dialogic
innovatie • interactie

Eindrapport

Tussentijdse evaluatie Invest-NL

In opdracht van:
Ministerie van EZK

Publicatienummer:
2022.035.2238

Datum:
Utrecht, 21 oktober 2022

Auteurs:
ir. ing. Reg Brennenraedts MBA
dr. Pim den Hertog (projectleider)
dr. ir. Matthijs Janssen
Jasper Ott MSc.
Prof. Dr. Peter Roosenboom (RSM EUR)
Adriaan Smeitink MSc.

Inhoudsopgave

Managementsamenvatting 3

1 Inleiding 9

1.1 Context en aanleiding evaluatie 9
1.2 Doelstelling en onderzoeksvragen 11
1.3 Onderzoeksaanpak 14
1.4 Leeswijzer 16

2 Beschrijving Invest-NL 17

2.1 Oprichting en governance Invest-NL 17
2.2 Beleidstheorie op basis van het mandaat 22
2.3 Theoretische onderbouwing beleidstheorie 30
2.4 Beleidstheorie in de praktijk 42
2.5 Positie van Invest-NL in Nederlands financieringslandschap 45

3 Evaluatie Investeringstaak 54

3.1 Overzicht ontwikkeling investeringen Invest-NL 54
3.2 Wijze waarop Investeringstaak wordt uitgevoerd 57
3.3 In hoeverre zijn negen randvoorwaarden werkbaar? 68
3.4 Reflectie op enkele aspecten van de Investeringstaak 70
3.5 Compliance milieu-, arbeidsomstandighedenwetgeving en MVO 83

4 Evaluatie Ontwikkeltaak 85

4.1 Wijze waarop ontwikkeltaak wordt uitgevoerd 85
4.2 Samenwerking tussen Business Development en Capital 97
4.3 Afstemming met departementen 98

5 Evaluatieontwerp Invest-NL 2026 100

5.1 Uitgangspunten bij creëren van een evaluatieontwerp 100
5.2 Doel: Meer economische welvaart o.b.v. meer financiering voor startups/scale-ups 102
5.3 Doel: Bevorderen transities o.b.v. meer financiering voor transitieopgaven ... 106

6 Conclusies en aanbevelingen 108

6.1 Conclusies 108
6.2 Aanbevelingen 119

Bijlage 1. Beantwoording onderzoeksvragen 125

Bijlage 2. Overzicht respondenten 127

Bijlage 3. Leden begeleidingscommissie 128

Managementsamenvatting

Op verzoek van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) heeft Dialogic een tussentijdse evaluatie uitgevoerd van Invest-NL. In de periode april-september 2022 is onderzocht hoe Invest-NL invulling heeft gegeven aan de taken uit de Machtigingswet, welke resultaten Invest-NL heeft geboekt, en wat de toegevoegde waarde is van Invest-NL. Deze tussentijdse evaluatie heeft het karakter van een "blik onder de motorkap" van Invest-NL. Voor de evaluatie zijn, naast deskstudie, projectdata geanalyseerd (o.a.om de funnel van Invest-NL Capital als Invest-NL Business Development te reconstrueren), is een bescheiden dossieranalyse uitgevoerd en zijn 40 personen (stakeholders, experts) geïnterviewd.

Doelstelling

Met de oprichting van Invest-NL eind 2019 beschikt Nederland (weer) over een nationale financierings- en ontwikkelingsinstelling of *National Promotional Institution* (NPI). Volgens de Machtigingswet Invest-NL heeft Invest-NL tot doel om bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen en aan het bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering indien de markt hierin onvoldoende voorziet. Invest-NL heeft een Financieringstaak en een Ontwikkeltaak die respectievelijk zijn ondergebracht in de private ondernemingen Invest-NL Capital en Invest-NL Business Development.

Vormgeving activiteiten

Voor de Investeringstaak ("Capital") kon Invest-NL bij oprichting beschikken over een budget van €1,7 miljard. Invest-NL heeft tot eind september 2022 €605 miljoen gecommitteerd aan investeringsvolume. Hiervan is 37% middels deelnemingen en leningen direct geïnvesteerd (€225 miljoen), 63% betreft indirecte investeringen via fondsmandaten (€380 miljoen). Het aandeel directe investeringen is daarmee toegenomen van 15% in 2020 tot de genoemde 37% in 2022 en de verwachting is dat dit percentage verder toeneemt. Tot 21 september 2022 waren in totaal 52 investeringen gedaan in fondsen en bedrijven.

Voor de Ontwikkeltaak stelt EZK jaarlijks een subsidie ter beschikking van ongeveer €10 miljoen. De activiteiten behorend bij de Ontwikkeltaak ("Business Development") bestaan uit:

1. Marktonderzoek en -ontwikkeling gericht op het vergroten van kennis van specifieke deelmarkten en financierbaarheid van innovatieve bedrijven;
2. Het adviseren en ondersteunen van ondernemers/ondernemingen bij het oplossen van knelpunten en opschalen van innovatieve bedrijven (propositiebegeleiding gericht op vergroting financierbaarheid);
3. Het ontwikkelen van nieuwe financieringsinstrumenten (financiële productontwikkeling).

Invest-NL heeft allengs steeds specifieker thema's gekozen, namelijk: 1) Energy/ventures; 2) Energy/Projects; 3) Bio/Circular; 4) Agrifood en 5) Life Sciences & Health. Binnen deze thema's zet Invest-NL wat betreft de transitiedoelstelling hoofdzakelijk in op circulair en CO2-neutraal. Deep Tech en het versterken van het aanbod van risicokapitaal voor innovatieve start- en scale-ups zijn aangemerkt als (brede) thema's 6 en 7.

De workflow bij de Investeringstaak is logisch en systematisch ingericht. Na een eerste schifting zijn tot midden juli 2022 413 financieringsvoorstellen het Invest-NL investeringsproces ingestroomd en beoordeeld in een stapsgewijs proces (gedocumenteerd in een database). De workflow bij de Ontwikkeltaak is net als bij de Investeringstaak geformaliseerd in de vorm

van een *funnel* met opeenvolgende selectiemomenten en vastgelegd in een database. Sinds de oprichting hebben 331 projecten de *onboarding fase* gehaald. Medio juli 2022 zijn er 113 projectvoorstellen afgewezen, zijn 107 projecten uitgevoerd, zijn er 40 projecten 'onderweg'. Ongeveer 70 projecten worden nog beoordeeld. De projecten zijn gericht op het beter financierbaar maken van projecten en ondernemingen, primair op het gebied van circulariteit en CO2-neutraliteit. De activiteiten van Business Development komen niet enkel ten goede aan Invest-NL zelf, maar ook aan alle verstrekkers van risicokapitaal in de markt.

***Conclusies*[1]**

De belangrijkste conclusies op basis van de uitgevoerde evaluatie zijn de volgende:

1. **Het mandaat dat Invest-NL bij oprichting heeft meegekregen is ruimer dan het actuele gebruik en geeft Invest-NL een behoorlijke manoeuvreerruimte.** Van de zes mogelijke taken zijn er momenteel drie die zijn ingevuld en worden uitgevoerd. Naast de Investeringstaak en de Ontwikkeltaak is dat de taak die voorziet in samenwerking met instellingen/organen van de EU en andere ontwikkelings- en financieringsinstellingen in Nederland en de EU. Het simpelweg kunnen beschikken over een NPI als EU-lidstaat is een belangrijk winstpunt. Met Invest-NL als NPI wordt het eenvoudiger Europese middelen aan te trekken.

2. **Er is enige ruimte of operating window voor Invest-NL om tot investeringen te komen die bijdragen aan maatschappelijke transities.** Om te bepalen hoe groot de daadwerkelijke ruimte (operating window) is voor Invest-NL om tot directe en indirecte financieringen te komen, hebben we drie perspectieven op marktconformiteit onderscheiden, te weten een (1) economisch perspectief, (2) een staatssteunrechtelijk perspectief en (3) een stimulerend perspectief. Afhankelijk van het gehanteerde perspectief is er in principe een kleiner (1e perspectief) of groter operating window (2e en 3e perspectief) voor Invest-NL om te financieren. Bij een strikt economische definitie van marktconformiteit gaan de drie eisen die aan het functioneren van Invest-NL zijn gesteld (marktconformiteit, additionaliteit en het adresseren van marktfalen) slecht samen. In alle gevallen is er slechts een beperkt aantal gevallen waarin sprake is van marktfalen, additionaliteit en marktconformiteit in staatssteun-technische zin (geen ongeoorloofde staatssteun). Dit zien we in de praktijk van Invest-NL terug. Dit, gecombineerd met de strategische focus en het investeringsbeleid van Invest-NL, maakt dat een relatief bescheiden aantal aanvragen (voor directe financiering) precies past in het operating window van Invest-NL.

3. **Invest-NL is een belangrijk instrument in de 'gereedschapskist' van de overheid.** Logischerwijs beperken de randvoorwaarden de mogelijkheden van Invest-NL om te investeren, waardoor er onder de huidige marktcondities een beperkt aantal investeerbare cases overblijft. Als kapitaalmarkten minder goed gaan functioneren wordt de speelruimte (en toegevoegde waarde) van Invest-NL een stuk groter.

4. **Het is aannemelijk dat er sprake is van specifieke leemtes in de financieringsmarkt op het gebied van transitieopgaven en klimaatinvesteringen.** Dit blijkt uit een analyse van de Nederlandse kapitaalmarkt. Een bredere beschikbaarheid van risicodragend kapitaal op de transitiedomeinen circulair en CO2-neutraal (en in mindere mate gezondheidszorg) lijkt dan ook geen kwaad te kunnen.

[1] De volledige set conclusies met meer detail is beschreven in paragraaf 6.1.

5. **Het merendeel van de aanvragen is afgewezen op harde formele gronden zoals additionaliteit (22% van de afwijzingen) of de match met de strategische scope (26% van de afwijzingen) en nauwelijks op een meer subjectieve inschatting van de business case. Slechts 14% is afgewezen omdat Invest-NL het businessplan niet overtuigend vond of de aanvraag van onvoldoende kwaliteit**. Het grootste deel van deze voorstellen is in de eerste twee fasen van de funnel afgewezen, voornamelijk doordat de aanvragen buiten de scope van Invest-NL vielen, de markt nog onvoldoende bekend was met de opdracht en scope van Invest-NL en ook Invest-NL zelf haar focus nog moest vinden. Uiteindelijk blijft er zo maar een beperkte set van financieringsaanvragen over waarop Invest-NL kan instappen. Dit geeft aan dat het merendeel van de niet gedane investeringen dus niet voorkomt uit risico-aversie van Invest-NL (zoals in de media weleens werd gesuggereerd) maar uit het goed functioneren van de private markt. Relatief vaak blijken toch nog derde financiers bereid in te stappen en is er dus geen sprake is van additionaliteit. Inmiddels weet de markt beter welk type aanvragen bij de focus van Invest-NL aansluiten en neemt het aantal aanvragen en het aandeel afwijzingen af (en de conversie dus toe).

