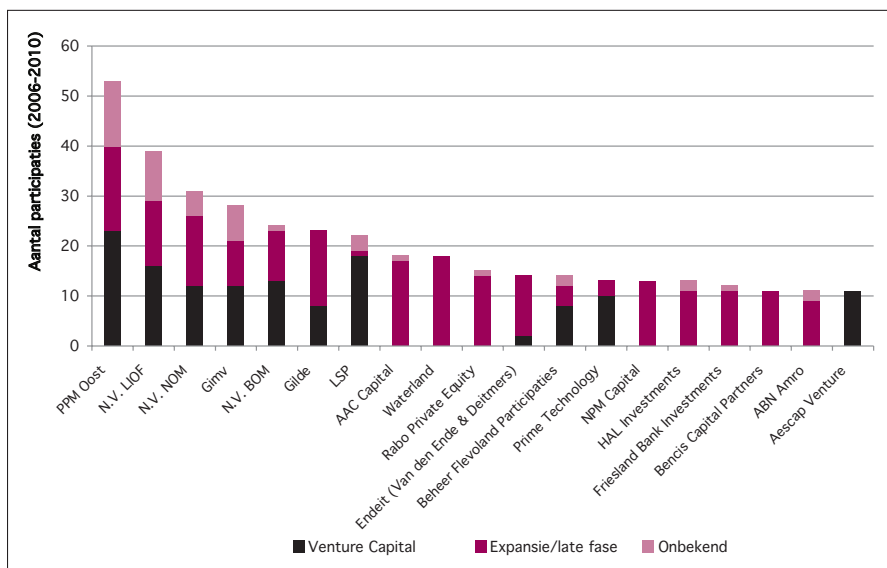
In 2009 ontvingen Nederlandse ondernemingen voor 816 miljoen euro aan investeringen door participatiemaatschappijen. Dit betreft alle risicokapitaal, zowel venture capital als risicokapitaal voor late fasen. Voor de crisis was dit veel meer; in het piekjaar 2007 werd in totaal voor nog bijna 4 miljard euro geïnvesteerd.¹¹⁰

Qua investeringsbedrag gaat het grootste deel (86%) naar investeringen in latere fasen. In deze categorie zijn de investeringen na de crisis enorm gedaald; van bijna 3 miljard euro in 2007 tot minder dan 0,5 miljard in 2009. Een klein deel van het investeringsbedrag (14% ofwel 112 miljoen euro) gaat naar venture capital (vroegefase en latere-fase) investeringen. Dit bedrag ligt maar net iets onder het niveau van 2007 (137 miljoen euro). Qua aantal investeringen ging bijna de helft (47%) in 2009 naar de vroegefase; dit is iets meer dan in 2007 (41%).

Belangrijke spelers

In 2009 waren er 69 actieve investeerders in Nederland. Dit is een daling ten opzichte van de jaren ervoor (ongeveer 80), maar nog steeds aanzienlijk meer dan in het slechtste jaar 2005, toen er maar 33 actieve investeerders waren.¹¹¹

De onderstaande figuur geeft een overzicht van de meest actieve investeerders op basis van het aantal investeringen vanaf 2006.¹¹²



Figuur 7. Aantal participaties (vanaf 2006) van meest actieve investeerders (bron: NVP)

¹¹⁰ NVP (2010) De Nederlandse Private Equity Markt in 2009

¹¹¹ Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

¹¹² Gebaseerd op actueel overzicht NVP van participaties (beschikbaar op website NVP). De categorie 'Venture Capital' omvat hier de NVP fasen early stage en seed; de categorie 'Expansie/late fase' omvat de overige fasen (buyout, secondary, restructuring, later-stage, growth en turnaround). Alle investeerders met meer dan 10 investeringen in Nederland (van 2006 tot en met augustus 2010) zijn in de figuur opgenomen.

...waarvan ROM's meest actief

Regionale ontwikkelingsmaatschappijen zijn meest actieve investeerders

De meest actieve investeerders in Nederland zijn de participatiemaatschappijen van de regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's: PPM Oost, LIOF, BOM en NOM).¹¹³ Zij zijn betrokken bij bijna de helft van het totale aantal investeringen in Nederland.¹¹⁴ Dit aandeel is al jaren zo hoog. De regionale fondsen zijn daarmee de meest actieve durfinvesteerders in Nederland. Het totale investeringsbedrag van de vier ROM's bedraagt gemiddeld per jaar 40 tot 45 miljoen euro.¹¹⁵

Private fondsen

De private spelers die het meest actief zijn in venture capital zijn Gimv (specialisatie: technologie, life sciences en cleantech), LSP (life sciences), Gilde (healthcare), Prime Technology (ICT) en Aescaep Venture (life sciences). In late-fase investeringen zijn relatief veel aan banken gelieerde fondsen actief.

Aantal buitenlandse durfinvesteerders daalt

Het aantal in Nederland actieve buitenlandse durfinvesteerders neemt af. In 2007 waren dit er 30 (in 2009 nog 21) die betrokken waren bij 19% van het aantal investeringen. Vooral Franse en Belgische durfinvesteerders waren actief in Nederland. Meestal doen buitenlandse investeerders alleen co-investeringen in een ander land; een lokale investeerder kan immers beter de kwaliteit van de ondernemer inschatten. De eerste vraag die een Nederlandse ondernemer van een buitenlandse investeerder krijgt is vaak: "Welke Nederlandse durfinvesteerder doet al mee?". Het blijkt echter dat in 2009 de buitenlandse investeerders bijna de helft van de investeringen direct doen, zonder Nederlandse co-investeerder. Het betreft voornamelijk grote investeringen.¹¹⁶

Informele investeerders spelen belangrijke rol...

Informele investeerders

Naast de grote fondsen, zijn ook de zgn. 'informal investors' (informele investeerders, ook wel 'business angels' of 'angel investors' genoemd) belangrijk. Dit zijn investeerders die hun eigen vermogen investeren in andere ondernemingen. Bijna 10% van de ondernemers richt zich tot deze informele investeerders voor financiering. Vaak zijn dit bekenden van de ondernemers, of ze worden eenvoudig via het netwerk van de ondernemer gevonden. Er zijn veel informele investeerders in Nederland, naar schatting meer dan duizend (en vermoedelijk nog meer dan duizend aspirant-investeerders). Zij treden niet graag op de voorgrond. Ze verenigen zich wel, bijvoorbeeld in het Business Angels Network Nederland, waarin weer kleinere netwerken (zoals TIIN Capital en Money Meets Ideas) aangesloten zijn.¹¹⁷ De informele investeerders investeren voornamelijk in de vroege-fase van ondernemingen.

...vooral in vroege-fase

¹¹³ Er zijn nog meer regionale ontwikkelingsmaatschappijen, zoals REWIN (West-Brabant), Impuls (Zeeland), Ontwikkelingsmaatschappij Noord-Holland-Noord en de Ontwikkelingsmaatschappij Flevoland BV (OMFL)

¹¹⁴ Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

¹¹⁵ Eigen berekening op basis van Decisio (2010) Evaluatie Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen

¹¹⁶ Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

¹¹⁷ TIIN Capital is The Informal Investor Network, waar 500 informele investeerders aan verbonden zijn. Money Meets Ideas is een initiatief van Schretlen & Co en KplusV Organisatieadvies.

Hoe word ik een goede informele investeerder?

Venture capital expert Mark Suster identificeert vijf essentiële vaardigheden voor een goede informele investeerder.¹¹⁸

1. *Access to great deal flow*; toegang hebben tot voldoende goede voorstellen
2. *Domain knowledge*; weten waar je in investeert
3. *Relationships with VC's*; toegang tot tweede ronde vervolgfianciering
4. *Deep pockets*; in staat zijn om vervolginvesteringen te doen
5. *Access to buyers*; mogelijkheden hebben om de investering te verkopen

TechnoPartner SEED fondsen

Dankzij het TechnoPartner programma van het ministerie van EL&I (zie vorig hoofdstuk) zijn sinds 2004 28 nieuwe investeringsfondsen opgericht, die zich richten op vroege-fase investeringen. In Figuur 3 zijn dit de zogenaamde 'public-backed' venture capital fondsen. Het ministerie van EL&I heeft de oprichting van deze fondsen mede mogelijk gemaakt dankzij een lening van 50%. De 28 fondsen hebben een investeringsbudget van bijna 190 miljoen euro, en hebben tot op heden 123 investeringen gedaan.¹¹⁹ Beoogd is een totaal aan bijna 300 investeringen. De TechnoPartner SEED fondsen waren in 2009 betrokken bij 21% van het aantal investeringen. In de voorgaande jaren lag dit percentage rond de 30%. Het belang van de SEED fondsen neemt dus af, ook in de vroege-fase investeringen. Waar in 2008 de SEED fondsen nog (mede)verantwoordelijk waren voor 80% van de vroege-fase investeringen, is dit percentage in 2009 gezakt naar 43%. Dit is nu minder dan de regionale investeerders, die bij 52% van het aantal investeringen betrokken waren.

Internationale positie van Nederland

Qua totale investeringen in risicokapitaal scoort Nederland internationaal gezien laag.¹²⁰ Deze lage positie komt vooral door een grote daling in late-fase investeringen in de laatste jaren. Specifiek voor vroege-fase venture capital scoort Nederland relatief beter. In 2008 investeerden alleen Israël en de Verenigde Staten meer dan Nederland in vroege-fase venture capital.¹²¹ De omvang van vroege-fase investeringen is in Nederland de laatste jaren op peil gebleven, ook in vergelijking met de jaren voor de crisis.¹²² In vergelijking met de rest van Europa wordt de venture capital markt in Nederland minder hard geraakt.¹²³

Volgens een internationaal vergelijkend onderzoek is Nederland momenteel het negende aantrekkelijkste land voor investeringen in risicokapitaal.¹²⁴ In het vorige onderzoek van vier jaar geleden stond Nederland nog op een veertiende plek. De betere positie is vooral te danken aan de algemene economische groei en verbete-

¹¹⁸ www.bothsidesofthetable.com/angel-topics

¹¹⁹ Stand van zaken per februari 2011. Bron: website TechnoPartner.

¹²⁰ Bron: EVCA (2010) Yearbook 2010 en NVP (2010) Meer kapitaal nodig voor ondernemerschap en innovatie

¹²¹ Bosma en Levie (2010) Global Entrepreneurship Monitor: 2009 Global Report

¹²² NVP (2010) De Nederlandse Private Equity markt in 2009

¹²³ Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

¹²⁴ IESE (2010) The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, 2009/2010 Annual

28 TechnoPartners SEED fondsen
goed voor bijna 200 miljoen euro

In Nederland relatief weinig
risicokapitaal

...maar wel relatief veel vroege-
fase venture capital

ringen in het fiscale systeem, alhoewel Nederland bij deze laatste nog steeds een relatief lage ranking heeft.¹²⁵ Ook de NVP constateert in een onderzoek naar het Nederlandse vestigingsklimaat voor investeringsfondsen dat, hoewel de meerderheid van de investeringsfondsen nog wel tevreden is over het fiscale vestigingsklimaat, er zeker verbeteringen mogelijk zijn.¹²⁶

Nederland scoort nog steeds hoog op de kwaliteit van de kapitaalmarkt, maar de positie is wel verslechterd ten opzichte van andere landen. Een aspect waar Nederland slecht scoort en ook nog relatief is achteruitgegaan is het aantal en volume van beursgangen ('IPO market activity').

Ontwikkelingen in risicokapitaal

Sinds de crisis is het opgehaalde vermogen door participatiemaatschappijen drastisch gedaald (zie Figuur 8). Ongeveer de helft van het vermogen in Nederland komt van institutionele beleggers (pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen). Juist bij deze groep is de daling het grootst. Er is een aantal crisisgerelateerde oorzaken hiervoor aan te wijzen. Een oorzaak heeft te maken met de afwaardering van andere beleggingscategorieën (bijvoorbeeld vastgoed). De 'asset allocation' modellen die gebruikt worden, geven de gewenste verhouding aan tussen investeringen in verschillende categorieën; wanneer andere categorieën minder waard zijn, betekent dit dat de beleggingen in risicokapitaal zullen moeten dalen.

Daarnaast speelt ook mee dat de solvabiliteitseisen aangescherpt worden. Institutionele beleggers kunnen hierdoor minder aan risico blootgesteld worden. Omdat beleggingen in risicokapitaal relatief hoge risico's hebben, heeft dit een negatief effect op de allocatie in deze categorie. De NVP verwacht dat dit voorlopig niet zal veranderen, en voorziet dat er binnen enkele jaren een tekort zal zijn aan risicokapitaal, zeker als de economie weer aantrekt.¹²⁷ Deze daling vindt niet alleen in Nederland plaats. Ook in het Verenigd Koninkrijk er beduidend minder 'fundraising' sinds de crisis. De daling is daar nog sterker dan na de financiële crisis aan het begin van deze eeuw.¹²⁸

Desondanks kondigden de pensioenfondsen ABP uit Nederland en Omers uit Canada medio 2010 aan om een nieuw fonds op te richten dat wil investeren in technostarters. Eerder, eind 2008, was APG (de uitvoerder van ABP) betrokken bij de oprichting van IMQubator door het Holland Financial Center. APG belegt 250 miljoen euro in IMQubator, een fonds dat als doel heeft om initiatieven van ervaren vermogensbeheerders die voor zichzelf willen beginnen, te ondersteunen met

¹²⁵ Het betreft hier zgn. 'tax incentives', bestaande uit 'marginal corporate tax rate', 'incentive for being an entrepreneur', 'labor tax and contributions' en 'profit and capital gains tax'.

¹²⁶ NVP (2010) De staat van het Nederlandse vestigingsklimaat voor investeringsfondsen in 2009; fiscale verbetermogelijkheden hebben betrekking op gebrek aan transparantie en wisselvallig beleid.

¹²⁷ Financieel Dagblad (2010) Aanbod risicokapitaal slinkt

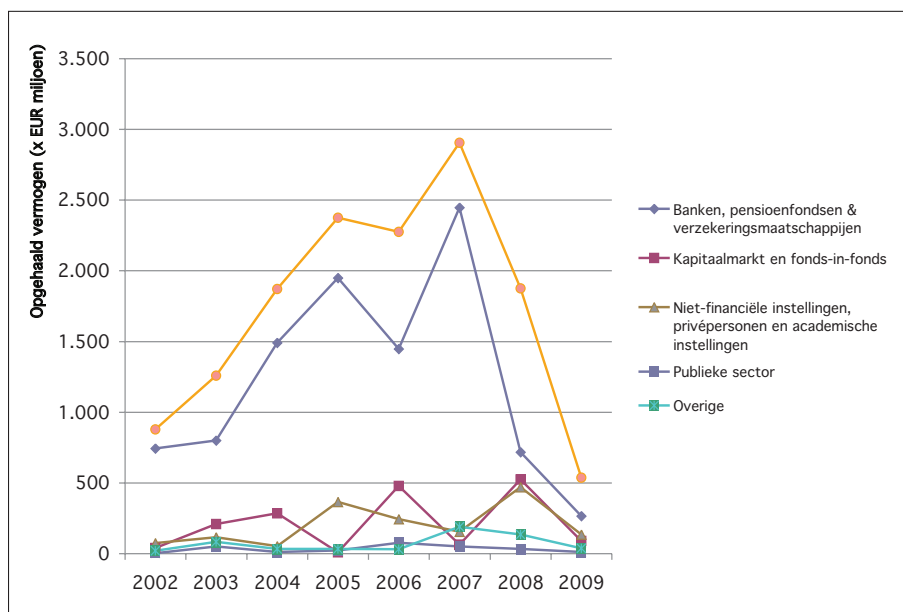
¹²⁸ Pierrakis (2010) Venture Capital: Now and After the Dotcom Crash

Nauwelijks beursgangen

Banken en pensioenfondsen
beleggen minder in
risicokapitaal...

...vanwege hoge risico's

Maar ABP start nieuw fonds voor
technostarters



Figuur 8. Opgehaald vermogen door participatiemaatschappijen (2002-2009, NVP, 2010)

beleggingskapitaal waarmee een levensvatbare start kan worden gemaakt. Op voorwaarde dat deze nieuwe fondsen vanuit Nederland opereren. Op deze manier wil IMQubator aan de ene kant financieel toptalent naar Nederland trekken (of voor Nederland behouden) en aan de andere kant pensioenfondsen de mogelijkheid bieden om kostenefficiënt te participeren in dit type beleggingen.¹²⁹

ABP start investeringsfonds

Pensioenfondsen ABP uit Nederland en Omers uit Canada gaan investeren in technostarters met vernieuwende ideeën en technologieën. Ze doen dat in het samenwerkingsverband INKEF Capital. INKEF mikt op bedrijven in biotechnologie, nanotechnologie en ICT, en heeft een lange investeringshorizon. In de eerste vijf jaar van het vijftien jaar durende programma zal INKEF Capital 200 miljoen investeren in Canada en Nederland: 100 miljoen in elk van beide landen.

Frank Landsberger (Nederlandse INKEF-directeur): "We zoeken naar projecten in een vroeg stadium waarmee we over tien tot vijftien jaar geld kunnen verdienen. INKEF hoeft niet zoals bij gewoon risicokapitaal, binnen drie of vijf jaar te cashen. Bovendien past dat goed bij de timing van pensioenfondsen."¹³⁰ INKEF passeert bewust de bestaande venture capital fondsen en gaat het beheer zelf doen. Zonder hoge management fees, en met voldoende risicospreiding en kapitaal om door te investeren, denkt INKEF een voldoende rendement te kunnen halen. Mede gebaseerd op het idee dat er voldoende hoogwaardige kennis in Nederland aanwezig is.¹³¹

¹²⁹ De ambitie is om naast de 250 miljoen euro van APG nog 750 miljoen euro kapitaal van andere pensioenfondsen aan te trekken. Voor zover bekend is dit niet gelukt.

¹³⁰ Bron: website Technopartner.

¹³¹ Zie www.ipe.com/nederland/nederlands-canadees-initiatief-van-start-met-200-miljoen-euro_35819.php

6

Knelpunten bij financiering in Nederland

In dit hoofdstuk gaan we dieper in op de knelpunten die in Nederland worden geconstateerd met betrekking tot financiering van innovatie en groei. Eerst behandelen we knelpunten aan de kant van de ondernemers en vervolgens wordt ingegaan op knelpunten bij kredietverlening en risicokapitaal.

6.1 Knelpunten bij ondernemers

Niet alle knelpunten zitten aan de kant van de kapitaalverstrekkers. Er zitten ook belangrijke belemmeringen in het verkrijgen van financiering aan de kant van de ondernemers zelf. Deze worden hieronder besproken.

Onvoldoende verdiepen in kapitaalmarkt

Veel Nederlandse ondernemers verdiepen zich onvoldoende in de wereld van investeerders. Zij vergeten vanuit het perspectief van de investeerder naar hun eigen plannen te kijken. Veel voorkomende missers van ondernemers bij de zoektocht naar kapitaal zijn: geld vragen aan een partij die voorwaarden stelt waaraan de ondernemer niet kan of wil voldoen, en een partij benaderen zonder te weten wat deze partij beweegt om te investeren.¹³² De meeste ondernemers wenden zich automatisch tot banken voor financiering, terwijl banken meestal nauwelijks een rol van betekenis kunnen spelen in de beginfase van een innovatieve onderneming. In deze fase kunnen ondernemers, als zij externe financiering zoeken, beter terecht bij durfinvesteerders. Teleurstellend is dan de constatering dat slechts 16% van de technostarters het begrip 'business angel' blijkt te kennen.¹³³ Wanneer ondernemers wel met durfinvesteerders om de tafel zitten, blijkt vaak de kwaliteit van de business plannen ondermaats. Niet alle ondernemers beseffen dat durfinvesteerders bij innovatieve starters kijken naar de waarde die wordt gecreëerd voor de klant (wordt er een reëel probleem opgelost?), naar het groeiperspectief (is het schaalbaar?), de kennis, vaardigheden en ambitie van de ondernemer (kan en wil de ondernemer het?) en de mate waarin de risico's in te schatten en te beheersen zijn.

Gelukkig zijn er vele organisaties die ondernemers hierin kunnen opleiden en coachen, en pakt de overheid dit beleidsmatig ook op, via programma's als Groei-

Er zitten ook knelpunten bij ondernemers zelf

Ondernemers zijn niet altijd bekend met durfinvesteerders...

¹³² Witte (2008) De Gids Startkapitaal editie 2008

¹³³ Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

...en sommigen willen liever geen
risicokapitaal

versneller en het Valorisatieprogramma, waarin volop aandacht is voor de relevante ondernemersvaardigheden ten aanzien financiering van innovatie en groei.

Liever geen risicokapitaal

Een aantal ondernemers die wel bekend zijn met risicokapitaal, heeft grote moeite om met durfinvesteerders in zee te gaan. Dit komt voornamelijk omdat zij de volledige controle over hun onderneming willen behouden, en niet bereid zijn om zeggenschap te delen. Dit is hun goed recht, maar de consequentie is dat ze dan geen externe financiering kunnen vinden. Wat hier meespeelt is het fenomeen "onbekend maakt onbemind". Er zijn nog steeds veel verhalen in omloop van investeerders die ondernemers min of meer hebben kaalgeplukt. Het is belangrijk dat de ondernemer de investeerder kent en dat er een vertrouwen tussen de twee ontstaat. Meer goede durfinvesteerders in Nederland, met echt slim geld en daarmee meer succesverhalen over de toegevoegde waarde van durfinvesteerders, zou veel goeds kunnen doen in Nederland.

6.2 Knelpunten rond kredietverlening

De pessimistische inschatting van marktverwachtingen in combinatie met de druk om de eigen solvabiliteit te verbeteren (Basel III), betekent dat banken sinds de crisis minder snel kredieten verlenen aan innovatieve ondernemingen. De verwachting is dat dit de komende jaren niet structureel zal verbeteren.