6. **Het vooralsnog relatief grote aandeel indirecte investeringen van Invest-NL is veel bekritiseerd, maar wordt door veel partijen in de markt niet als onlogisch gezien.** Indirecte investeringen maken het bij een beginnende investeringsinstelling mogelijk snel 'meters te maken', dempen het risico van enkel directe investeringen enigszins, maken het mogelijk om kleinere tickets beschikbaar te krijgen (< €5 miljoen) en kunnen fungeren als hefboom om Europees geld op te halen of te richten op investeringen in Nederland. Nadelen van indirecte investeringen ten opzichte van directe investeringen zijn onder andere dat minder goed is vast te stellen waar je als Invest-NL nu precies in investeert, het draagt niet per se bij aan het opbouwen van een autoriteitspositie, het is moeilijker om vast te stellen in hoeverre deze investeringen bijdragen aan crowding-in en de doeltreffendheid van de investeringen is lastiger vast te stellen.

7. **De resultaten van de Ontwikkeltaak (Business Development) lijken vooralsnog minder zichtbaar te zijn dan die van de Financieringstaak (Capital) van Invest-NL.** Van de drie activiteiten is de ontwikkeling van financiële producten de activiteit met aantoonbaar het meeste resultaat. Zo zijn er de afgelopen twee jaar verschillende financiële producten (waaronder DACI, DFF en Deep Tech Fund) ontwikkeld en speelt Invest-NL een cruciale rol in het mobiliseren van Europese middelen. Voor de overige activiteiten geldt dat voor de claim dat markten zijn losgetrokken alleen anekdotisch bewijs bestaat. Wat betreft propositiebegeleiding is het voor een groot deel van de proposities die begeleid zijn nog onduidelijk of deze financiering zullen vinden in de markt. De proposities die wel financiering hebben gevonden deden dit in de markt, en dus niet bij Invest-NL zelf. De marktonderzoeken dragen weliswaar bij aan de eigen kennisopbouw van Invest-NL en stelt haar in staat om zich te specialiseren op een aantal onderwerpen, maar zijn niet breed bekend in de markt, terwijl dit juist een intelligence functie is die de markt en niet primair Invest-NL moet dienen.

8. **De thematische focus van Business Development en Capital verschillen niet sterk van elkaar en beide werken in toenemende mate samen.** Door de overeenkomsten in de thematische focus ondersteunen de activiteiten van de ontwikkeltaak ook de kennisopbouw van professionals die zich bezighouden met de Investeringstaak. Zoals aangegeven is deze kennis echter niet exclusief bestemd

voor Invest-NL zelf. Dat gezegd hebbende is het opmerkelijk dat er tot op heden geen proposities zijn begeleid door Business Development die financiering hebben gevonden bij Capital.

9. **Voor het doen van een volledige evaluatie – voorzien in 2026 - moet elk van de twee doelstellingen apart worden geëvalueerd**. Voor het brede doel van meer ondernemingsfinanciering voor start- en scale-ups is de mate van crowding-in door andere financiers een goed vertrekpunt voor een betrouwbare effectmeting. Voor de tweede doelstelling - het bevorderen van transities door meer financiering te richten op bedrijven die transitieopgaven (specifiek circulair en CO2-neutraliteit) adresseren - kan een vergelijkbare aanpak worden gevolgd, zowel indien Invest-NL kiest voor impact investing (wat ze nu al doet) of voor thematic investing (wat ze mogelijk in de nabije toekomst meer doet). Invest-NL dient voor een dergelijke evaluatie wel haar operationele datahuishouding omtrent het aanvraagproces van financieringen te verbeteren en volledig te maken, een proces waarmee zij al een aanvang heeft gemaakt. Naast een effectmeting kan een formatief perspectief – waarbij aannemelijk kan worden gemaakt dat een interventie heeft bijgedragen aan een bepaald effect of resultaat - een belangrijke ondersteunende analyse of terugvaloptie zijn bij de voorziene volledige evaluatie.

Aanbevelingen[2]

Op basis van de uitgevoerde evaluatie zijn een aantal aanbevelingen geformuleerd. Deze hebben betrekking op mandaat en positionering, operaties en strategie, communicatie en informatiehuishouding van Invest-NL.

A. **Er is geen noodzaak het mandaat direct aan te passen. Wel kunnen mogelijk een aantal zaken worden verduidelijkt die Invest-NL ook helpen een helderder profiel in de markt op te bouwen.** Het gaat daarbij o.a. om meer duidelijkheid over wat onder marktconformiteit wordt verstaan (Invest-NL in samenspraak met ministeries van Financiën/EZK) en welk normrendement van Invest-NL wordt verwacht (Ministerie van Financiën). Het vaststellen van een normrendement is primair van belang als signaal naar de markt dat Invest-NL enerzijds geen subsidies verschaft en anderzijds ook mogelijkheden heeft bij een voldoende grote maatschappelijk impact toch te financieren waar private partijen dit niet of onvoldoende kunnen. Te overwegen is het normrendement op het minimum te stellen om zo Invest-NL enige bewegingsruimte te geven en de ruimte binnen het mandaat zo goed als mogelijk te benutten. Een lager normrendement biedt met andere woorden meer ruimte voor maatschappelijke investeringen. Bij duidelijkheid omtrent marktconformiteit hoort ook een duidelijke uitspraak hoe het exitbeleid van Invest-NL is vormgegeven en welke rol Invest-NL kan speler bij vervolg- en eventueel herfinancieringen (voorstel Invest-NL). Invest-NL zal ook duidelijker moeten aangeven of het primair inzet op impact investing (feitelijk een extra toets of een propositie bijdraagt aan een gewenste transitie) of thematic investing (door proactief en langduriger een aanjaagfunctie te vervullen op een specifiek transitiethema en zo de financierbaarheid te laten toenemen). Kiest Invest-NL voor thematic investing dan zal het aandeel directe investeringen in verhouding tot directe investeringen moeten toenemen.

[2] De volledige set aanbevelingen met meer detail is beschreven in paragraaf 6.2.

B. **In de huidige werkwijze en strategievorming zijn een aantal zaken die verbetering behoeven.** Daarbij moet gedacht worden aan verbetering van de efficiëntie van het beoordelingsproces van financieringsaanvragen door duidelijk (en opnieuw) te communiceren waar Invest-NL voor staat en welk type propositie Invest-NL kan ondersteunen. Dit maakt dat het aantal aanvragen wellicht afneemt – een proces dat al is ingezet – en de "conversie" toeneemt. Naast een efficiënter proces in bedrijfseconomische zin, kan dit ook bijdragen aan een zorgvuldige en kenbare besluitvorming voor het nemen van besluiten over financieringsaanvragen. Dit vereist ook een heldere investeringsafbakening en strategie. We zien dat Invest-NL allengs haar activiteiten preciezer afbakent, maar dat deze afbakening en strategie nog niet op alle punten voldoende helder is of voldoende helder wordt gecommuniceerd (bijvoorbeeld op het gebied van LSH). Invest-NL kan overwegen het zwaartepunt van Business Development activiteiten te verschuiven richting productontwikkeling en propositieontwikkeling en het aantal studies dat wordt verricht (nog) meer te focussen op de inhoudelijk focus van Invest-NL en de transitiepaden die Invest-NL eventueel wil faciliteren. Het is ook noodzakelijk dat Invest-NL aangeeft hoe zij aankijkt tegen de verhouding tussen directe en indirecte investeringen. Tot slot kan ook overwogen worden Invest-NL mee te laten ademen met de conjunctuur door ten tijde van hoogconjunctuur te focusseren op kennisdeling en marktontwikkeling via Business Development (en de financieringsmarkt zo goed als mogelijk haar werk laten doen) en in tijden van laagconjunctuur te focusseren op investeringen via de Capital-kant. Dan kan Invest-NL haar aandacht focussen en meer synergie tussen Business Development en Capital bereiken.

C. **Onder A en B genoemde punten vragen om een betere communicatie door Invest-NL.** Juist nu de positionering en werkwijzen van Invest-NL steeds duidelijker worden, is het raadzaam in een campagne Invest-NL hernieuwd voor te stellen (Invest-NL in afstemming met het ministerie van Financiën en het ministerie van EZK). Ook de activiteiten van Business Development verdienen ruimere verspreiding en aandacht, juist omdat ze een publiek karakter hebben en ze de hele financieringsmarkt moeten verleiden (meer en/of eerder) te investeren in transitieopgaven. Tot het verbeteren van de communicatie rekenen we ook een meer systematische dialoog met vakministeries die verantwoordelijk zijn voor transitiepaden die horen bij de investeringsafbakening van Invest-NL. Invest-NL kan nauwer aansluiten bij de kennis- en investeringsvragen die de vakministeries hebben en met hen proposities opwerken.

D. **Een van de conclusies luidde dat de datahuishouding over financieringsaanvragen verbetering behoeft.** We bevelen aan dat Invest-NL de reeds ingezette verbeterslag voortzet, de informatiehuishouding op orde krijgt en daarvoor ook voldoende personele inzet reserveert. Alleen zo kan een gedetailleerd inzicht worden verkregen in haar eigen investeringsproces en kan Invest-NL komen tot verantwoorde en uitlegbare besluiten en hierover ook transparant rapporteren. Ook vergroot het de kans op een succesvolle effectevaluatie van Invest-NL in 2026. Wel moet de informatiehuishouding zo worden ingericht – bij voorkeur met een kwantitatief scoringssysteem van investeringsaanvragen op te selecteren dimensies- dat typische econometrische analysemethoden kunnen worden toegepast. Ook moet systematischer worden geadministreerd – voor zover haalbaar voor een private organisatie als Invest-NL - in welke mate afgewezen aanvragen alsnog tot financiering in de markt leiden.

1 Inleiding

Op verzoek van het ministerie van Economische Zaken en Klimaat (hierna EZK) heeft Dialogic een tussentijdse evaluatie uitgevoerd van de Machtigingswet oprichting Invest-NL (deel 1) en (tussentijdse) evaluatie subsidies ontwikkeltaak Invest-NL (deel 2) sinds haar oprichting in december 2019. In dit hoofdstuk gaan we kort in op context en aanleiding van de evaluatie (paragraaf 1.1), schetsen we de doel- en vraagstelling van de evaluatie (paragraaf 1.2) alsook de onderzoeksaanpak (paragraaf 1.3). Tot slot presenteren we een leeswijzer voor het rapport als geheel (paragraaf 1.4).

1.1 Context en aanleiding evaluatie

In de Miljoenennota van 2016 kondigde het kabinet aan dat er een voorstel werd uitgewerkt voor een Nationale financieringsinstelling.[3] De uitwerking van dit voorstel volgde een aantal maanden later middels een brief aan de Tweede Kamer.[4] In die brief werd aangegeven dat Invest-NL wordt opgericht om gewenste investeringen in bedrijven en projecten mogelijk te maken die vanwege hun onzekere risico-rendementsverhouding of lange onzekere terugverdientijden onvoldoende financiering in de markt kunnen aantrekken. Het kabinet heeft vervolgens in het najaar van 2017 in het regeerakkoord *Vertrouwen in de toekomst* aangegeven dat het doorzet met de oprichting van Invest-NL.[5] Hiertoe is uiteindelijk een Machtigingswet oprichting Invest-NL opgesteld die op 4 december 2019 in werking is getreden.[6] Het tweeledige doel van Invest-NL is daarbij als volgt geformuleerd: *Invest-NL heeft tot doel om, indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen en aan het bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering.*[7,8]

Binnen de onderscheiden taken van de wet is een onderscheid gemaakt tussen de financieringstaak en de ontwikkeltaak. Bij de financieringstaak wordt er direct of indirect voor eigen rekening en risico financiering verstrekt (die additioneel is aan de markt). Hiervoor heeft Invest-NL een kapitaalstorting ontvangen. Bij de ontwikkeltaak gaat het qua activiteiten om onder meer kennisvergaring & expertise en advisering & modelontwikkeling. Dat leidt uiteindelijk tot output zoals het uitvoeren van marktonderzoek, de vorming van consortia, het opzetten van nieuwe investeringsfondsen en het adviseren en begeleiden van ondernemingen bij het aanscherpen van hun propositie.[9] Deze output heeft uiteindelijk tot doel het oplossen van financieringsknelpunten in de markt en het mobiliseren van privaat (inclusief Europees) risicokapitaal ten behoeve van de maatschappelijke transitieopgaven. Voor het uitvoeren van deze ontwikkeltaak krijgt Invest-NL subsidie vanuit het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat.