"Verwacht niet teveel van banken"

Arnoud Boot: "Door de introductie van vergaande innovaties is de volatiliteit van banken enorm toegenomen zonder de positieve effecten van financiële markten voor innovatie. De huidige financiële crisis noopt ze nu om eerst die volatiliteit terug te dringen. Dat betekent dat je de komende jaren weinig hoeft te verwachten van banken als partner voor snelgroeiende bedrijven en radicale innovators. Oplossingen zullen moeten komen uit mogelijke (in- of externe) afsplitsingen van banken die meer dienstbaarheid gaan betonen aan vernieuwing en ondernemerschap en uit de rest van het financiële systeem. Het is een taak van alle betrokken partijen en de overheid om een dergelijke markt tot stand te laten komen, inclusief een structuur voor effectief toezicht."¹³⁴

De garantieregelingen van het ministerie van EL&I grijpen prima aan op het probleem van een te hoog risico voor de banken. Zeker met de uitbreidingen van de garantieregelingen als reactie op de crisis, wordt het risico voor de banken verlaagd. Er wordt dan ook veel gebruik gemaakt van de garantiemogelijkheden. Het instrument grijpt goed aan op het marktfalen. Een aandachtspunt is dat specifieke mate

¹³⁴ Quote van Arnoud Boot tijdens AWT seminar over Financiering voor Innovatie, 1 februari 2010 (<http://www.awt.nl/?id=653>)

Kredietverlening banken zal niet
toenemen

Huidig beleid werkt goed

Structureel knelpunt blijft inschatting waarde innovatie...

...waar kwaliteitslabels bij helpen

van marktfalen afhankelijk is van de conjunctuur; garantieregelingen zouden echt anticonjunctureel moeten werken en in goede tijden veel minder garanties moeten geven dan in slechte tijden. Snelle aanpassingen moeten daarom mogelijk zijn.

Het probleem van transactiekosten voor kleine kredieten kan ondervangen worden door gebruik te maken van efficiënte werkprocessen zoals Qredits dat doet. Mogelijk springen (nieuwe) banken de komende jaren in het gat van kredieten tussen pakweg 25.000 euro en 100.000 euro die de grote gevestigde banken veelal laten liggen.

Het enige echte knelpunt dat overblijft is de beperkte kunde van banken om de waarde van innovatie in te schatten. Daartoe is het belangrijk dat banken gebruik kunnen maken van kennis van anderen die dit beter kunnen. Belangrijke instrumenten hier zijn *labels* voor hoge kwaliteit, zoals het Technopartner Label, de SBIR competitie of competitie zoals New Venture.¹³⁵ Een winnaar van New Venture gaf aan dat de houding van potentiële investeerders na het winnen van de competitie veel positiever was. En ook samenwerking tussen banken met andere partijen in het innovatiesysteem, zoals Rabobank Teckle doet in de regio Eindhoven, helpt het leerproces bij banken om de waarde van innovatie beter in te schatten.

Wellicht is er ook meer te doen met het intellectueel kapitaal van innovatieve ondernemingen. Technostarters beschikken vaak over een aantal patenten, die vooral gezien worden als bescherming tegen inbreuk op intellectuele eigendomsrechten. Patenten worden zelden als onderpand gezien. In de Verenigde Staten begint langzaam een kapitaalmarkt voor intellectueel eigendom van de grond te komen. Dit kan tot gevolg hebben dat het bezit van patenten meer zekerheden biedt, waardoor investeerders sneller bereid zijn om in stappen.

Een kapitaalmarkt voor uitvindingen¹³⁶

Nathan Myhrvold, ceo en medeoprichter van Intellectual Ventures, probeert in de Verenigde Staten een kapitaalmarkt voor uitvindingen op te zetten. Zijn motivatie ligt in het feit dat de uitvinders-“branche” gebrekkig functioneert en een groot gebrek aan financiering heeft. De afhankelijkheid van geldstromen van overheden is volgens hem veel te groot. Dat komt omdat de wereld van onderzoek en ontwikkeling niet is georganiseerd als een activiteit met winstoogmerk. Zijn ambitie is om een markt te ontwikkelen waar patenten efficiënt kunnen worden gekocht, verkocht of in licentie gegeven, via investeringsfondsen die de grote risico's ondervangen door grote kolossale portefeuilles op te bouwen en deze zo te verpakken dat de waarde ervan gemaximaliseerd kan worden. Professionele uitvindingskapitalisten zouden niet alleen dergelijke fondsen kunnen beheren maar ook diensten kunnen leveren om ondernemingen, universiteiten en individuele uitvinders te helpen hun ideeën te gelde te maken.

¹³⁵ New Venture is een initiatief van McKinsey & Company en het ministerie van Economische Zaken om innovatief ondernemerschap te stimuleren. Het is een competitie voor startende ondernemers (max. 2 jaar oud) met prijzen tot € 25.000.

¹³⁶ Overgenomen uit Myhrvold (2010) Een kapitaalmarkt voor Eureka!

Institutionele beleggers
investeren minder in
risicokapitaal...

...vanwege lage rendementen en
kleine schaal

Oorzaak ligt in werking van
risicokapitaalmarkt...

6.3 Knelpunten rond privaat risicokapitaal

In Nederland komt ruim de helft van het risicokapitaal van institutionele beleggers (banken, verzekeraars en pensioenfondsen). Sinds de crisis investeren zij veel minder vermogen in risicokapitaal. Dit heeft een aantal crisisgerelateerde oorzaken, zoals beschreven in hoofdstuk 5. Maar er is ook een achterliggend, veel fundamenteeler probleem. Het rendement op risicokapitaal is gemiddeld laag in vergelijking met andere beleggingscategorieën. Als het (privaat) rendement op risicokapitaal hoog genoeg zou zijn in relatie tot het hoge risico, dan is het niet meer dan logisch dat (institutionele) investeerders hierin zullen investeren. Er is een groot aantal fondsen dat uitstekende rendementen behaalt. Echter, de gemiddelde rendementen vallen vaak tegen. In Figuur 9 wordt het gemiddeld rendement weergegeven voor Europees risicokapitaal (het gaat om de gemiddelde 5-jaars rendement).¹³⁷ Terwijl op lange termijn beleggingen in aandelen veruit meer rendement opleveren dan obligaties, is dit niet het geval voor risicokapitaal.

Vooraf het rendement in venture capital is laag; het rendement op late-fase investeringen is hoger. Dit verklaart waarom institutionele beleggers, als zij al investeren in risicokapitaal, vooral in latere fasen investeren en veel minder in venture capital. Toch blijven ook in de latere fasen de rendementen achter bij de rendementen op aandelen.¹³⁸

Ook de schaal is een probleem. Pensioenfondsen willen geen kleine bedragen investeren en zoeken grotere fondsen om in te beleggen. Veel pensioenfondsen beschikken niet over voldoende expertise om zich te verdiepen in risicokapitaal. Zeker voor kleine pensioenfondsen loont dit niet.¹³⁹

Verklaringen voor lage rendement op risicokapitaal

Het gemiddeld rendement op risicokapitaal is in Nederland/Europa veel lager dan in de Verenigde Staten.¹⁴⁰ Er is veel onderzoek gedaan naar een verklaring voor dit verschil. Het blijkt dat dit verschil grotendeels te verklaren valt door verschillen in de werking van de risicokapitaalmarkten in de Verenigde Staten en Europa en niet door andere regionale verschillen.¹⁴¹

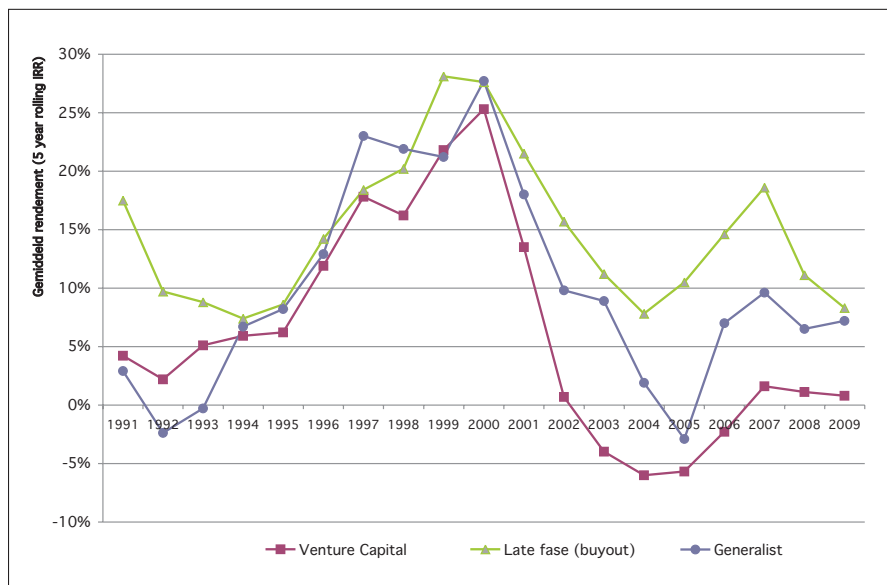
¹³⁷ Voor de berekening van het rendement wordt de zgn. *Internal Rate of Return* (IRR) gebruikt. Een IRR-berekening kan worden gemaakt voor de investering(en) in een enkel bedrijf, maar ook voor alle investeringen gemaakt binnen een fonds. De berekening is complexer dan normaal, omdat bij durfinvesteringen in bedrijven vaak niet al het toegezegde geld direct wordt overgemaakt. Het geld wordt vaak in porties goedgekeurd, afhankelijk van het bereiken van mijlpalen. De berekening moet dan ook voor alle porties afzonderlijk worden gemaakt. Het gewogen totaal daarvan is de IRR. Ontleend aan <http://www.venturemedia.net/firms.com/Uitleg/IRR.htm>.

¹³⁸ Phalippou en Gottschalg (2007) *The Performance of Private Equity Funds*

¹³⁹ Sovran (2006) *Private Equity Funds of Funds*

¹⁴⁰ Zie onder meer Van Tilburg (2009) *Finance for Innovation*. Het verschil in gemiddeld rendement wordt voor een deel verklaard door grote successen met ICT- en internetbedrijven in de VS, maar ook zonder deze successen presteren de fondsen in de VS gemiddeld beter.

¹⁴¹ Lindström en Maula (2007) *Venture Capital performance determinants and differences between Europe and Northern America*



Figuur 9. Gemiddeld rendement op Europees risicokapitaal (bron: EVCA, 2010)

De meest relevante oorzaken zijn:

- Verschillen in fondskenmerken, te weten:
 - meer expertise en specialisatie aanwezig in de VS;
 - grotere schaal in de VS;
 - meer syndicatie in de VS;
 - actievere rol van kapitaalverschaffers in de VS;
 - minder financieringsronden nodig in de VS;
- Slechtere exit-mogelijkheden in Nederland.

Deze oorzaken worden hieronder verder uitgewerkt.

Oorzaak 1: verschillen in fondskenmerken

Het verschil in rendement tussen Nederlandse/Europese en Amerikaanse fondsen kan voor een deel verklaard worden door de verschillen in de investeringsfondsen, zowel qua kwaliteit als qua type investeringen. Hieronder wordt een aantal verschillen uitgewerkt.

Vershil 1: meer expertise en specialisatie aanwezig in de VS

In de Verenigde Staten bestaat de venture capital markt al sinds de jaren '70, en daar heeft het tientallen jaren geduurd voordat het volwassen was. In Nederland en Europa lopen we 15 tot 20 jaar achter. Mede hierdoor is in de Verenigde Staten meer expertise aanwezig bij investeringsfondsen dan in Europa. Dit hangt samen met het feit dat de gemiddelde fondsomvang in de Verenigde Staten groter is dan in Europa, waardoor het beter mogelijk is om te specialiseren in specifieke markten/technologieën. En specialisatie, en dus een betere marktkennis, leidt tot betere

...waar Nederland 15 tot 20 jaar achterloopt op VS

resultaten. Experts in de Verenigde Staten verwachten dat de venture capital markt in de Verenigde Staten de komende jaren zal moeten inkrimpen (zie tekstbox).

Kapitaalmarkt in de Verenigde Staten zal moeten inkrimpen

In de Verenigde Staten gaan steeds meer geluiden op dat de venture capital industrie de komende jaren zal moeten gaan inkrimpen, omdat deze jarenlang (te) groot is geweest dankzij de opkomst van ICT- en internetindustrie. De rendementen lopen ook langzaam terug. Nu deze industrie volwassen wordt, liggen daar minder kansen voor risicokapitaal.¹⁴² Er zit volgens sommige experts teveel geld in het systeem waardoor teveel wordt geïnvesteerd in minder kansrijke ondernemingen. De verwachting is dat slecht presterende fondsen langzaam zullen verdwijnen, dat de fondsen die geld ophalen kleiner zullen worden, dat fondsen zich steeds meer zullen richten op vroege-fase investeringen (daar is minder kapitaal voor nodig) en dat er een kleine bubble in vroege-fase investeringen zal ontstaan.¹⁴³

Nederland heeft minder gespecialiseerde fondsen...

In Nederland zitten weliswaar relatief veel fondsen die zich op de life sciences richten, maar rondom andere sterke Nederlandse sectoren/markten/technologieën lijken er minder gespecialiseerde fondsen te zijn. Ook de ROM's, die een belangrijke rol spelen, hebben eerder een regionale oriëntatie dan een inhoudelijke oriëntatie. Hoewel in sommige regio's steeds meer een inhoudelijke differentiatie optreedt.¹⁴⁴

Vershil 2: grotere schaal in de VS

Een voorwaarde voor specialisatie is dat er voldoende schaal aanwezig is. Er moet dus een groot aanbod zijn van voorstellen in een bepaald segment. In Nederland is de 'deal flow' veel kleiner dan in de Verenigde Staten; een investeerder met ervaring op beide plekken spreekt van een factor 10 verschil. Dit heeft allereerst te maken met een lager ambitieniveau, zoals eerder besproken. Maar ook met het feit dat de thuismarkt voor Nederlandse ondernemers in vergelijking met die in de Verenigde Staten veel kleiner is. Durfinvesteerdere kijken naar de schaalbaarheid van de onderneming, en zijn in Nederland alleen geïnteresseerd als de onderneming goede exportmogelijkheden heeft. Ondernemers die niet de ambitie hebben om te internationaliseren, vallen dus af. En voor veel ondernemers die wel deze ambitie hebben, levert het een aantal extra belemmeringen op, zoals verschillen in taal, regelgeving en cultuur.¹⁴⁵ De plannen zoals aangekondigd in de Innovation Union, om de Europese innovatiemarkt verder te versterken, zijn in dit kader belangrijk.

¹⁴² Kedrosky (2009) Right-sizing the U.S. Venture Capital industry

¹⁴³ Zie onder meer Weblog Mark Suster, www.bothsidesofthetable.com, 16 juli 2010

¹⁴⁴ Het ministerie van EL&I vraagt de ROM's om hun participaties meer te richten op de regionale speerpunten (uit Pieken in de Delta).

¹⁴⁵ Het ministerie van EL&I biedt via NL EVD Internationaal Ondernemen (onderdeel van Agentschap NL) ondersteuning aan ondernemers bij het internationaal ondernemen. Deze ondersteuning is veelal in de vorm van informatie en contacten, soms ook financieel.

...en de 'deal flow' is kleiner, door gebrek aan ambitie en kleine thuismarkt...

...en minder syndicatie...

...mede omdat ROM's niet altijd openstaan voor syndicatie met private investeerders

Kapitaalverschaffers moeten kaf van koren scheiden

Vershil 3: meer syndicatie in de VS

Ook het gebruik van syndicatie (meerdere fondsen investeren samen in een onderneming) is lager in Europa dan in de Verenigde Staten. Syndicatie is een goede manier om zowel kapitaal als de expertise van verschillende investeerders te bundelen. Sommige investeerders hebben zich gespecialiseerd in een bepaalde regio, anderen in een bepaalde technologie en weer anderen in een bepaalde markt. Meer syndicatie leidt tot betere resultaten.¹⁴⁶ In Nederland neemt de syndicatie af sinds de crisis.¹⁴⁷ Het gemiddeld aantal investeerders per investering lag in 2009 op 1,5, terwijl dit voor de crisis nog 1,6 was (en 10 jaar geleden 2,3). Dit komt omdat er minder fondsen actief zijn geworden. Een investeerder gaf aan dat de ROM's in potentie goede syndicatiepartners zijn, maar dat ze die rol nog niet altijd goed oppakken: het komt voor dat ROM's zelfstandig investeren en niet open staan voor samenwerking met private investeerders. Dit wordt veroorzaakt doordat ROM's enerzijds worden geacht risicovolle investeringen te doen (veel innovatieve starters) en anderzijds als rendementseis hebben om minimaal de inflatie te compenseren. Dit betekent dat ROM's soms ook lucratieve, minder risicovolle investeringen moeten doen om voldoende rendement te genereren; dit zijn investeringen waar private durfinvesteerders normaliter ook in willen stappen. In dit verband is de deelname van de ROM's aan de Groeifaciliteit relevant, omdat hiermee het risico op de zeer risicovolle investeringen wordt afgedekt, zodat het bij minder risicovolle investeringen minder onaantrekkelijk wordt voor de ROM's om te syndiceren met private investeerders.

Vershil 4: actievare rol van kapitaalverschaffers in de VS

Uit onderzoek blijkt dat het rendement op risicokapitaal sterk varieert afhankelijk van verschillende soorten kapitaalverschaffers (de 'Limited Partners').¹⁴⁸ Fondsen die zijn geselecteerd door institutionele beleggers (banken en pensioenfondsen) presteren significant slechter dan fondsen waar 'endowments' in investeren.¹⁴⁹ Ook de prestatie van dakfondsen blijft achter. Een verklaring is dat 'endowments' er meer 'bovenop zitten', selectiever zijn in de fondsen waarin ze investeren. Zij zijn actiever in het scheiden van het kaf van het koren. Zij zullen strenger toezien op de beloningsstructuur van de fondsmanagers, zodat het rendement niet wordt aangetast door te hoge 'management fees'.¹⁵⁰ Hier liggen nog kansen voor Nederland. De Nederlandse investeringsfondsen verkrijgen hun kapitaal namelijk voor een groot deel (ongeveer de helft) van institutionele beleggers. Al is de laatste jaren het nieuwe kapitaal dat institutionele beleggers in participatiemaatschappijen hebben geïnvesteerd enorm gedaald als gevolg van de kredietcrisis, toch blijft het aandeel van

¹⁴⁶ Gerasymenko en Gottschalg (2008) Antecedents and consequences of venture capital syndication; Lindström (2006) Venture Capital Performance Determinants and Differences between Europe and Northern America

¹⁴⁷ Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

¹⁴⁸ Lerner et al. (2007) Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle

¹⁴⁹ Dit zijn fondsen die zijn opgericht door instellingen, vaak universiteiten, maar soms ook ziekenhuizen of religieuze instellingen.

¹⁵⁰ Phalippou en Gottschalg (2007) The Performance of Private Equity Funds

banken en pensioenfondsen rond de 50%. Interessant in dit verband is de manier waarop ABP het nieuwe fonds INKEF wil gaan beheren. In plaats van te werken met een extern investeringsfonds, wil ABP dit fonds zelf actief gaan beheren en hiermee besparen op 'management fees'.

Vershil 5: minder financieringsronden nodig in de VS

Uit onderzoek blijkt dat het gemiddeld aantal benodigde financieringsronden in Europa groter is dan in de Verenigde Staten en dat dit deels de verschillen in gemiddeld rendement verklaart.¹⁵¹ De slagkracht is in de Verenigde Staten groter: investeerders zijn in staat om sneller meer kapitaal te mobiliseren.¹⁵² Het voordeel van meerdere financieringsronden is dat dit het risico voor de investeerder verlaagt. Het nadeel is dat de ondernemer steeds weer opnieuw het hele verhaal moet uitleggen aan potentiële investeerders, wat veel tijd en energie kost, en dat de initiële investeerders onzekerheid hebben ten aanzien van de beschikbaarheid van vervolggapitaal.

De vijf bovenbeschreven verschillen hebben onderlinge relaties. Meer syndicatie bijvoorbeeld leidt tot het delen van kennis en expertise. Meer syndicatie zal ook leiden tot minder financieringsronden. Een grotere schaal (meer aanbod van goede voorstellen) zal samengaan met een actievere betrokkenheid van kapitaalverschaffers.

Oorzaak 2: slechte exit-mogelijkheden in Nederland

Het rendement op investeringen in ambitieuze ondernemingen wordt gemaakt op het moment dat de onderneming wordt verkocht of wanneer een aandelenemissie plaatsvindt. Voordat er wordt geïnvesteerd in een onderneming, is het essentieel voor de durfinvesteerder dat er goede mogelijkheden zijn om de onderneming na een aantal jaar met een goed rendement te verkopen. Geen exit, dan geen rendement, en dus geen investering. Bij gebrek aan een actieve aandelenmarkt voor dit soort jonge ondernemingen (zoals de NASDAQ) gebeurt dit in Nederland voornamelijk via onderhandse verkoop aan grote industriële partners (vaak uit het buitenland) of doorverkoop aan grotere fondsen.

Gebrek aan beursgangen

In Amerika wordt als exit-strategie veel vaker een beursgang (IPO – Initial Public Offering) gemaakt. In Nederland gebeurt dit de laatste jaren nauwelijks, ondanks de oprichting van de alternatieve beurs Alternext Amsterdam die zich specifiek richt op kleine- en middelgrote ondernemingen. Aan deze beurs zijn nauwelijks noteringen en het lijkt erop dat er in Europa niet veel ruimte is voor dit soort alternatieve beurzen. Waarschijnlijk heeft alleen de AIM in Londen voldoende kritische massa om succesvol te zijn.

¹⁵¹ Lindström en Maula (2007) Venture Capital performance determinants and differences between Europe and Northern America

¹⁵² Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting

**Slagkracht van durfinvesteerders
in de VS is groter**

**Geen exit, dan geen rendement,
dus geen investering**

**Nauwelijks beursgangen in
Nederland**

Alternext Amsterdam

Alternext is in Europa gestart na een voorbeeld uit Engeland, de AIM (Alternative Investment Market). Die beurs bleek een groot succes. In tien jaar tijd is er voor 16 miljard euro aan kapitaal opgehaald en hebben 1.300 bedrijven een beursnotering. In 2005 werd in Parijs de eerste beurs van Alternext gestart. Daar hebben inmiddels 155 bedrijven een notering aan de nieuwe beurs. Daarna werden Alternext Brussel en Alternext Amsterdam gestart. Aan de laatste hebben momenteel nog slechts twee bedrijven een notering, terwijl er 11 noteringen zijn in Brussel (in september 2010 vond daar de eerste nieuwe notering sinds 2 jaar plaats).