---

[3] Kamerstukken II, 2016/17, 34 550, nr. 1.

[4] Kamerstukken II, 2016/17, 28 165, nr. 266.

[5] 2017-2021: Vertrouwen in de toekomst [Rijksoverheid.nl].

[6] Machtiging tot oprichting van de Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling Invest-NL (2020). [officielebekendmakingen.nl]

[7] Machtiging tot oprichting van de Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling Invest-NL [officielebekendmakingen.nl].

[8] De onderscheiden zes wettelijke taken komen eveneens in paragraaf 2.1 aan de orde.

[9] [Invest-NL Business Development]

Met het in werking treden van de *Machtigingswet oprichting Invest-NL* beschikt Nederland (weer) over een nationale investeringsbank of preciezer een financierings- en ontwikkelingsinstelling.[10] Invest-NL heeft bij oprichting een investeringsvermogen meegekregen van €1,7 miljard. Invest-NL is naast het breed bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering vooral opgericht om financieringsmogelijkheden voor het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven te vergroten. Het basisidee is dat we als maatschappij staan voor een aantal zeer ingrijpende transitieopgaven (zoals op het gebied van duurzaamheid en de gezondheidszorg) en dat de benodigde investeringen achterblijven bij het niveau dat maatschappelijk wenselijk is. Kort gezegd: Invest-NL moet de financieringsmogelijkheden voor transitiedomeinen vergroten. Dat is gemakkelijker gezegd dan gedaan omdat een eis is dat Invest-NL aanvullend moet zijn aan de markt (additionaliteit) en dus niet marktverstorend mag werken. De primaire opdracht van de ontwikkeltak van Invest-NL is niet rendement halen, maar marktfalen bestrijden.

Er is veel discussie (geweest)[11] over Invest-NL en er worden vragen gesteld over Invest-NL en haar functioneren. Die vragen gaan bijvoorbeeld over de positie van Invest-NL op de markt voor risicokapitaal. In welke mate concurreert Invest-NL met bestaande aanbieders van risicokapitaal?[12] In hoeverre kan Invest-NL marktconform opereren en welke rendementen zou zij daarbij moeten behalen?[13] Ook is er discussie over de vraag in hoeverre Invest-NL erin zal slagen moeilijke investeringsmarkten 'los te trekken' en het zo voor private partijen aantrekkelijker te maken te investeren. Er is ook discussie over de termijn waarop de eerste investeringen van Invest-NL werden gerealiseerd en over de omvang en aard van de investeringen.[14] Ook is er discussie over de vraag of Invest-NL vooral direct (rechtstreeks aan bedrijven) of indirect (via fondsen) moet investeren. Meer recentelijk komt de vraag op hoe de financieringsopties van Invest-NL zich verhouden tot subsidies, zoals van het Nationaal Groeifonds en Klimaatfonds.[15] Veel van deze vragen komen terug in de onderzoeksvragen die in deze evaluatie aan de orde komen.

---

[10] In paragraaf 2.1 zullen we kort toelichten dat Invest-NL een voortzetting is – in aanzienlijk gewijzigde vorm – van de Herstelbank (opgericht na WO II) en later de Nationale Investeringsbank die elk hebben bijgedragen aan grote transities die destijds aan de orde waren. Ook zullen we daarin kort aangeven dat nagenoeg alle EU-landen inmiddels beschikken over een dergelijke National Promotional Institution (NPI), maar dat de vormgeving ervan aanzienlijk verschilt.

[11] Nobis (2018). Drie experts over nationale investeringsbank Invest-NL. *Managementscope*.

[12] Bij de bekendmaking van Invest-NL waren er naast positieve geluiden (bijvoorbeeld van VNO-NCW, zie ook berichtgeving [Trouw]) ook kritische geluiden te horen. De vereniging voor venture-Capital fondsen, NVP, sprak over een onmogelijke opdracht (zie [FD]): "Het fonds moet projecten van de grond krijgen die de markt te riskant vindt en tegelijkertijd een marktconform rendement halen. Hoe voorkom je dat de overheid dat probeert te doen door marktpartijen te verdringen?" Juist het verdringen van marktpartijen is wat men wil voorkomen, in artikel 9 van de wet staat ook expliciet dat Invest-NL additioneel aan de markt moet zijn.

[13] Rens van Tilburg heeft bepleit om Invest-NL niet af te rekenen op financieel rendement, maar ook op maatschappelijk rendement, bijvoorbeeld "hoeveel tonnen CO_2 zijn niet uitgestoten, hoeveel afval is voorkomen? (Van Tilburg (2019). Innovatie in Nederland vereist inzet van grote spelers. *Me Judice*)

[14] Zo was er bijvoorbeeld de nodige kritiek op het besluit van Invest-NL mee te investeren in een grote investeringsronde van een dienstverlener op het gebied van duurzame stedelijke mobiliteit. Hier werd onder andere de vraag gesteld of deze investering voldoende doorbraakkarakter had. Zie [Invest-NL], [FD], [FD]. In deze artikelen en door interviewpartners wordt aangegeven dat inzet vooral gewenst is waar de markt faalt. Als voorbeelden worden daarvoor gegeven "*de vroegste levensfase van techbedrijven, die voor veel investeerders te riskant is*" en "*hele jonge bedrijven, die nog geen omzet hebben maar wel hoge kosten maken*".

[15] Kamerbrief over samenhang en voortgang fondsen [Rijksoverheid.nl]

Nu Invest-NL uit de startblokken is, is het een goed moment om zowel de Machtigingswet als de subsidie voor de ontwikkelingstaken (tussentijds) te evalueren. Onze insteek daarbij is om eerst inzicht te bieden hoe Invest-NL zich in de eerste jaren van haar bestaan feitelijk heeft ontwikkeld. Voor een evaluatie van de financieringsactiviteiten is het vooralsnog te vroeg, maar het is al wel een geschikt moment na te denken over het evaluatieontwerp voor de volledige evaluatie die is voorzien voor 2026.

1.2 Doelstelling en onderzoeksvragen

De doelstelling van dit onderzoek is het evalueren van de Machtigingswet. In deze wet staat dat (Art. 18, lid 1)[16] "*binnen drie jaar na de inwerkingtreding van deze wet aan de Staten-Generaal een verslag over de effecten van deze wet in de praktijk [wordt gezonden]".* Er is verschil in hoe de financieringstaak en de ontwikkeltaak in dit onderzoek geëvalueerd worden. Bij de financieringstaak ligt de focus op het toetsen of de wet Invest-NL in staat stelt haar taken goed uit te voeren. Doeltreffendheid (en in het verlengde hiervan doelmatigheid) zijn op dit moment nog niet goed te onderzoeken voor dit onderdeel. Voor de ontwikkeltaak is het wel mogelijk om doeltreffendheid, doelmatigheid en efficiëntie te onderzoeken. Samen maakt het dat dit onderzoek het karakter heeft van een tussentijdse evaluatie. Deze tussenevaluatie maakt het ook mogelijk verantwoording af te leggen aan de Staten-Generaal.

Een volledige evaluatie is op dit moment dus nog niet aan de orde. Deze zal zeven jaar na oprichting plaatsvinden. Wij zien deze tussentijdse evaluatie niet alleen als een goed moment om "een blik onder de motorkap van Invest-NL te werpen" en te kijken hoe Invest-NL zich ontwikkelt, maar ook als een goed moment om na te denken over het evaluatieontwerp voor de evaluatie in 2026. Als nu begonnen wordt met het verzamelen van relevante informatie op de juiste manier, dan kan in 2026 een goede effectmeting plaatsvinden.

1.2.1 Hoofdvragen onderdeel 1 en 2

Met Ministerie van Economische Zaken en Klimaat heeft voor de evaluatie twee hoofdvragen geformuleerd. Voor onderdeel 1 is de volgende hoofdvraag geformuleerd:

> ***Stelt de wet Invest-NL in staat om de toebedeelde taken uit de wet uit te voeren en zodoende het doel van de wet te realiseren?***

Voor onderdeel 2 is de volgende hoofdvraag geformuleerd:

> ***Welke activiteiten zijn door Invest-NL met de EZK-subsidie voor ontwikkelingsactiviteiten uitgevoerd, wat zijn daar de realisaties van en gebeurt dit op een doeltreffende en op doelmatige wijze?***

De bovenstaande hoofdvragen vallen uiteen in 29 deelvragen die in de volgende twee paragrafen aan de orde komen. In Bijlage 1 hebben we aangegeven waar we in het rapport welke vraag hebben geadresseerd (en met gebruikmaking van welke methode). Op de meeste vragen kunnen we een antwoord formuleren.

[16] Machtiging tot oprichting van de Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling Invest-NL [officielebekendmakingen.nl].

1.2.2 Deelvragen evaluatie van de wet (onderdeel 1)

Doel, taken & randvoorwaarden

1. Welke onderdelen (met name over, maar niet beperkt tot, de holdingstructuur, taken, handelingen en voorwaarden voor taakuitoefening) van de Machtigingswet, die bij de start van de instelling ook voorzien waren, zijn volledig geïmplementeerd? Welke niet en waarom?
2. Hoe heeft Invest-NL haar additionele rol ten opzichte van het al bestaande instrumentarium vormgegeven? Op welke domeinen heeft Invest-NL zich gericht en hoe verhoudt zich dat tot haar specifieke doelen, taken en het geconstateerde marktfalen op die domeinen? Wat is de onderbouwing hiervan en hoe sluit dit aan op de afspraken die zijn gemaakt tussen de Staat en Invest-NL in de aanvullende overeenkomst?
3. Welke activiteiten heeft Invest-NL uitgevoerd en in hoeverre vallen die samen met de bij de wet aan de instelling toebedeelde taken, de randvoorwaarden en het gewenste doel (dit tezamen is het 'mandaat' van Invest-NL)?
4. In hoeverre heeft Invest-NL in de praktijk voldaan aan de gestelde randvoorwaarden[17] voor investeringen [voor zowel de directe als indirecte investeringen]?
5. Wat voor een invloed hebben de gestelde randvoorwaarden gehad op de door Invest-NL verstrekte financieringen en de ontplooide ontwikkelactiviteiten? Welke (en hoeveel) proposities zijn niet in aanmerking gekomen voor financiering of ontwikkeling als gevolg van welke randvoorwaarden?
6. Hoe beoordeelt Invest-NL de impact van potentiële initiatieven, projecten en investeringen?
7. In hoeverre steekt Invest-NL tijd en geld in projecten met organisaties en ondernemingen die compliant zijn met milieuwetgeving, arbeidsomstandighedenwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen?
8. Op welke wijze borgt Invest-NL dat zijzelf compliant is met relevante wet- en regelgeving op het gebied van milieuwetgeving, arbeidsomstandighedenwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen.