Te weinig financieringsmogelijkheden na de vroege-fase

Voor de vroege-fase venture capital fondsen in Nederland zijn de exit-mogelijkheden beperkt, enerzijds omdat ze niet de 'diepe zakken' hebben die nodig zijn om door te investeren en te wachten op betere tijden, en anderzijds omdat er nauwelijks latere-fase fondsen zijn die de participaties willen overnemen. Op dit moment zijn volgens de NVP in Nederland slechts 10 investeringsfondsen met voldoende omvang om grote investeringen te doen in ondernemerschap en innovatie. Met 28 TechnoPartner SEED fondsen, die in 2005 hun eerste investeringen deden en rond dit moment hun eerste exits willen maken, is de verwachting dat de komende jaren de behoefte aan latere-fase venture capital groot wordt. Terwijl het opgehaalde kapitaal van de meeste fondsen juist afneemt.

Om dit probleem aan te pakken, heeft in een aantal landen om ons heen de overheid de oprichting van zogenaamde 'dakfondsen' gestimuleerd. De Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen heeft recentelijk aan de Nederlandse overheid voorgesteld om ook in Nederland een dakfonds op te richten van 300 miljoen euro, met gelijke investeringen door de Nederlandse overheid, het EIF en private investeerders.

Taak voor de Nederlandse overheid?

Niet voor alle knelpunten ligt de oplossing bij de (Nederlandse) overheid. Het gebrek aan beursgangen is eerder een Europees probleem dan een nationaal probleem, en moet in Europees verband bekeken worden. Het knelpunt ten aanzien van de schaalgrootte heeft enerzijds te maken met het eerder genoemde gebrek aan ambitie bij ondernemers, en anderzijds met zaken als de interne Europese markt. Voor dit laatste zijn de door Europese Commissie aangekondigde plannen in de Innovation Union relevant. Ten slotte heeft de Nederlandse overheid ook geen verantwoordelijkheid ten aanzien van actieve rol van kapitaalverschaffers. De kapitaalverschaffers moeten zelf bepalen of zij een actievere rol willen spelen in risicokapitaal. Het grootste pensioenfonds ABP is hier al mee begonnen (getuige het oprichten van INKEF).

Waar wel een mogelijke taak voor de Nederlandse overheid ligt, is in het bevorderen van specialisatie en expertise van investeerders. Dit wordt momenteel al gestimuleerd

Behoeftte aan latere-fase venture capital wordt groter

NVP pleit voor oprichting dakfondsen in Nederland

Overheid kan rol spelen in bevorderen syndicatie en slagkracht

via de TechnoPartner SEED fondsen. En ook private partijen spelen hier een rol in (zie het IMQubator initiatief vanuit Holland Financial Centre). Daarnaast kan de overheid bevorderen dat meer syndicatie plaatsvindt en minder financieringsronden nodig zijn.

6.4 Belangrijkste knelpunten

In de voorgaande paragrafen zijn verschillende knelpunten genoemd. In deze laatste paragraaf van dit hoofdstuk worden de belangrijkste hiervan benoemd.

Ondernemers: gebrek aan ambitie

Aan de kant van de ondernemers blijft het belangrijkste knelpunt het gebrek aan ambitie om door te groeien (en daarmee voldoende groeiperspectief te bieden voor investeerders) en daaraan gekoppeld een gebrek aan bereidheid om zeggenschap te delen met durfinvesteerders. Het is het goed recht van ondernemers om de volledige controle over de onderneming te willen behouden en tevreden te zijn met een kleine onderneming. Vanuit macro-economisch perspectief blijven er dan wel kansen liggen. Andere knelpunten, op het vlak van vaardigheden en netwerken, worden al voortvarend opgepakt in het huidig beleid, en behoeven geen aanvullende aandacht.

Kredietverlening: bekendheid

Met de garantieregelingen van het ministerie van EL&I wordt banken meer zekerheden geboden, waardoor zij sneller kredieten zullen verlenen aan (innovatieve) ondernemingen. De bekendheid van de regelingen binnen de banken kan nog steeds verbeterd worden. Nog niet alle accountmanagers bij banken zijn bekend met de garantieregelingen, nog niet alle banken en ondernemingen zijn bekend met het Innovatiekrediet.

Een ander knelpunt rond kredietverlening is de structurele moeite die banken hebben om de waarde van innovatieve ondernemingen te bepalen. De oplossing hiervoor ligt in eerste instantie bij de banken zelf. Een aantal banken zoekt de oplossing in het opbouwen van interne expertise en het actief betrekken van netwerkpartners. De overheid kan hier ook een rol spelen, hetgeen in de praktijk al gebeurt via activiteiten als het TechnoPartner Label, de New Venture ondernemerscompetitie en de SBIR regelingen, die gewaardeerd worden door banken omdat zij extra informatie geven over de waarde van een (innovatieve) onderneming.

Risicokapitaal: exit-mogelijkheden en syndicatie

Het grootste probleem in Europa/ Nederland met risicokapitaal is dat het tot nog toe slechte rendementen oplevert. Investeerders zijn daarom terughoudend. De oorzaken voor de slechte rendementen zijn in de vorige paragraaf beschreven. De belangrijkste knelpunten die de overheid volgens de raad direct moet aanpakken zijn het gebrek aan exit-mogelijkheden en het gebrek aan syndicatie.

Belangrijkste knelpunt bij ondernemers is gebrek aan groeiambitie

Bekendheid van beleid kan nog steeds beter

Kwaliteitslabels kunnen banken helpen bij beoordeling

Overheid moet gebrek aan exit-mogelijkheden en syndicatie aanpakken

7

Aanbevelingen

Economie kan groeien als ondernemingen meer innoveren en groeien...

...en daarvoor is toegang tot kapitaal belangrijk

Maar er is meer nodig: meer ondernemers met groeiambitie

Dit moet prioriteit van beleid worden

In dit laatste hoofdstuk geeft de raad aanbevelingen voor het verbeteren van de toegang tot kapitaal voor ondernemingen die willen innoveren en/of groeien. We hebben gezien dat er in Nederland kansen zijn om de economische groei te verhogen als ondernemingen meer investeren in innovatie en als het aandeel snelle groeiers in de economie stijgt. Toegang tot kapitaal is een van de mogelijke belemmeringen die dit in de weg kan staan. Er zijn ook andere belemmeringen zoals de beschikbaarheid van goed personeel en administratieve lasten. Vooral voor jonge innovatieve ondernemingen, die actief zijn in kapitaalintensieve sectoren met lange ontwikkelingstijden, vormt het verkrijgen van kapitaal voor innovatie en/of groei een grote uitdaging. Hoewel het een kleine groep betreft, verdient deze beleidsaandacht omdat zij een meer dan evenredige bijdrage levert aan de verhoging van de arbeidsproductiviteit en economische groei. Het verbeteren van de toegang tot kapitaal voor deze groep is daarom belangrijk. Hoe dat te doen is het onderwerp van dit advies en daarop richten de aanbevelingen van de raad in de volgende paragraaf zich dan ook. Maar eerst gaan we in op een uitdaging voor de overheid die volgens de raad nog belangrijker is dan het verbeteren van de toegang tot kapitaal.

7.1 Primaire uitdaging: meer ondernemers met groeiambitie in Nederland

De raad wil hier benadrukken dat om de beleidsdoelstellingen ten aanzien van innovatie en groei te realiseren meer nodig is dan het verbeteren van de toegang tot kapitaal voor ondernemingen die willen investeren in innovatie en/of groei. We hebben in Nederland vooral meer van deze ondernemers met groeiambitie nodig, omdat dit leidt tot meer goede investeringsmogelijkheden en betere rendementen, waardoor meer risicokapitaal voor innovatieve en groeiende ondernemingen beschikbaar zal komen. Hier liggen kapitale kansen en dus een belangrijke uitdaging voor de overheid. Alleen wanneer er meer ondernemers met groeiambitie in Nederland zijn, zal een betere toegang tot kapitaal substantieel effect hebben. De vraag is dan hoe het komt dat er in Nederland in vergelijking met andere landen weinig ondernemers met groei ambitie zijn. Dit is een moeilijke vraag, waarop het antwoord vooralsnog onbekend is. Het heeft onder meer te maken met Nederlandse regelgeving, de arbeidsmarkt, de cultuur, het onderwijssysteem en het fiscale stelsel. Dit vraagstuk valt buiten de scope van dit advies. De raad beveelt de minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie wel aan om hier beleidsmatig prioriteit aan te geven en deze uitdaging simultaan op te pakken met de verbetering van de toegang tot kapitaal.

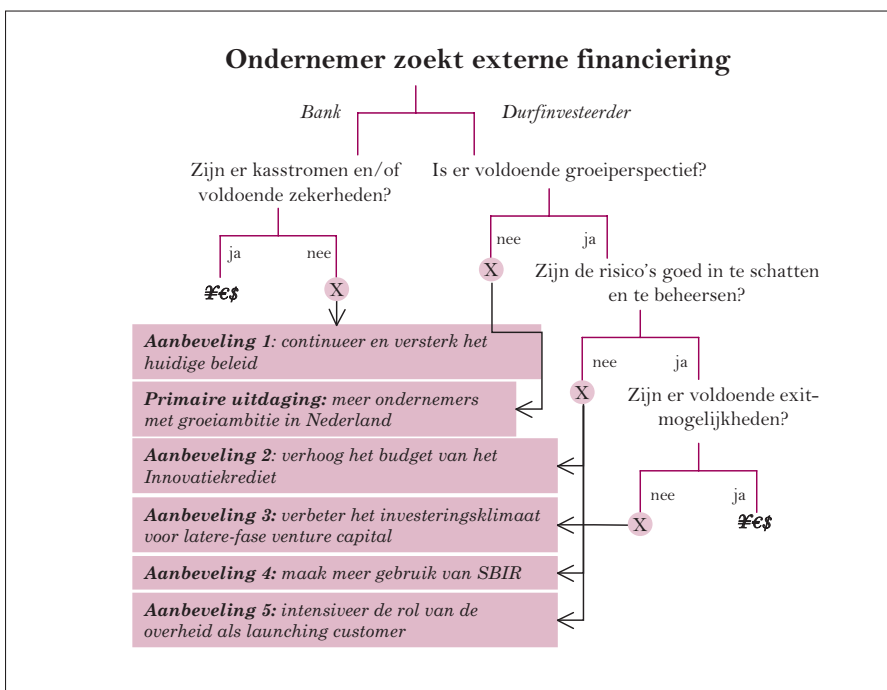
**Aanbevelingen voor verbetering
toegang kapitaal sluiten aan bij
knelpunten**

7.2 Aanbevelingen voor beleid ten aanzien van financiering van innovatie en groei

Voor ondernemingen die de ambitie hebben om te innoveren en/of groeien, is het belangrijk dat er een goede toegang is tot kapitaal. De raad geeft de volgende aanbevelingen om deze toegang te verbeteren:

1. continueer en versterk het huidige beleid;
2. verhoog het budget van het Innovatiekrediet;
3. verbeter het investeringsklimaat voor latere-fase venture capital;
4. maak meer gebruik van SBIR;
5. intensiveer de rol van de overheid als launching customer.

De onderstaande figuur geeft aan hoe deze aanbevelingen aangrijpen op de knelpunten bij externe financiering, zoals beschreven in Figuur 5 in Hoofdstuk 3.



Figuur 10. Aanbevelingen grijpen in op knelpunten

De eerste drie aanbevelingen richten zich primair op de minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie.

Aanbeveling 1: continueer en versterk het huidige beleid

Het huidige beleid dat is gericht op het verbeteren van de toegang tot kapitaal voor innovatieve ondernemingen (garantieregelingen, TechnoPartner) is in de aard goed (ze richt zich op reële marktfaalens) en wordt gewaardeerd door zowel banken,

Continueer huidig beleid...