Investeringstaak

9. Welke financieringsvormen heeft Invest-NL gebruikt voor het financieren van ondernemingen en wat waren hier de belangrijkste redenen voor? Welke andere financieringsvormen biedt Invest-NL aan in aanvulling op het aanbod van andere financiers?
10. Hoeveel financiering is er in totaal verstrekt (aantal investeringen en totaal in euro's), aan welke partijen en hoeveel partijen hiervan waren MKB-partijen (uitgesplitst per jaar en per 'investeringsdomein'). En hoe verhoudt zich dit tot de proposities die zich in de pijplijn bevonden?
11. Hoe beoordeelt Invest-NL het maatschappelijk rendement van een project (ex-ante impactanalyse) en hoe weegt Invest-NL dit af tegen het financieel rendement bij het toekennen en weigeren van financiering aan bedrijven?

[17] Deze randvoorwaarden zijn: 1) positief rendement op portefeuille niveau, 2) levensvatbare business case, 3) additionaliteit, 4) geen meerderheidsbelang, 5) crowding in, 6) geen ongeoorloofde staatssteun, 7) toetsing aan doelstelling Invest-NL, 8) toetsing aan criteria voor MVO, 9) transparantie. Licht hierbij additionaliteit extra uit aangezien dit een van de belangrijkste randvoorwaarde is voor Invest-NL.

Ontwikkeltaak

12. Welke ontwikkelactiviteiten heeft Invest-NL ontplooid en wat is de onderbouwing hiervan?
13. Op het oplossen van welk 'marktfalen' hebben de ontwikkelingsactiviteiten zich gericht?
14. Welke wisselwerking is zichtbaar tussen de ontwikkelactiviteiten en de investeringsactiviteiten van Invest-NL en in hoeverre sluit dit aan op de bedoeling van de wet?

Met het oog op de volledige evaluatie zeven jaar naar oprichting van de instelling en waarbij doeltreffendheid en doelmatigheid onderzocht zal worden, vindt de opdrachtgever het belangrijk om alvast hiernaar vooruit te kijken. In 2026 vindt een evaluatie plaats van de investeringsactiviteiten en projecten van Invest-NL in termen van doeltreffendheid en doelmatigheid. Daarvoor is het nodig reeds vanaf het begin de noodzakelijke bij Invest-NL bekende gegevens te administreren over deelnemers, toegekende bedragen, KvK-nummers, doelen en output van de projecten e.d. Deze gegevens kunnen voor deze evaluatie later worden gekoppeld aan het ABR van het CBS om een evaluatie mogelijk te maken. In het kader daarvan heeft de opdrachtgever de volgende vraag:

15. Welke gegevens verzamelt Invest-NL daarvoor en welke voorziening is er getroffen om die gegevens te benutten voor de evaluatie conform de Theeuwes-voorschriften?

1.2.3 Deelvragen evaluatie subsidie voor de ontwikkeltaak (onderdeel 2)

Doeltreffendheid

16. Welke activiteiten op het gebied van: studies, opzet van financieringsinstrumenten/ fondsen, e.d., heeft de ontwikkeltak ontplooid en op welke manier hebben deze bijgedragen aan de doelen uit de wet?
17. In hoeverre zijn de bestede middelen op een effectieve wijze verdeeld over de verschillende activiteiten (onderzoek, projectontwikkeling en propositiebegeleiding) met het oog op het beoogde doel van Invest-NL, hoe staat dit in verhouding tot de gewenste outcome en impact en hoe wordt dit door Invest-NL in kaart gebracht en beoordeeld?
18. In welke mate hebben de activiteiten bijgedragen aan het wegnemen van het marktfalen op de domeinen waarop Invest-NL actief is?
19. Hoe ziet de toeleiding van aanvragen/begeleide proposities eruit en welke hebben geleid tot additionele investeringen door Invest-NL of andere financiers? Aan welke partijen (registratie KVK-nummers met het oog op koppeling Algemeen Bedrijvenregister van het CBS) en wat zijn de resultaten van de proposities op het moment van evalueren?
20. Hoe groot zijn de totale gesubsidieerde investeringen (vanuit Invest-NL en vanuit de markt) en welk deel daarvan is additioneel?
21. Wat vinden bedrijven en andere stakeholders (zoals de ROM's en andere beleidsdepartementen) van het aanbod van, de zichtbaarheid van en de rolneming door Invest-NL? Is het duidelijk waarvoor bedrijven en stakeholders bij Invest-NL moeten zijn?
22. Hoe heeft Invest-NL met andere private en publieke partijen samengewerkt (zowel in binnen- als buitenland) en in welke mate heeft dit bijgedragen aan de doelstellingen?
23. Hoe verloopt de samenwerking met de RVO en andere geldverstrekkers bij het realiseren van de doelstellingen? Sluiten de activiteiten van beide instellingen goed op elkaar aan?

24. In hoeverre is Invest-NL in staat gebleken om EU-middelen op te halen en in hoeverre draagt dit bij aan de doelrealisatie van de instelling?
25. Hoe zijn de ontwikkeltak en departementen op elkaar aangesloten als het gaat om de ontwikkeling van investeringen en eventuele financieringsknelpunten, wie pakt welke rol? Op welke wijze neemt Invest-NL beleidsmatige prioriteiten mee in de invulling van activiteiten?

Doelmatigheid

26. Hoe verhouden de bereikte resultaten zich tot de kosten? Maak hierbij een onderscheid tussen de directe en indirecte kosten. (Bij deze vraag worden ook de administratieve lasten van de subsidieaanvragers/ontvangers betrokken.)
27. Hoeveel additionele investeringen zijn bereikt per euro subsidie? ('bang for the buck')
28. In hoeverre is de inzet van mensen en middelen op de juiste wijze ingericht/georganiseerd, gelet op subsidiabele kosten?
29. In hoeverre is er een heldere scheiding tussen activiteiten en daarbij betrokken medewerkers tussen ontwikkelingstak en de investeringstak door middel van een urenadministratie?

1.3 Onderzoeksaanpak

Voor de evaluatie en de eerdergenoemde "blik onder de motorkap" is het essentieel om in kaart te brengen welke taken zijn opgepakt, welke activiteiten zijn ontplooid en hoe dit uitgevoerd is. Dit sluit aan bij het karakter van deze tussentijdse evaluatie waarin het meten van outcomes en impact in veel gevallen nog niet goed mogelijk is. Daarnaast is naar onze mening essentieel de meerwaarde van Invest-NL te bepalen. Hierbij gaat het in eerste instantie om de *additionaliteit* van Invest-NL: *in welke mate is Invest-NL aanvullend aan de markt?* Dit vraagstuk speelt het meest bij onderdeel 1 van de evaluatie dat zich richt op de Machtigingswet. Een ander element van de meerwaarde van Invest-NL is de mate waarin het verwachte marktfalen wordt opgelost. Dit is ook terug te zien bij de onderzoeksvragen. Zo wordt bij onderdeel 2 van de evaluatie gevraagd in welke mate de activiteiten hebben bijgedragen aan het wegnemen van het marktfalen op de domeinen waarop Invest-NL actief is.

Voor het beantwoorden van de onderzoeksvragen hebben we de vier stappen doorlopen zoals weergegeven in onderstaande figuur. De bovenste rij toont de vier stappen, de onderste twee rijen de methodes die per stap zijn ingezet. Daarnaast is nadat de belangrijkste informatie- en deelanalyses zijn voltooid een integrale analyse uitgevoerd. De opzet van het onderzoek en de tussentijdse resultaten zijn in vier bijeenkomsten besproken met een uitgebreide begeleidingscommissie. In Bijlage 3 is een overzicht van de leden van de commissie opgenomen. Het onderzoek is uitgevoerd in de periode april 2022 tot en met september 2022.

Figuur 1: Onderzoeksstappen (blauw) en databronnen (groen).

De databronnen die in de groene blokken worden getoond vallen uiteen in drie onderzoeksmethodes: literatuurstudie, projectdata en interviews. Deze drie elementen worden hieronder nader uitgewerkt.

Voor de **literatuurstudie** is een flinke hoeveelheid documenten en literatuur geraadpleegd (voor een overzicht, zie lijst met referenties). We hebben een matrix gemaakt om feitelijke informatie en inzichten uit de documenten te koppelen aan de onderzoeksvragen. Sommige literatuur is niet direct gekoppeld aan een onderzoeksvraag maar bijvoorbeeld van belang voor specifieke deelonderwerpen zoals de positie van Invest-NL in het Nederlandse landschap voor risicokapitaal (paragraaf 2.5) of de theoretische onderbouwing van de beleidstheorie (paragraaf 2.4).

Voor het verkrijgen van **projectdata** zijn we uiteraard afhankelijk geweest van de medewerking van Invest-NL. De onderzoekers hebben deze samenwerking met Invest-NL als prettig ervaren en Invest-NL is zeer welwillend gebleken om informatie aan te leveren. Via een speciale Liaison officer zijn onze informatieverzoeken goed opgepakt en ontstond bovendien de mogelijkheid van hoor en wederhoor. Ook hebben we uitgebreid kunnen overleggen met de data-analisten van Invest-NL. De kwantitatieve informatie die we ontvingen heeft ons vooral geholpen om een accuraat beeld te krijgen van de processen aan de kant van Capital en Business Development. Vooral aan de Capital kant hebben we middels verschillende stappen een beeld weten te schetsen hoe het selectieproces van financieringsaanvragen vorm krijgt en in welke fase van de funnel welke aanvragen om welke specifieke reden eventueel werden afgewezen. Dat is van groot belang geweest om uitspraken te kunnen doen over de additionaliteit (en ook van marktconformiteit) van Invest-NL. Hiervoor is regelmatig geschakeld met de dataspecialisten van Invest-NL. Naast projectinformatiedata heeft Invest-NL op ons verzoek allerhande informatie aangeleverd. Voor de dossieranalyse is met verschillende investment managers gesproken om duidelijk te krijgen waarom negentien afgewezen aanvragen exact zijn afgewezen.

Ook is een groot aantal **interviews** uitgevoerd (voor een overzicht van interviewpartners, zie Bijlage 2). Naast de voltallige directie en enkele specialisten binnen Invest-NL hebben we interviews gehouden met partijen in de markt (fondsen, NVP, ROM's, Techleap), overheden (EZK en Financiën als meest direct betrokkenen bij oprichting en functioneren van Invest-NL en daarnaast vakdepartementen). Ook is gesproken met EIB, EIF, ELTI, DNB en verschillende wetenschappers. De lijst van interviewkandidaten is tot stand gekomen in overleg met de begeleidingscommissie. Elk gespreksverslag is ter validatie aan de gesprekspartners voorgelegd. Alle gespreksverslagen zijn verwerkt in een interviewmatrix om zo de beschikbare inzichten zo goed mogelijk te benutten. Uiteraard kunnen gesprekspartners verschillen in hun opvattingen en zienswijzen en we zullen dat bij de verwerking zo goed mogelijk aangeven en waar mogelijk te onderbouwen met feiten. Het evaluatieontwerp is in belangrijke

mate ook gebaseerd op literatuuronderzoek, maar hier hebben we eveneens baat gehad bij een extra workshop met (een deel van) de begeleidingscommissie en in het bijzonder de inzichten van commissielid prof. Carl Koopmans.

1.4 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 geven we een beschrijving van Invest-NL. Naast een algemene beschrijving van Invest-NL inclusief de governance gaan we daar uitgebreid in op de beleidstheorie. Feitelijk leggen we hier de beleidstheorie op basis van het mandaat naast de theoretische onderbouwing voor de beleidstheorie en tenslotte wat we aantreffen in de praktijk. Hoewel niet beperkt tot marktfalen zullen we stilstaan bij het vraagstuk of het van bestrijden van marktfalen, additionaliteit aan de markt en marktconformiteit een mogelijke combinatie is. Ook zullen we expliciet ingaan op de vraag of het mandaat van Invest-NL ruim genoeg is of wellicht juist knelt. In dit hoofdstuk geven we ook een beeld van Nederlandse markt voor risicokapitaal en de positie van Invest-NL hierop.

In hoofdstuk 3 staan we stil bij de investeringstaak van Invest-NL en staan we achtereenvolgens stil bij de feitelijke investeringen die door Invest-NL tot dusver zijn gedaan, de wijze waarop de Investeringstaak wordt uitgevoerd en de mate waarin de negen randvoorwaarden waaraan Invest-NL volgens haar mandaat moet voldoen bij haar investeringen werkbaar is. Ook reflecteren we op enkele cruciale aspecten van de Investeringstaak (bijvoorbeeld investeringsafbakening, lead-investorschap, verhouding directe/indirecte investeringen, balans financieel en maatschappelijk rendement en gerelateerd het vraagstuk van het normrendement en tot slot exit-beleid. In een aparte paragraaf gaan we nog in op de vraag in hoeverre Invest-NL compliant opereert als het gaat om milieu- en Arbowetgeving alsmede MVO.

In hoofdstuk 4 behandelen we de ontwikkeltaak van Invest-NL. Dat doen we door eerst inzicht te geven in de werkwijze en activiteiten behorend bij de Ontwikkeltaak (of Business Development). Ook kijken we in dit hoofdstuk specifiek naar de samenwerking tussen de investeringskant en de ontwikkelkant van Invest-NL en de afstemming zoals die plaatsheeft tussen (overwegend) de ontwikkelkant van Invest-NL en de verschillende departementen. Ook gaan we – voor zover dat mogelijk is op basis van de uitgevoerde analyses - in op de doelmatigheid van de Ontwikkeltaak.

Hoofdstuk 5 is exclusief gewijd aan het evaluatieontwerp voor Invest-NL in 2026 en overwegingen daarbij.

In het slothoofdstuk presenteren we onze conclusies en aanbevelingen.

2 Beschrijving Invest-NL

Alvorens we meer evaluerende uitspraken kunnen doen, geven we een beschrijving van Invest-NL. We staan eerst stil bij de oprichting en governance van Invest-NL (paragraaf 2.1). Vervolgens gaan we in op de beleidstheorie zoals op basis van het mandaat aan Invest-NL kan worden opgesteld (paragraaf 2.2). Daarna gaan we in op on de theoretische onderbouwing van de beleidstheorie. Daarbij gaan we onder andere in op de spanning tussen marktfalen, additionaliteit en marktconformiteit en presenteren we drie perspectieven op marktconformiteit en hoe dat zich verhoudt tot de voorziene werking van Invest-NL (paragraaf 2.3). Hierna gaan we in op hoe de beleidstheorie in de praktijk uitpakt (paragraaf 2.4). We sluiten af met een beschouwing hoe Invest-NL gepositioneerd kan worden in het Nederlandse financieringslandschap voor risicokapitaal en hoe zij zich verhoudt tot andere beleidsinstrumenten in dit domein (paragraaf 2.5).

2.1 Oprichting en governance Invest-NL

2.1.1 Oprichting Invest-NL

Zoals beschreven in het eerste hoofdstuk, kondigde het kabinet in de Miljoenennota van 2016 aan dat er een voorstel werd uitgewerkt voor een Nationale financieringsinstelling.[18] De uitwerking van dit voorstel volgde een aantal maanden later middels een brief aan de Tweede Kamer en het concept "Invest-NL" was geboren.[19] In die brief werd aangegeven dat Invest-NL wordt opgericht om gewenste investeringen in bedrijven en projecten mogelijk te maken die vanwege hun onzekere risico-rendementsverhouding of lange onzekere terugverdientijden onvoldoende financiering in de markt kunnen aantrekken. Het kabinet heeft vervolgens in het najaar van 2017 in het regeerakkoord *Vertrouwen in de toekomst* aangegeven door te willen gaan met de oprichting van Invest-NL.[20] Hiertoe is uiteindelijk een Machtigingswet oprichting Invest-NL opgesteld die op 4 december 2019 in werking is getreden. Het tweeledige doel van Invest-NL is daarbij als volgt geformuleerd: *Invest-NL heeft tot doel om, indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen en aan het bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering.*[21]

De toenmalige CEO Wouter Bos lanceerde Invest-NL op 16 januari 2020. De taken die Invest-NL middels de wet heeft meegekregen zijn te onderscheiden in een financieringstaak en een ontwikkeltaak. Bij de financieringstaak wordt er direct of indirect voor eigen rekening en risico financiering verstrekt (die additioneel is aan de markt). Bij de ontwikkeltaak gaat het qua activiteiten om onder meer kennisvergaring & expertise en advisering & modelontwikkeling. In paragraaf 2.2 zullen we de taken die Invest-NL volgens de wet heeft meegekregen in detail bespreken.

Initieel was de thematische focus van Invest-NL zeer breed. In 2020 is de thematische focus middels een bijlage aan de aanvullende overeenkomst tussen de Staat en Invest-NL[22] ingekaderd. In deze aanvullende overeenkomst zijn twee algemene investeringsdomeinen

[18] Kamerstukken II, 2016/17, 34 550, nr. 1.

[19] Kamerstukken II, 2016/17, 28 165, nr. 266.

[20] Regeerakkoord 2017-2021: Vertrouwen in de toekomst [Rijksoverheid.nl].

[21] Machtiging tot oprichting van de Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling Invest-NL [officielebekendmakingen.nl].

[22] Overeenkomst tussen de Staat en Invest-NL inzake de investeringstaak [Rijksoverheid.nl].

opgenomen: duurzaamheid (bestaand uit de sub-domeinen Energie en Landbouw en voedsel) en innovatie (bestaand uit de sub-domeinen economie, digitalisering en zorg) en verschillende specifiekere thema's aangewezen (zie voor een overzicht paragraaf 3.4). Toch bleef de investeringsafbakening ook na de aanvullende overeenkomst nog zeer breed. Dit biedt Invest-NL veel ruimte in haar investeringsmogelijkheden, maar zorgt mogelijk ook voor onzekerheid waar zij exact voor staan. In de loop der tijd heeft Invest-NL de thematische focus verder aangescherpt ten opzichte van wat mogelijk is vanuit wettelijke kaders. We gaan in 3.4.3 verder in op de ontwikkeling van de investeringsafbakening.

Sinds eind 2019 beschikt Nederland dus weer over een nationale investeringsbank. Meer exact gaat het om een financierings- en ontwikkelingsinstelling aangezien Invest-NL geen bankvergunning heeft. Invest-NL heeft bij oprichting een investeringsvermogen meegekregen van €1,7 miljard voor nationale financieringsactiviteiten. Het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat verstrekt een jaarlijkse subsidie van €10 miljoen aan Invest-NL voor het uitvoeren van de Ontwikkeltaak.

Naast het breed bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering, is Invest-NL vooral opgericht om financieringsmogelijkheden voor het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven te vergroten. We staan als maatschappij staan voor een aantal zeer ingrijpende transitieopgaven (duurzaamheid, zorg) en de benodigde investeringen blijven achter het niveau dat maatschappelijk wenselijk is. Kort gezegd: Invest-NL moet de financieringsmogelijkheden voor transitiedomeinen vergroten. Dat is gemakkelijker gezegd dan gedaan omdat een eis is dat Invest-NL aanvullend moet zijn aan de markt (additionaliteit) en moet opereren op gebieden waar sprake is van marktfalen. Invest-NL mag dus niet marktverstorend werken, maar moet gelijktijdig wel een markconform reendement halen. De spanning tussen marktfalen, additionaliteit en marktconformiteit is een centraal aandachtspunt in deze evaluatie. We zullen deze discussie in meer detail bespreken in paragraaf 2.3.2.

Met haar rol als nationale financierings- en ontwikkelingsinstelling treedt Invest-NL in de voetsporen van de Herstelbank en de Nationale Investeringsbank. In onderstaande box staat de Nederlandse geschiedenis op het gebied van nationale financieringsinstellingen/-banken en de opvolging door Invest-NL in meer detail beschreven. Het toont dat het kunnen beschikken over een NPI als Invest-NL historisch gezien eerder regel is dan uitzondering en dat met de oprichting van Invest-NL een traditie wordt voortgezet (zij het in een andere vorm).

Box 1. Invest-NL als opvolger – na 20 jaar - van Herstelbank en Nationale Investeringsbank[23]

Invest-NL kan in zekere zin worden gezien als een voortzetting – in een andere vorm – van de Nationale Investerings Bank (NIB) en haar rechtsvoorganger de Maatschappij tot Financiering van het Nationaal Herstel (of de Herstelbank) die in oktober 1945 werd opgericht als tijdelijk instituut (25 jaar), met 300 miljoen gulden aan kapitaal (verschaft door de overheid en private kapitaalverschaffers) en een ruime doelstelling. Zo kon de Herstelbank bancair financieren, maar o.a. ook deelnemen in het kapitaal van ondernemingen en was dit toegestaan als dit ten goede kwam aan herstel van de welvaart. De taak van de Herstelbank groeide geleidelijk aan en verschoof van wederopbouw naar preventiemiddel ter voorkoming van faillissementen en verschaffer van overbruggingsfaciliteiten en vervolgens naar het doen van "investeringen die de welvaart zo goed mogelijk zouden dienen met het oog op de toekomst" (p. 74). De Herstelbank had een voorkeur voor de rol van kredietverstrekker (waarbij de overheid gedeeltelijk garant stond voor de aangegane verplichtingen) en vermeed aandeelhouderschap omdat men vreesde voor ongewenste belangenverstrengeling. Voor het deelnemen in het kapitaal van ondernemingen werd mede door de Herstelbank de Nederlandse Participatie Maatschappij opgericht (NPM).

[23] Overwegend gebaseerd op Devilee (2021). Wat hebben de Herstelbank en Invest-NL met elkaar te maken, *Ondernemingsrecht*. Daarnaast is geput uit Van den Brink en Den Ouden (2018). Invest-NL. Bankieren met €2,5 miljard publiek geld; welke regels gelden er eigenlijk? *Nederlands Juristenblad*.