...inclusief naamgeving

durfinvesteerdere als ondernemers. Bovendien is het beleid effectief en efficiënt. Vanwege het revolverende karakter van de instrumenten wordt met relatief weinig overheidsmiddelen veel privaat kapitaal gemobiliseerd. Omdat de instrumenten aansluiten op de werking van de kapitaalmarkt (de overheid investeert niet zelf) zijn de uitvoeringskosten laag. Continuïteit, zowel in de aard van de regeling als in naamgeving, is daarom essentieel. Continueer daarom het huidige beleid, maar voer daarin de volgende verbeteringen door:

Communiceer meer over kwaliteitslabels...

...communiceer *nóg* beter

Blijf werken aan het vergroten van de bekendheid van de regelingen; hieruit is meer winst te halen dan uit het opstarten van nieuwe regelingen. Dit geldt bijvoorbeeld voor de garantieregeling BMKB die nog steeds niet bij alle accountmanagers van de banken bekend is, terwijl de regeling al sinds 1915 bestaat. Het helpt ook als de naamgeving van de instrumenten zo min mogelijk wijzigt en niet te vaak nieuwe regelingen worden gelanceerd. De Groiefaciliteit begint bijvoorbeeld pas in het vierde jaar na de start echt bekend te worden.

Voer ook een actiever communicatiebeleid bij het overheidsbeleid dat zorgt voor kwaliteitslabels (New Venture, SBIR, TechnoPartner Label); de toegevoegde waarde hiervan kan worden vergroot door de goede ondernemers meer in de schijnwerpers te zetten: maak ze zichtbaar voor potentiële investeerders. De communicatie moet zich in eerste instantie richten op de investeerders (banken, durfinvesteerdere) en de ring daaromheen van adviseurs en accountants. Daarnaast is een betere interne communicatie binnen de overheid ook wenselijk: waarom moet bijv. een onderneming die een STW Valorisation Grant heeft gewonnen zich volledig opnieuw bewijzen bij de aanvraag voor een innovatieve borgstelling? Vergroot de status van een aantal labels (bijvoorbeeld TechnoPartner, STW Valorisation Grant, SBIR award) binnen de overheid, zodat deze labels de toegang tot andere financieringsinstrumenten eenvoudiger maken.

...zorg dat limieten van SEED fondsen niet knellen...

...verruim *limieten* van de TechnoPartner SEED fondsen waar nodig

Verruim de limieten ten aanzien van de maximale omvang van investeringen, omdat deze momenteel te zeer knellen. Overweeg hierbij om de limieten te variëren per sector, omdat bij sommige sectoren de limieten meer knellen dan bij anderen.

...en laat ROM's meer samenwerken

...laat de ROM's meer samenwerken

Laat de participatiemaatschappijen van de ROM's meer samenwerken, met elkaar en met private investeerders. De ROM's zijn een belangrijke groep van investeerders en hun toegevoegde waarde kan verhoogd worden als zij meer dan nu hun kapitaal, expertise en netwerken delen met anderen. Meer samenwerking zal leiden tot betere rendementen (door het delen van kennis en netwerken) en lagere risico's (door het spreiden over meerdere partijen). De actieve deelname van de ROM's aan de Groiefaciliteit is een stap in de goede richting.

**Benut aanwezig
ondernemerspotentieel beter door
uitbreiding Innovatiekrediet**

Aanbeveling 2: verhoog het budget van het innovatiekrediet

Het Innovatiekrediet zorgt ervoor dat de technische ontwikkelingsrisico's voor een deel worden weggenomen door de overheid waardoor de risico/rendement verhouding verbetert en private investeerders investeren in ondernemingen waar zij anders niet geïnvesteerd in zouden hebben. Dit instrument lost dus een reëel marktfaal op en sluit daarnaast goed aan bij de werking van de kapitaalmarkt. Bij het Innovatiekrediet is er nog ruimte voor verdere uitbreiding. Verhoog daarom het budget van het Innovatiekrediet. Zo kan het aanwezige potentieel beter worden benut, zeker wanneer Nederland in de toekomst meer ondernemingen met groei-ambitie heeft.

Aanbeveling 3: verbeter het investeringsklimaat voor latere-fase venture capital

Verbeter het investeringsklimaat voor latere-fase venture capital door een dakfonds hiervoor op te richten. Als er onvoldoende exit-mogelijkheden zijn, zal een investeerder niet investeren, en kan een aantal ambitieuze ondernemers niet innoveren en/of groeien. In Nederland ontstaat een beperkte beschikbaarheid van latere-fase venture capital, waardoor er onvoldoende exit-mogelijkheden voor vroege-fase investeringen zijn. De oplossing zit voor een belangrijk deel in het verbeteren van het investeringsklimaat voor latere-fase venture capital, zodat meer investeerders in dit segment zullen stappen. Dit kan op verschillende manieren worden aangepakt. De eerder genoemde verruiming van de limieten in de TechnoPartner SEED fondsen kan hier een deel van de oplossing bieden. Een ander deel van de oplossing komt uit het stimuleren van de oprichting van een dakfonds ('fund-of-funds') zoals recentelijk voorgesteld door de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP).

Bekijk dit voorstel van de NVP serieus en zorg ervoor een dergelijk dakfonds niet wordt opgericht zonder financiële betrokkenheid van private investeerders. Zeker in deze investeringsfase moet een dergelijk fonds marktconform werken. Ook geldt dat een internationaal perspectief gehanteerd dient te worden: het dakfonds moet internationaal actief kunnen zijn, zowel met betrekking tot participaties in ondernemingen als tot het ophalen van kapitaal. Wellicht is een nauwe samenwerking met andere landen mogelijk bij het oprichten van het dakfonds. Ook dient zoveel mogelijk gebruik te worden gemaakt van de (financiële) mogelijkheden die de Europese Unie biedt in het kader van de Innovation Union.

De laatste twee aanbevelingen zijn zowel voor de minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie als voor de andere ministers die verantwoordelijk zijn voor het inkoopbeleid van de overheid.

Aanbeveling 4: maak meer gebruik van SBIR

De SBIR programma's helpen ondernemingen om 'investment ready' te worden. Maak meer gebruik van de mogelijkheden die SBIR biedt om ondernemingen te helpen om hun toegang tot kapitaal te verbeteren. Er zijn meer goede voorstellen

**Dakfonds kan zorgen voor betere
exit-mogelijkheden**

**Denk hierbij internationaal en
betrek private partijen**

**Verhoog budget SBIR, eventueel
via verplicht percentage...**

...en intensiveer rol als belangrijke eerste klant

dan beschikbaar budget in de SBIR programma's. Breidt het budget daarom uit. Overweeg om net als in de Verenigde Staten afspraken te maken met betrokken overheidsinstanties om een minimaal deel van het onderzoeksbudget via SBIR te besteden. Verbeter tenslotte de samenhang tussen SBIR en de andere kapitaalmarkt- en innovatie-instrumenten.

Aanbeveling 5: intensiveer de rol van de overheid als launching customer

De potentie van de departementale SBIR wordt nog verder vergroot als de rol van de overheid als *launching customer* wordt verbeterd. Voor investeerders is (zicht op) een eerste klant vaak een vereiste om te investeren. Door als launching customer op te treden kan de overheid privaat kapitaal vrijmaken voor snelgroeiende innovatieve ondernemingen. Intensiveer deze rol daarom.

Aldus vastgesteld te Den Haag, februari 2011

J.F. Sistermans (voorzitter)

dr. D.J.M. Corbey (directeur)

b1 Adviesvraag

Aan:

De voorzitter van de Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid

De heer J.F. Sistermans

Javastraat 42

2585 AP Den Haag

Ontvangen op 28 december 2009

Betreft: Adviesvraag AWT Innovatie en Kapitaalmarkt

Op het werkprogramma 2009 van de AWT staat het adviesthema "Kapitaal, ondernemerschap en innovatie". Ter voorbereiding hiervan is door u een achtergrondstudie uitgevoerd waaruit bleek dat het financiële deel van het innovatiesysteem een belangrijke determinant is van de economische ontwikkeling in een land, waaronder het tempo en richting van innovatie.

De financiering vormt vooral een probleem voor innovatieve snel groeiende bedrijven. Deze worden door banken vaak als te risicovol gezien en zijn vaak nog te klein voor de publieke kapitaalmarkten (aandelen en obligaties). De markt voor privaat risicokapitaal is echter van beperkte omvang. Terwijl de Nederlandse economie voor haar ontwikkeling steeds afhankelijker wordt van juist deze groep bedrijven, blijft de beschikbaarheid van privaat risicokapitaal beperkt. De financiële crisis verergert deze situatie, maar het knelpunt is van structurele aard.

Ik verzoek u daarom mij advies uit te brengen over de wijze waarop de beschikbaarheid van privaat risicokapitaal verruimd zou kunnen worden, vooral voor snelgroeiende innovatieve bedrijven.

Ik verzoek u uw aanbevelingen niet alleen te richten op de overheid, maar op alle betrokken actoren. Uiteraard kan het daarbij ook gaan om de mogelijke bijdrage van financiële instrumenten als subsidies, garanties en kredieten aan het voorzien in de "witte vlekken" in de financiële levenscyclus van bedrijven, en om inzicht in de wijze waarop andere landen in die witte vlekken (trachten te) voorzien. De structurele aard van het probleem vraagt echter om meer oplossingsrichtingen dan alleen de optie van verhoging van het budget voor financiële instrumenten van de overheid.

Ik verzoek u omwille van efficiëntie op dit onderdeel samen te werken met medewerkers van mijn ministerie. Ook verzoek ik u om bij de beantwoording van de onderzoeksvragen gebruik te maken van de in de afgelopen jaren al uitgebrachte adviezen en rapporten op dit (of aanverwante) onderwerpen.

Adviesvraag

Samenvattend verzoek ik u met uw advies antwoord te geven op de volgende vraag:

Hoe kan de beschikbaarheid van privaat risicokapitaal voor snelgroeiende innovatieve bedrijven worden vergroot?

Daartoe dienen de volgende onderzoeksvragen te worden beantwoord:

1. Welke plek nemen innovatieve snelgroeiende ondernemingen in de Nederlandse economie in? Hoe verhoudt dit zich tot (qua omvang en economische structuur) vergelijkbare landen en welke verklaringen zijn er voor de geconstateerde verschillen?
2. Welk deel van de binnen- en buitenlandse financiële sector is van belang voor deze ondernemingen?
3. Hoe verhoudt de toegang tot financiële middelen voor deze Nederlandse bedrijven zich tot hun behoefte, en tot die van deze groep bedrijven in vergelijkbare landen?
4. Welke specifieke knelpunten doen zich in Nederland voor? Wat is daarbij de rol van zowel kapitaalverschaffers als de overheid? Welk beleid voert de Nederlandse overheid voor deze groep bedrijven, en wat doen overheden in andere landen?
5. Op welke wijze kan de toegang tot privaat risicokapitaal voor snelgroeiende ondernemingen in de Nederlandse economie worden vergroot, zonder verhoging van overheidsbudget?

Voorafgaand aan deze adviesvraag heeft u met mijn medewerkers constructief overleg gevoerd over de afbakening van het advies en betrokkenheid van EZ bij het adviestraject.

Ik verzoek u ook gedurende het adviestraject nauw contact te houden met mijn ministerie over verloop en timing van het adviestraject en tussentijdse inhoudelijke punten.

Maria J.A. van der Hoeven

Minister van Economische Zaken

b2 Geraadpleegde literatuur

- AWT (2007) Alfa en Gamma stralen: Valorisatiebeleid voor de Alfa- en Gammawetenschappen, AWT advies nr. 70, maart 2007
- AWT (2007) Balanceren met beleid. Wetenschaps- en Innovatiebeleid op hoofdlijnen, AWT advies nr. 71, maart 2007
- AWT (2010) Let finance follow and flow. Essays on finance and innovation, AWT achtergrondstudie nr. 37, november 2010
- Boonstra, Wim W. en Hans Groeneveld (2010) Fabels en feiten over de mkb-kredietverlening, ESB 95(4579), pag. 118, 19 februari 2010
- Boot, Arnoud en Anjolein Schmeits (2004) Imperfecties in de vermogensmarkt en overheidsbeleid, in: Innovatie in Nederland: De markt draait en de overheid faalt (hfst 4), Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Preadviezen 2004, onder redactie van Dr. B. Jacobs en prof. dr. J. J. M. Theeuwes
- Bosma, Niels en Jonathan Levie (2010) Global Entrepreneurship Monitor 2009 Global Report
- Bureau Bartels B.V. (2005) Evaluatie van het besluit borgstellingen MKB-kredieten (BBMKB), Eindrapport, uitgebracht in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, Amersfoort, 21 december 2005
- BVCA en NESTA (2009) From funding gaps to thin markets: UK Government support for early-stage venture capital, Research report: september 2009
- Canepa, A. en P. Stoneman (2008), Financial constraints to innovation in the UK: evidence from CIS2 and CIS3, Oxford Economic Papers, 60-4, pp. 711-730
- CBS (2009) Het Nederlandse ondernemingsklimaat in cijfers 2009, Den Haag/Heerlen
- Connell, David (2008) "Secrets" of the world's largest seed capital fund: How the United States Government Uses its Small Business Innovation Research (SBIR) Programme and Procurement Budget to Support Small Technology Firms, Centre for Business Research, University of Cambridge
- Cools, dr. mr. A.A.Th.A. (2010) Interne evaluatie STW Valorisation Grant programma, 15 januari 2010
- Cowling, Marc, Gordon Murray en Rebecca Harding (2009) The "Virtuous Circle" of Informal Investment Activity: Evidence from the UK, Paper Number 03/09, University of Exeter, Business School
- CPB (2005) Crossing borders: when science meets industry, CPB Document no. 98, oktober 2005
- Da Rin, M. en M.F. Penas (2007) The effect of venture capital on innovation strategies, NBER Working Paper 13636
- Davidsson, Per, Leona Achterhagen en Lucia Naldi (2005) Research on Small Firm Growth: A Review, In: Proceedings of the European Institute of Small Business, pp. 1-28

- Decisio (2010) Evaluatie Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen: Effectiviteit & efficiëntie, Eindrapport, 4 augustus 2010
- Deloitte (2009) Global trends in venture capital: 2009 global report
- Dewall, Fred von (red.) (2007) Vermogen om te ondernemen – De Nederlandse finance gap, Eindrapport van de Expertgroep KMO financiering, Den Haag, april 2007
- Ecorys (2010) Benchmark Gemeentelijk Ondernemingsklimaat 2010: thematische rapportage eindmeting, in opdracht van het ministerie van Economische Zaken, Rotterdam, juni 2010
- EIF (2010) Annual report 2009, European Investment Fund
- EIM (2005) Financiering van bedrijfsinvesteringen problematisch, of niet? A200513, Zoetermeer, december 2005
- EIM (2007) Snelle groeiers zijn ambitieus: Snelle groeiers versus niet-snelle groeiers, M200713, Zoetermeer
- EIM (2008) De grootste knelpunten van MKB- en technologiebedrijven, EIM M200805, Zoetermeer, juli 2008
- EIM (2008) Internationale benchmark ondernemerschap: Benchmark ondernemerschap, bedrijvendynamiek en snelle groei, A200809, Zoetermeer
- EIM (2008) What Determines the Growth Ambition of Dutch Early-Stage Entrepreneurs?, EIM H200811, Zoetermeer, september 2008
- EIM (2009) Financieringsmonitor Groei: Gevestigde bedrijven en snelle groeiers vergeleken, EIM M200909, Zoetermeer, 20 mei 2009
- EIM (2009) Ongelijk verdeeld: Financieringsproblemen in het MKB, Zoetermeer, november 2009
- EIM (2009) Springen over de Grens: Resultaten Enquête: Snelgroeierende Bedrijven, Zoetermeer
- EIM (2010) Financieringsmonitor MKB Starters: Starters en gevestigd MKB vergeleken, Zoetermeer, 19 januari 2010
- EIM (2010) Financieringsmonitor MKB, Het financieringsklimaat van juli 2010. Resultaten van de kwartaalmeting, Zoetermeer, 16 augustus 2010
- EIM (2010) Financieringsmonitor MKB: Tussenmeting financieringsklimaat April 2010, Zoetermeer, mei 2010
- EIM (2010) Internationale benchmark ondernemerschap, Benchmark ondernemerschap, bedrijvendynamiek en snelle groeiers, A201006, Zoetermeer, juni 2010
- EIM (2010) Update Financieringsmonitor MKB September 2009, M201005, Zoetermeer, maart 2010
- EIM en UNU-Merit (2007) Evaluatie WBSO 2001-2005: effecten, doelgroepbereik en uitvoering, Zoetermeer, maart 2007
- Erken, H.P.G. (2008) Productivity, R&D and Entrepreneurship, ERIM PhD Series in Research in Management, 147
- Europese Commissie (2010) Europe 2020 Flagship Initiative Innovation Union, SEC(2010) 1161, Brussels, 6.10.2010 COM(2010) 546 final

- Europese Commissie (2010) European Innovation Scoreboard (EIS) 2009
- Europese Commissie (2010) Monitoring industrial research: the 2010 EU industrial R&D investment scoreboard
- EVCA (2010) 2009 European Performance Figures, june 2010
- EVCA (2010) Yearbook 2010 - Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity, June 2010
- Financieel Dagblad (2010) Aanbod risicokapitaal slinkt, Hans Maarsen, 3 februari 2010
- Financieel Dagblad (2010) MKB botst met banken, Cor de Horde, 9 november 2010
- Gerasymenko, Violetta en Oliver Gottschalg (2008) Antecedents and consequences of venture capital syndication, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Vol. 28, Issue 3, Article 5
- High Profile Group (2010) Cahier no. III: Creating wealth, delivering health. Value creation in life sciences and health. High Profile Group, april & november 2009 meetings
- HM Government (2009) *New Industry, New Jobs*, Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform, UK
- HM Government (2010) *New Industry, New Jobs – One year on*, Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform, UK
- IESE (2010) *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, 2009/2010 Annual*, Alexander Groh & Heinrich Liechtenstein, IESE Business School, University of Navarra, sponsored by Ernst & Young
- Jacobs, Bas en Jules Theeuwes (2004) *Innovatie in Nederland: De markt draait en de overheid faalt*, in: *Innovatie in Nederland: De markt draait en de overheid faalt* (hfst 7), Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Preadviezen 2004, onder redactie van Dr. B. Jacobs en prof. dr. J. J. M. Theeuwes
- Kedrosky, P. (2009) *Right-sizing the U.S. Venture Capital industry*, Kauffman Foundation, june 10, 2009
- Kukler, Adriaan (2006) *The EC movement, or the quantitative turn in banking: a case study of The virtual turn in society*
- Lai, Richard (2006) *Why Funds of Funds?* MPRA Paper 4762, University Library of Munich, Germany
- Law, D. en N. McLellan (2005) *The Contributions from Firm Entry, Exit and Continuation to Labour Productivity Growth in New Zealand*
- Lerner, J., Schoar, A. en W. Wongsunwai (2007) *Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle*, *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 62(2), pp. 731-764
- Lerner, Josh (2009) *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed--and What to Do About It*, Princeton University Press
- Lindström, T. en M. Maula (2007) *Venture Capital performance determinants and differences between Europe and Northern America*, Helsinki University

of Technology Institute of Strategy and International Business, Working Paper

- Lindström, T. S. (2006) Venture Capital Performance Determinants and Differences between Europe and Northern America, Espoo, 2006. Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Science in Engineering
- Mas-Colell, A. (2010) Elements for the setting-up of headline indicators for innovation in support of the Europe 2020 strategy, Report of the High Level Panel on the Measurement of Innovation established by Ms Máire Geoghegan-Quinn, European Commissioner for Research and Innovation, September 30, 2010, Final version
- McKinsey (2010) The productivity imperative, McKinsey Quarterly, June 2010
- Ministerie van Economische Zaken (2004) Actieprogramma TechnoPartner: van kennis naar welvaart, publicatienummer 04I01, Den Haag, januari 2004
- Mohnen, P., F.C. Palm, S. Schim van der Loeff en A. Tiwari (2008) Financial Constraints and Other Obstacles: Are they a Threat to Innovation Activity?, UNU-Merit Working Paper Series #2008-006
- Myhrvold, Nathan (2010) Een kapitaalmarkt voor Eureka!, Holland Management Review, 31-07-2010, pp. 18-28
- Närfelt, Kjell-Håkan (2009) Valorisation of R&D, presentatie voor VALOR & TAF-TIE Round Table Valorisation of R&D Results, 9 december 2009, Oslo. Beschikbaar op <http://www.taftie.org/valor%20presentation%20kjell.pdf>
- Nederland Ondernemend Innovatieland en Innovatieplatform (2009) Van voorname naar voorsprong: Kennis moet circuleren - Voorstel voor een Nederlandse valorisatieagenda
- NMa (2009) Rapportage Rekening-courantkredietverlening aan het MKB, maart 2009
- NOM (2010) NV NOM Jaarverslag 2009
- NVCA (2010) Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed companies to the U.S. Economy, Fifth Edition, National Venture Capital Association
- NVP (2010) De Nederlandse Private Equity Markt in 2009 - Ondernemend Vermogen, april 2010
- NVP (2010) De staat van het Nederlandse vestigingsklimaat voor investeringsfondsen in Nederland, mei 2010
- NVP (2010) Meer kapitaal nodig voor ondernemerschap en innovatie, brief aan informateur Opstelten, Amsterdam, 23 augustus 2010. Beschikbaar op <http://www.nvp.nl/nieuws/item.php?id=147>
- Parker, S. (2009) The Economics of Entrepreneurship, Cambridge University Press, Cambridge, UK
- Phalippou, Ludovic en Oliver Gottschalg (2007) The Performance of Private Equity Funds, Wharton Financial Working Paper No. 05-42