In 1962 toen ook andere banken (middel)lange termijn kredieten gingen verstrekken – en er in toenemende mate sprake was van concurrentie met private aanbieders – werd de Herstelbank omgedoopt in Nationale Investerings Bank. Zonder exact in te gaan over de wijzigingen in aandelenkapitaal, de winstregeling en de governance van de NIB, kreeg de NIB een meer marktconform karakter. De NIB verstrekte vooral achtergestelde leningen aan "structureel gezonde bedrijven, welke noodzakelijk werden geacht voor een gezonde economische ontwikkeling" (p. 76). Opmerkelijk genoeg was de NIB instrumenteel bij de (vorige) transitie van de energievoorziening, te weten die van mijnbouw naar gasproductie. NIB verleende enerzijds investeringskredieten die andere commerciële kredietverleners ook zouden verlenen, maar anderzijds kredieten die "bancair gezien een te hoog risico droegen, maar die voor het algemeen economisch belang als veelbetekenend werden gezien" (p. 77). Voor deze tweede soort kredieten (met een gedeeltelijke garantstelling door de Staat, bestond een aparte Regeling Bijzondere Financiering met een hoog risico. Vooral begin jaren '80 was het aandeel van de tweede type kredieten met staatsgarantie opgelopen tot meer dan 80% van de door de NIB verleende kredieten. In de jaren '80 begon de privatisering en de aandelen in NIB werden geleidelijk aan afgestoten en de privatisering was in 1999 een feit. De aandelen van NIB kwamen uiteindelijk via ABP en PGGM in bezit van NIBC dat inmiddels in 2020 is overgenomen door Blackrock. In 2008 – bijna 10 jaar na feitelijk afschaffing van NIB en midden in de kredietcrisis - kwam het idee van een Nationale Investeringsbank weer op, maar was de tijd er kennelijk nog niet rijp voor. De komst van het Investeringsplan voor Europa eind 2014 omvat o.a. het Europees Fonds voor Strategische Investeringen (EFSI, ook wel aangeduid als de Junckergelden maakte het echter aantrekkelijker om te beschikken over een nationale financierings- en ontwikkelingsinstelling. Bij de uitvoering van EFSI wordt namelijk uitgegaan van een samenwerking tussen EIB/EIF en Nationale stimuleringsbanken of -instellingen. Nederland beschikte in tegenstelling tot veel andere EU-landen niet (meer) over een dergelijke instelling. Zoals van den Brink en den Ouden aangeven wordt daartoe in 2015 eerst het Nederlands Investerings Agentschap (NIA) opgericht, maar deze kwalificeert niet als nationale stimuleringsbank of-instelling. Hierna wordt gelobbyd voor de oprichting van een Nederlandse Financieringsinstelling voor Economische Ontwikkeling (NFEO).[24] Uiteindelijk kiest het kabinet Rutte III in 2017 voor oprichting van een kleiner fonds, Invest-NL. Het kabinet sorteerde daarmee ook voor op de oprichting van een geïntegreerd investeringsfonds op EU-niveau, te weten InvestEU. Zoals we later nog zullen zien werkt Invest-NL er hard aan om als implementing agency van InvestEU erkend te worden. Dit leidde uiteindelijk (mede) tot de Machtigingswet oprichting Invest-NL die in 2019 is aangenomen en het begin is van Invest-NL.

Opmerkelijk is dat net als de NIB destijds van Invest-NL gevraagd wordt een rol te spelen bij de energietransitie c.q. verduurzaming van de economie. Wat wel verschilt is de vormgeving (100% staatsaandeelhouderschap, nadruk op het rechtstreeks nemen van belangen in het aandelenkapitaal van ondernemingen. Ook is Invest-NL voor het oog behoorlijk autonoom en op afstand geplaatst van de overheid. Echter, zoals Devilee betoogt is ook het semipublieke element bij Invest-NL nog goed zichtbaar "zoals in de doelomschrijving van de ondernemingen; de taakomschrijving van de bestuurders; de goedkeuringsrechten van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders in het kader van het strategisch plan, het investeringsbeleid en grote investeringen en de inhoud van de private overeenkomst die Invest-NL met de Staat sloot waarbij controle achteraf plaatsvindt" (p. 82).[25]

---

[24] Zoals van den Brink en den Ouden aangeven (zie p. 1573-1574) voorzag NFEO in het onder een dak brengen de Bank Nederlandse Gemeenten, de Nederlandse Waterschapsbank, de Financieringsbank voor Ontwikkelingslanden (FMO) en enkele financieringsinstrumenten die door RVO werden uitgevoerd. Daarmee zou een investeringsbank met een vermogen van € 250 miljard zijn ontstaan. Uit interviews is ons gebleken dat dit besluit feitelijk ertoe heeft bijgedragen dat er geen investeringsbank is ontstaan en ook dat allerhande vormen van publieke financieringsinstrumenten onder een dak zijn gekomen, iets wat in een aantal EU-landen juist wel het geval is, vergelijk bijvoorbeeld KfW in Duitsland. Juist de niet bancaire status – en dus ook de mogelijkheid om goedkoop kapitaal aan te trekken - en de relatief beperkte middelen in internationaal vergelijk zijn van grote invloed geweest voor hoe Invest-NL er nu uitziet en de mogelijkheden die het heeft.

[25] Overigens hebben Van den Brink en den Ouden in hun eerdergenoemde artikel uit 2018 op conceptversies van wetsvoorstel en memorie van toelichting kritiek geuit. Zij betoogden onder ander dat

Ruim twee jaar na oprichting maken we de stand van zaken op. We onderzoeken of en hoe Invest-NL invulling heeft gegeven aan de taken uit de Machtigingswet, welke resultaten Invest-NL heeft geboekt, en wat de toegevoegde waarde is van Invest-NL als nationale financierings- en ontwikkelingsinstelling. Onderstaand staan we nog kort stil bij de governance alvorens verder te gaan met de theoretische onderbouwing van de beleidstheorie.

2.1.2 Governance Invest-NL

Invest-NL is een private onderneming die gefinancierd is met publieke middelen. De naamloze vennootschap Invest-NL N.V. heeft als enig aandeelhouder de Staat der Nederlanden Invest-NL N.V. is dus publiek gefinancierd en namens de Staat der Nederlanden worden alle aandelen gehouden door het ministerie van Financiën. De aandeelhouder heeft een raad van commissarissen benoemd die toezicht houdt op het bestuur van Invest-NL. Er is geen directe aansturing langs politieke lijnen.[26] Het ministerie van Economische Zaken en Klimaat is de beleidsopdrachtgever van Invest-NL Business Development. Invest-NL is een staatsdeelneming en is zodoende gevonden aan de principes en best practices van de Corporate Governance Code.[27] Invest-NL bestaat uit een aantal vennootschappen:

- Invest-NL N.V. (Holding)
    - Dochtermaatschappij Invest-NL Capital N.V. (Capital)
    - Dochtermaatschappij Invest-NL Business Development B.V. (Business Development)

De governance van Invest-NL is als volgt: er is een managementteam, een raad van commissarissen en twee adviserende commissies[28] aan de raad van commissarissen. Dit is weergegeven in onderstaande figuur. Zoals te zien is zijn de investeringstaak (Invest-NL Capital N.V.) en de ontwikkeltaak (Invest-NL Business Development N.V.) opzettelijk juridisch gescheiden. De ontwikkeltaak wordt apart gefinancierd met een jaarlijkse subsidie en staat wat dat betreft dus los van de investeringstaak. Met deze jaarlijkse subsidie werkt het Business Development team van Invest-NL aan het ontwikkelen van nieuwe financieringsinstrumenten, marktontwikkeling en propositiebegeleiding. Het doel bij Business Development is dat de resultaten ten goede komen aan alle marktpartijen (in paragraaf 2.2.1 worden de taken van Invest-NL verder toegelicht).

"Invest-NL in een privaatrechtelijk jasje is gestoken" en dat zij Invest-NL beschouwden als een (publiekrechtelijk) bestuursorgaan en de besluiten over leningen en garanties – gefinancierd uit publieke middelen – als subsidies. Ook betoogden zij dat tegen het handelen van Invest-NL bestuursrechtelijke rechtsbescherming open zou moeten staan. In de conclusie van de publicatie uit 2018 stellen de auteurs samengevat dat als de wetgever meent dat Invest-NL niet moet worden gehouden aan de publiekrechtelijke normen dit in de wet zelf geregeld moet worden. Ook wordt in diezelfde conclusie aangegeven dat de burger uitleg over die keuze moet krijgen. Het wetsvoorstel en de toelichting daarop is, mede naar aanleiding van het advies van de Raad van State daarop, nadien op beide zaken aangepast (zie artikel 5, tweede lid, van het bij de Tweede Kamer ingediende voorstel en Kamerstukken II 2018/19, 35 123, nr. 3, p. 40-43). Dit aangepaste voorstel, inclusief toelichting, werd openbaar op 16 januari 2019 en werd nog weer later tot wet verheven.

[26] Invest-NL.nl. Achtergrond. [Invest-NL.nl]

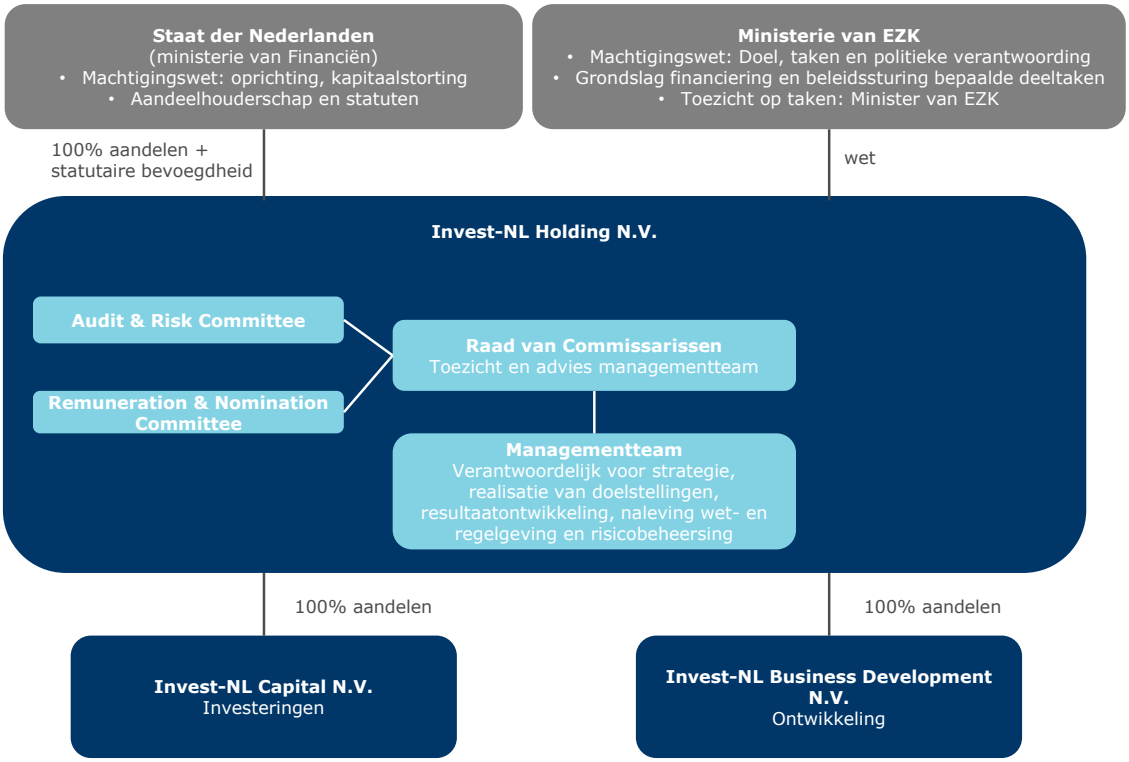
[27] Invest-NL.nl. Governance. [Invest-NL.nl]

[28] De Audit en Risk committee en de Renumeration en Nomination committee. Deze commissies bestaan uit leden van de Raad van Commissarissen zelf.

Managementteam

Het managementteam van Invest-NL bestaat uit de CEO en de directeuren van Capital, Strategy, Business Development en Finance & Risk. Dit team fungeert als dagelijks bestuur[29] en is het gemeenschappelijk overlegorgaan waarin de managementbesluiten worden besproken. Het managementteam is verantwoordelijk voor de volgende zaken:

- Strategie
- Realisatie van doelstellingen
- Resultaatontwikkeling
- Naleving van relevante wet- en regelgeving
- Risicobeheersing



Figuur 2: Governance Invest-NL. Bron: Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021, bewerking Dialogic.

Raad van Commissarissen

De Raad van Commissarissen van Invest-NL heeft als taak om toezicht te houden op het gevoerde beleid, op de algemene gang van zaken en op het functioneren van het managementteam. Ook adviseert de RvC het managementteam. Jaarlijks evalueert de RvC, buiten het MT om, hoe het MT (collectief en individueel) functioneert. De RvC richt zich op de volgende aspecten:

- Realisatie van de doelstellingen van Invest-Nl.
- Wijze waarop het managementteam de strategie uitvoert met lange termijn waardecreatie als doel en de daarmee samenhangende voornaamste risico's.
- Verhouding met het ministerie van Financiën als aandeelhouder.
- Beloningsbeleid.
- Cultuur binnen Invest-NL.

[29] Op dit moment is er 1 bestuurder (CEO), de bedoeling is om medio 2023 de RvB uit te breiden.

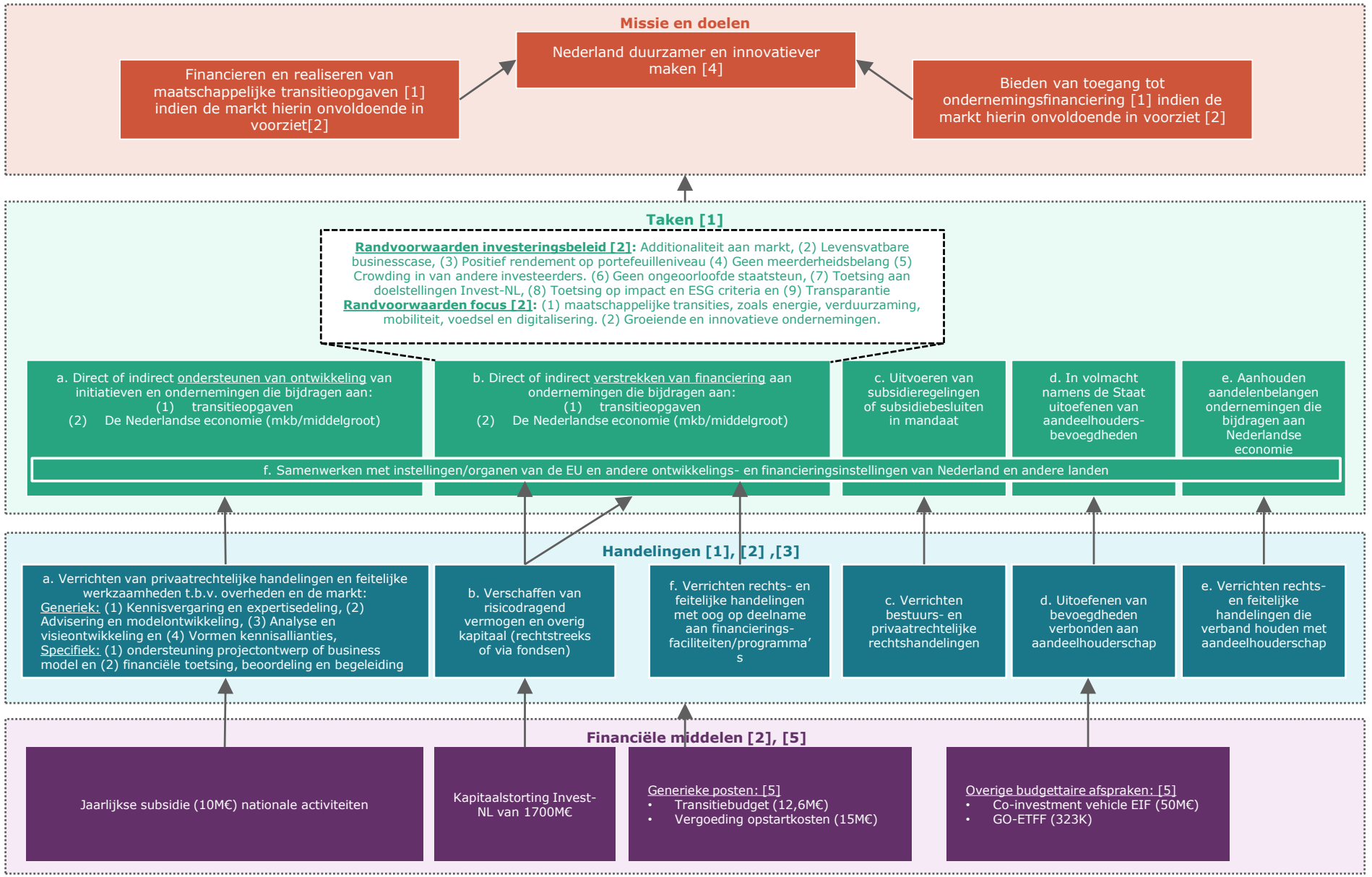
- Voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen (zoals MVO en ESG).
- Wijze waarop het risicomanagement is ingericht, de risico-bereidheid en de beheersing van alle verschillende risico's en risicogebieden in onderlinge samenhang.
- Wijze waarop Invest-NL invulling geeft aan de Machtigingswet.
- Mogelijke misstanden en onregelmatigheden.
- Integriteit en kwaliteit van de financiële verslaggeving.

De RvC wordt op haar beurt geadviseerd door twee commissies: de Audit & Risk Committee en de Remuneration & Nomination Committee, die overigens bestaan uit leden van de RvC zelf. Eerstgenoemde commissie bereidt de besluitvorming in de Raad van Commissarissen voor over de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen, het interne en externe auditproces, materiële overwegingen inzake de financiële verslaggeving en materiële risico's en onzekerheden van de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen, de wijze waarop de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen het (financiële) risicomanagement hebben ingericht en de beheersing van alle verschillende risico's en risicogebieden in onderlinge samenhang. De Remuneration & Nomination Committee adviseert de Raad van Commissarissen en bereidt de besluitvorming van de Raad van Commissarissen voor ter zake van de selectie en benoeming van de leden van de directie van Invest-NL N.V. en de leden van de Raad van Commissarissen en de beloning van de directieleden.

2.2 Beleidstheorie op basis van het mandaat

In deze paragraaf gaan we in op de beleidstheorie van Invest-NL. Een beleidstheorie is het geheel aan veronderstellingen van de beleidsbepaler dat aan een beleid ten grondslag ligt. We beschrijven welke missie, doelen en taken Invest-NL heeft meegekregen van de Nederlandse overheid en welke handelingen Invest-NL kan verrichten om deze doelen te realiseren. Ook de financiële middelen die Invest-NL tot haar beschikking heeft voor de verschillende taken staan beschreven. We kijken ook naar de beoogde relaties tussen deze aspecten. Hierbij richten we ons uitsluitend op de wijze waarop vooraf gedacht werd dat Invest-NL haar doelen zou bereiken. In paragraaf 2.3 gaan we nader in op de theoretische onderbouwing en in paragraaf 2.4 hoe de huidige werkwijze zich verhoudt tot de activiteiten zoals die beschreven zijn in het mandaat.

Figuur 3 is een visualisatie van de beleidstheorie. De *Machtigingswet Invest-NL* en de *Memorie van Toelichting op de Machtigingswet Invest-NL* dienen als voornaamste bronnen voor het opstellen van de beleidstheorie. Feitelijk is deze paragraaf hiermee grotendeels een sterk gestructureerde analyse van deze specifieke documenten.



Figuur 3: Beleidstheorie van Invest-NL gebaseerd op het mandaat. [1] Machtigingswet oprichting Invest-NL, [2] Memorie van Toelichting Machtigingswet oprichting Invest-NL, [3] Aanvullende overeenkomst Staat en Invest-NL inzake de investeringstaak, [4] Jaarverslag Invest-NL 2020, [5] Memorie van Toelichting Machtigingswet oprichting Invest-NL Bijlage A: Budgetten Invest-NL.

2.2.1 Uitwerking beleidstheorie

De beleidstheorie in Figuur 3 toont vier verschillende lagen: missie en doelen, taken, handelingen en financiële middelen. In deze paragraaf zullen we deze vier lagen in meer detail beschrijven. Zo werken we per activiteit en taak uit wat deze behelst, hoe de uitvoering vorm zou moeten krijgen en welke middelen hierbij passen. Ook in deze paragraaf draait het volledig om hoe Invest-NL *beoogt* te functioneren (op basis van de *Machtigingswet oprichting Invest-NL* en de toelichting hierop zoals weergegeven in de *Memorie van Toelichting*) en niet hoe het *daadwerkelijk* functioneert. Dit laatste komt pas in paragraaf 2.4 aan de orde.

Missie en doelen (Artikel 3)

Invest-NL heeft volgens Machtingswet (artikel 3) tot doel om *"indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen en het bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering"*. Wij onderscheiden de volgende twee doelstellingen voor Invest-NL:

1. Het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen.
2. Het bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering.

Invest-NL richt zich dus specifiek op ondernemingen (en niet op andere partijen in de Nederlandse markt). Deze focus is ingegeven door de constatering dat juist ondernemingen drempels ondervinden in het gefinancierd krijgen van activiteiten gericht op het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven en groei en innovatie. In subparagraaf 3.2.2 reflecteren we hoe beide doelstellingen – een diepe en brede doelstelling – zich tot elkaar verhouden

Er staat geen missie beschreven in de Machtigingswet of de Memorie van Toelichting. In het jaarverslag 2020 beschrijft Invest-NL haar missie als *"Nederland innovatiever en duurzamer maken"*.

Taken en handelingen (Artikel 4 en 5)

In de Machtigingswet staan zes taken (a-f) en bijbehorende handelingen gedefinieerd voor Invest-NL. We zullen deze individueel toelichten. Ook hier baseren we ons op de machtingswet en de Memorie van Toelichting, en beschrijven we welke taken en handelingen voorzien waren ten tijde van oprichting:

a) **Ontwikkeltaak:** Invest-NL heeft de taak gekregen om initiatieven of ondernemingen te ondersteunen als daarmee een bijdrage geleverd kan worden aan het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven of aan de Nederlandse economie. Het ondersteunen dient een bijdrage te leveren aan het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven of aan de Nederlandse economie door de ondersteuning van initiatieven. In het kader van de ontwikkeltaak worden in de Machtigingswet de volgende categorieën van generieke werkzaamheden onderscheiden:

   Kennisvergaring en expertise

   - Het verrichten van onderzoeken en analyses naar financieringsbehoeften op de markt en eventueel gebrekkige marktwerking of marktfalen bij het realiseren van investeringen voor de oplossing van complexe maatschappelijke uitdagingen, en het openbaar maken van resultaten daarvan.
   - Het functioneren als platform waarbij ervaringen en informatie door ondernemingen en projectinitiatiefnemers kunnen worden uitgewisseld en geaggregeerd.