- Pierrakis, Yannis en Stian Westlake (2009) Reshaping the UK Economy: the rol of public investment in financing growth, NESTA Research report, june 2009
- Pierrakis, Yannis (2010) Venture Capital: Now and After the Dotcom Crash, NESTA Research report, july 2010
- Praag, C. Mirjam van, en Peter H. Versloot (2007) What Is the Value of Entrepreneurship? A review of recent research. IZA Discussion Paper No. 3014, august 2007
- Praag, Mirjam van (2010) Fiscaal bevorderen van groei en innovatie via de DGA? Essay voor de Studiecommissie Belastingstelsel (Van Weeghel) over ondernemerschap en fiscaliteit, januari 2010
- Praag, Mirjam van, Gerben van Dijk, Gerrit de Wit en Myrna Pasaribu (2009) Waarom groeien sommige bedrijven sneller dan andere? Amsterdam Centre for Entrepreneurship/EIM
- Regeerakkoord VVD-CDA (2010) Vrijheid en verantwoordelijkheid
- Regiegroep Creatieve Industrie (2010) Waarde van creatie: voorstel innovatieprogramma
- Rijkers, F. (2010) Empirical Essays on Credit Risk Modeling, Dissertatie, Nyenrode Business University
- Schneider, Cédric en Reinhilde Veugelers (2010) On Young highly innovative companies: why they matter and how (not) to policy support them, Industrial and Corporate Change, Volume 19, Number 4, pp. 969-1007
- SEO (2009) De kapitaalmarkt voor duurzame projecten, SEO Economisch Onderzoek, Amsterdam, 3 juli 2009, in opdracht van het ministerie van VROM
- Simon, Hermann (2009) Hidden Champions van de 21e eeuw: successtrategieën van onbekende wereldmarktleiders, A.W. Bruna Uitgevers B.V., Utrecht
- Sovran, Joe (2006) Private Equity Funds of Funds, Capvent AG
- Stam, Erik en André van Stel (2009) Types of Entrepreneurship and Economic Growth, UNU-MERIT Working Paper Series 049, United Nations University, Maastricht Economic and social Research and training centre on Innovation and Technology
- Stam, Erik en Dirk Gerritsen (2009) Gazellen in de Lage Landen, Centre for Entrepreneurship, Utrecht School of Economics, Universiteit Utrecht
- Stam, Erik, Chantal Hartog, André van Stel en Roy Thurik (2009) Ambitious entrepreneurship, high-growth firms and macroeconomic growth, EIM Research Report H200911, Zoetermeer, september 2009
- Taskforce Kredietverlening (2010) Eindrapport, december 2010
- Technopolis Group (2010) Eerste evaluatie Small Business Innovation Research (SBIR) programma's in Nederland, 4 maart 2010
- The Conference Board (2010) Intangible Capital in the Netherlands and its implications for Future Growth, working paper, Bart van Ark en Kirsten Jäger, in opdracht van het Innovatieplatform
- The Conference Board (2010) The 2010 Productivity Brief: Productivity, Employment, and Growth in the World's Economies, Executive Action Series No. 319

- The Gallup Organization (2010) Entrepreneurship in the EU and beyond: A survey in the EU, EFTA countries, Croatia, Turkey, the US, Japan, South Korea and China, Flash Eurobarometer 283
- Tilburg, Rens van (2009) Finance for Innovation: Policy options for improving the financial component of the Dutch innovation system, AWT Background study no. 36
- Tornado Insider (2008) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 2-meting, maart 2008, in opdracht van TechnoPartner
- Tornado Insider (2010) Nederlands investeringsklimaat voor Technostarters 4-meting, maart 2010, in opdracht van TechnoPartner
- Tweede Kamer (2009) Nota «De kenniseconomie in zicht», Vergaderjaar 2009–2010, 27 406
- United Nations (2009) Policy Options and Instruments for Financing Innovation: A Practical Guide to Early-Stage Financing, New York and Geneva
- Witte, Nils de (2008) De Gids Startkapitaal editie 2008
- WRR (2008) Innovatie Vernieuwd: Opening in Viervoud, Amsterdam University Press
- Zhou, Haibo en Gerrit de Wit (2009) Determinants and dimensions of firm growth, EIM Research Report H200903, Zoetermeer, february 2009

b3 Gesprekspartners

Ter voorbereiding op dit advies heeft de AWT gesproken met de volgende personen:

De heer R. den Boer	Agentschap NL
Mevrouw M. van der Heden	Agentschap NL
De heer P. van Loo	Agentschap NL
De heer R. Starmans	Agentschap NL
De heer M. Stutterheim	Agentschap NL
Mevrouw N. Szilágyi	Agentschap NL
Mevrouw M. van Praag	Amsterdam Center for Entrepreneurship
De heer S. Lundbergh	APG
De heer D. Eykel	Berk Partners B.V.
De heer N. Coopmans	Brainport
De heer L. Nieuwenhuyzen	Brainport
De heer A. Kukler	Creative Industrie Sofa
De heer H. ter Beek	Decisio
De heer G. de Wit	EIM
De heer J.H. Peek	Five Degrees Solutions
Mevrouw M. Thijssen	Five Degrees Solutions
De heer A. Deveneijns	GIMV
De heer E. Land	GIMV
De heer J. Meijaard	Holland Program on Entrepreneurship
De heer F. Landsberger	INKEF Capital
De heer E. Netjes	KplusV
De heer J. Dexel	Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie
De heer D. Maas	Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie
De heer A. Roos	Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie
De heer A. Slobbe	Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie
De heer H. Erken	Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid
Mevrouw T. Molenaar	Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen
De heer D. Mulder	Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen
Mevrouw M. van Putten	PIANOO
De heer M. van Hattem	PNO Consultants
De heer P. van Kooperen	PNO Consultants

De heer C.J. Koomen	Point-One Innovation Fund
De heer S. Bosch	Prime Technology Ventures
De heer J.W. Vasbinder	Prisma & Partners
De heer M. de Koning	Rabobank Teckle
De heer B. Wilbers	Rabobank Teckle
Mevrouw P. van Dulken-Jansen	Stichting BizWorld
De heer E. Groenevelt	Stichting Qredits
De heer F. Croon	Stichting TwentyTwenty
De heer W. Segeth	STW
De heer M. Dippel	Think Blue Skies
De heer R. Vrancken	Validus Technologies
De heer K.H. Närfelt	VINNOVA (Swedish Agency for Innovation Systems)
De heer R. Mooijweer	VNO-NCW/MKB-Nederland
De heer R. Wolthuis	VNO-NCW/MKB-Nederland

Projectmedewerkers: de heer M. Kleijn, de heer R. van Tilburg

Serie uitgebrachte adviezen van de AWT

- 75 Kennis plaatsen. Onderzoeksinstituten in een veranderende omgeving.
Januari 2010. ISBN 978 90 77005 52 1. Verkoopprijs € 15,00.
- 74 Kennis zonder grenzen. Kennis en innovatie in mondiaal perspectief. Januari 2010.
ISBN 978 90 77005 48 4. Verkoopprijs € 15,00.
- 73 Meer laten gebeuren. Innovatiebeleid voor de publieke sector. Maart 2008.
ISBN 978 90 77005 43 9. Verkoopprijs € 15,00.
- 72 Weloverwogen impulsen. Strategisch investeren in zwaartepunten.
November 2007. ISBN 978 90 77005 42 2. € 15,00.
- 71 Balanceren met beleid. Wetenschaps- en Innovatiebeleid op hoofdlijnen. Maart 2007. ISBN 978 90 77005 39 2. € 12,50.
- 70 Alfa en Gamma stralen. Valorisatiebeleid voor de Alfa- en Gammawetenschappen. Maart 2007. ISBN 978 90 77005 38 5. € 12,50.
- 69 Bieden en binden. Internationalisering van R&D als beleidsuitdaging. December 2006. ISBN 90 77005 37 4. € 12,50.
- 68 Opening van zaken. Beleid voor Open innovatie. Juni 2006.
ISBN 90 77005 35 8. € 12,50.
- 67 Tijd voor een opKIQer! Méér investeren in onderwijs en onderzoek.
Oktober 2005. ISBN 90 77005 32 3. € 12,50.
- 66 Diensten beter bedienen. Innovatiebeleid voor diensten.
September 2005. ISBN 9077005307. € 12,50.
- 65 Ontwerp en ontwikkeling. De functie en plaats van onderzoeksactiviteiten in hogescholen. Augustus 2005. ISBN 90 77005 31 5. € 10,00.
- 64 Innovatie zonder inventie. Kennisbenutting in het MKB. Juli 2005.
ISBN 90 77005 29 3. € 12,50.
- 63 Kennis voor beleid - beleid voor kennis. Mei 2005. ISBN 90 77005 28 5.
€ 12,50.
- 62 De waarde van weten. De economische betekenis van universitair onderzoek.
April 2005. ISBN 90 77005 005. € 9,00.
- 61 Een vermogen betalen. De financiering van universitair onderzoek.
Februari 2005. ISBN 90 77005 27 7. € 12,50.
- 60 Samen slimmer in ketens. Competenties in supply chain management als concurrentiefactor voor Nederlandse bedrijven. December 2004.
ISBN 90 77005 25 0. € 12,50.
- 59 Tijd om te oogsten! Vernieuwing in het innovatiebeleid. Juni 2004.
ISBN 90 77005 24 2. € 12,50.
- 58 De prijs van succes. Over matching van onderzoekssubsidies in kennisinstellingen. April 2004. ISBN 90 77005 22 6. € 12,50.
- 57 Nederlands kompas voor de Europese onderzoeksruimte. Strategisch kader voor de internationalisering van het onderzoeks- en innovatiebeleid. Januari 2004.
ISBN 90 77005 21 8. € 12,50.

- 56 Netwerken met kennis. Kennisabsorptie en kennisbenutting door bedrijven. November 2003. ISBN 90 77005 20 X. € 12,50.
- 55 Wat van ver komt... De vormgeving van het Nederlandse bilaterale onderzoeksbeleid. Oktober 2003. ISBN 90 77005 19 6. € 9,00.
- 54 1+1>2. De bevordering van multidisciplinair onderzoek. September 2003. ISBN 90 77005 18 8. € 12,50.
- 53 Backing winners. Van generiek technologiebeleid naar actief innovatiebeleid. Juli 2003. ISBN 90 77005 17 X. € 15,00.
- 52 Kennis van criminaliteit. Juni 2003. ISBN 90 77005 16 1. € 9,00.
- 51 Wijsheid achteraf. De verantwoording van universitair onderzoek. Juni 2003. ISBN 90 77005 15 3. € 9,00.
- 50 Naar een nieuw maatschappelijk contract. Synergie tussen publieke kennisinstellingen en de Nederlandse kennissamenleving. Januari 2003. ISBN 90 77005 14 5. € 5,00.
- 49 Gewoon doen!?. Perspectief op de Barcelona-ambitie '3% BBP voor O&O'. Juli 2002. ISBN 90 77005 11 0. € 9,08.
- 48 KP6 laten werken. Stimuleren Nederlandse deelname: profijt en beleid. Juli 2002. ISBN 90 77005 10 2. € 12,50.
- 47 Hógeschool van Kennis. Kennisuitwisseling tussen beroepspraktijk en hogescholen. Juli 2001. ISBN 90 77005 05 6. € 11,34.
- 46 Handelen met kennis. Universitair octrooibeleid omwille van kennisbenutting. Juni 2001. ISBN 90 77005 03 X. € 9,08.
- 45 Over stromen. Kennis - en innovatieopgaven voor een waterrijk Nederland. Advies en Verkenning door de AWT, NRLO en RMNO, juni 2000. € 11,34.
- 44 Investeren in onderzoek, april 2000. ISBN 90 346 3823 5. € 9,08.
- 43 Halfslachtige wetenschap. Onderbenutting van vrouwelijk potentieel als existentieel probleem voor academia, januari 2000. ISBN 90 346 3798 0. € 11,34.

AWT-publicaties zijn te bestellen via www.awt.nl.

Eerdere adviezen van de AWT zijn ook te vinden op de website.