Advisering en modelontwikkeling

- Het vergaren en delen van kennis over het functioneren van bestaande financieringsinstrumenten.
- Het onderzoeken welke mix van financieringsinstrumenten het beste aansluit bij investeringsbehoeften op de markt voor een bepaalde categorie ondernemingen of projecten, en het openbaar maken van de resultaten hiervan.
- Het ontwikkelen van modellen om geconstateerde financieringsknelpunten te helpen oplossen het adviseren van de overheid over knelpunten in wet- en regelgeving die bijdragen aan gebrekkige marktwerking of marktfalen bij het realiseren van investeringen voor de oplossing van complexe maatschappelijke uitdagingen.
- Het ontwerpen van nieuwe financieringsconcepten en businessmodellen die kunnen bijdragen aan het realiseren van gewenste investeringen die bijdragen aan de oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen en het om niet ter beschikking stellen daarvan aan overheden en marktpartijen met bijbehorende voorlichting.

Analyse en visieontwikkeling

- Het onderzoeken en analyseren van de ontwikkeling van relevante markten en het identificeren van trends die onzekerheden kunnen doen toe- of afnemen op het gebied van ondernemingsfinanciering of financiering van projecten gericht op maatschappelijke uitdagingen

Kennisallianties

- Het aangaan van strategische samenwerking op het gebied van kennisontwikkeling met nationale en internationale partijen zoals onderzoeksbureaus, de Europese Investeringsbank, het Green Investment Center van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling, regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's), nationale investeringsbanken van andere landen.

Voor de ontwikkeltaak (Direct of indirect ondersteunen van ontwikkeling van initiatieven en ondernemingen (MKB/middelgroot) die bijdragen aan 1) transitieopgaven en 2) de Nederlandse economie) wordt niet beoogd een rendement te behalen op de markt. De kosten verbonden aan deze activiteiten worden bekostigd uit een jaarlijkse subsidie die aan Invest-NL wordt verstrekt voor deze taak op grond van een over te leggen activiteitenplan met begroting waarin de activiteiten nader worden ingevuld en geactualiseerd aan de hand van de ontwikkelingen op de markt en de veranderingen in maatschappelijke behoeften.

b) **Investeringstaak:** Invest-NL heeft de taak gekregen om direct of indirect voor eigen rekening en risico financiering te verstrekken aan:
   - Ondernemingen waarmee een bijdrage geleverd kan worden aan het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven[30].
   - MKB-ondernemingen of MKB-overstijgende middelgrote op groei gerichte ondernemingen waarmee een bijdrage geleverd kan worden aan de Nederlandse economie.

[30] Meer specifieke maatschappelijke transitieopgaven waarop Invest-NL zich moet focussen zijn gespecifieerd in de investeringsafbakening, zie de Overeenkomst tussen de Staat en Invest-NL inzake de investeringstaak.

Er bestaat dus naast de specifieke taak om bedrijven te financieren die bijdragen aan maatschappelijke transitieopgaven ook een bredere doelstelling om MKB of MKB overstijgende ondernemingen die bijdrage aan de Nederlandse economie leven te ondersteunen. In tegenstelling tot de ontwikkeltaak, is deze financiering juist wel toegespitst op één onderneming. Dit kan middels directe financiering of indirect via een fonds.

Bij het aangaan van dergelijke investeringen moet Invest-NL voldoen aan een negental randvoorwaarden, die staan beschreven in onderstaande informatiebox.

Box 2. Randvoorwaarden waaraan investeringen van Invest-NL moeten voldoen, zoals gedefinieerd in de Machtigingswet.

1. **Een levensvatbare businesscase:** Invest-NL investeert alleen in projecten waarbij de investering zich op termijn naar verwachting terugverdient op basis van realistische prognoses.
2. **Additionaliteit:** Met de door Invest-NL aangeboden financiering worden andere private mede-investeerders aangetrokken. De geboden financiering mag niet de economische activiteiten van andere marktpartijen verdringen (geen *crowding out*). Dit is extra geborgd door het wettelijk regime neergelegd in de artikelen 8 tot en met 11 van de Machtigingswet.
3. **Geen financieel meerderheidsbelang:** Als Invest-NL investeert in het eigen vermogen van een onderneming dan zal dit nooit leiden tot een zeggenschap van meer dan 49,9%. Dit om te voorkomen dat Invest-NL op de stoel gaat zitten van de ondernemer en zelf de economische activiteit gaat ontplooien die de onderneming verricht. Invest-NL is een financierings- en ontwikkelingsinstelling en beoogt juist geen conglomeraat te zijn dat rechtstreeks producten en diensten op de markt aanbiedt.
4. ***Crowding-in* van andere investeerders:** Invest-NL is bij voorkeur nooit de enige externe investeerder in een project.
5. **Marktconformiteit:** De financiële voorwaarden van een investering houden rekening met het door de aandeelhouder vastgesteld normrendement dat voor de gehele instelling geldt. Financiering wordt in principe verstrekt tegen marktconforme voorwaarden. Van dit principe kan worden afgeweken als er specifieke doelstellingen worden nagestreefd die tegen marktconforme voorwaarden niet bereikt worden.
6. **Geen ongeoorloofde staatssteun (zie ook artikel 13 Machtigingswet):** Financiering die niet voldoet aan de gestelde vereisten aan marktconformiteit van de Europese Unie, wordt verstrekt binnen de vrijstellingskaders voor geoorloofde staatssteun van de Europese Commissie of overeenkomstig een expliciete voorafgaande goedkeuring door de Europese Commissie.
7. **Voorafgaande toetsing aan doelstellingen Invest-NL:** Iedere investering wordt voorafgaand getoetst aan de doelstellingen van Invest-NL. Het beoogde economische (doorgroeien van ondernemingen, innovaties, etc.) en/of maatschappelijke rendement van een investering wordt vooraf beoordeeld en periodiek gerapporteerd.
8. **Toetsing aan criteria voor maatschappelijk verantwoord ondernemen:** Iedere investering wordt getoetst aan criteria voor maatschappelijk verantwoord ondernemen. Een investering moet voldoen aan de *best performing standards* op het gebied van maatschappelijk verantwoord ondernemen. De invulling daarvan wordt door Invest-NL zelf bepaald.
9. **Transparantie:** Het investeringsproces is transparant. Invest-NL wordt gefinancierd met publiek geld. De investeringen worden daarom transparant gerapporteerd en beoordeeld op basis van heldere, vooraf bekende, criteria.

Voor het aangaan van investeringen zijn ten tijde van oprichting drie financieringsvormen voorzien: equity financiering, mezzanine (en dan voornamelijk achtergestelde leningen) en garanties. Ook het verstrekken van (zeer) langlopend vreemd vermogen behoort tot de opties van Invest-NL, bijvoorbeeld bij transitieprojecten met een lange terugverdientijd.

c) **Taak tot uitvoering van subsidieregelingen en -besluiten:** Invest-NL heeft de wettelijke taak om bepaalde subsidieregelingen voor rekening en risico van Onze Minister die het aangaat uit te voeren, indien een Minister hiertoe besluit en hiervoor subsidieregelingen aanwijst. De keuze om deze wettelijke taak neer te leggen bij Invest-NL, is ingegeven door de wens om ruimte te bieden voor synergie. Het geeft de mogelijkheid aan Ministers om, als daar behoefte aan is, subsidieregelingen door Invest-NL te laten uitvoeren die bijvoorbeeld sterke samenhang hebben met andere taken van Invest-NL en waarvan het laten uitvoeren door Invest-NL meerwaarde oplevert voor ondernemingen. Ten tijde van oprichting was er geen voornemen om subsidieregelingen op het terrein van de Minister van Economische Zaken en Klimaat of andere Ministers door Invest-NL uit te laten voeren.

   Ook wordt benoemd dat waar dit noodzakelijk is, op operationeel gebied er sprake moet zijn van zogenaamde *Chinese walls* die een strikte scheiding van werkzaamheden beogen en een gecontroleerde informatiestroom mogelijk maken. Hoe dit werkt in de praktijk komt in paragraaf 4.2 aan de orde.

d) **Taak tot het in volmacht namens de Staat uitoefenen van aandeelhoudersbevoegdheden:** Het kan voorkomen dat op strategisch niveau een samenloop van beleid plaatsvindt waardoor het gewenst is om de ervaring van Invest-NL te betrekken bij de uitoefening van een aandeelhouderschap van de Staat. Daartoe kan via deze taak de Minister die het aangaat Invest-NL een volmacht verlenen om met betrekking tot een aandeelhouderschap in een vennootschap namens hem bepaalde aandeelhoudersbevoegdheden uit te oefenen.

e) **Taak tot het aanhouden van aandelenbelangen van wezenlijk belang:** Deze taak biedt Invest-NL de mogelijkheid om bepaalde aandelenbelangen in ondernemingen aan te houden. Invest-NL kan – ook voor langere tijd – een aandelenbelang aanhouden indien hiermee kan worden gerealiseerd (1) een wezenlijke bijdrage aan de langere termijnontwikkeling van de Nederlandse economie of (2) de internationale samenwerking ten bate van de Nederlandse economie. Bij de taak tot het aanhouden van aandelenbelangen is van wezenlijk belang dat er een specifiek door een overheid geïdentificeerd beleidsbelang is dat de investering rechtvaardigt en waarvan geconcludeerd wordt dat het aanhouden of beheer van deze investering binnen de doelstellingen van Invest-NL valt en beter door Invest-NL kan geschieden. Het gaat dan om een financiële relatie die al eerder door de Staat of een andere overheid is aangegaan. Een voorbeeld is een subsidie in de vorm van een lening die vervolgens vanuit bedrijfseconomisch oogpunt omgezet kan worden in een aandelenbelang. Het wordt door deze taak mogelijk gemaakt om een dergelijke investering buiten de Staat of buiten een andere overheid onder te brengen en zakelijk te laten beheren door Invest-NL.

   Op grond van artikel 5, onderdeel e, kan Invest-NL ter uitvoering van deze taak alle benodigde rechtshandelingen en feitelijke handelingen verrichten die verband houden met het strategische belang van het desbetreffende aandeelhouderschap.

f) **Taak tot samenwerken met instellingen en organen van instellingen van de Europese Unie en andere volkenrechtelijke organisaties en ontwikkelings- en financieringsinstellingen van Nederland en andere landen:** Bij deze taak kan het gaan om bijvoorbeeld een samenwerking met Europese en buitenlandse *National promotional Banks and Institutions*, zoals met de Europese Investerings Bank groep, de Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) en de Banque Publique

d'Investissement (BPI France) of private financieringsinstellingen zoals de Silicon Valley Bank. Taak f staat beschreven als een overkoepelende taak en heeft betrekking tot de uitvoering van taken a tot en met e. Met andere woorden; voor de uitvoering van taak a-e kunnen samenwerkingen worden aangegaan met andere vergelijkbare instellingen binnen de EU.

Invest-NL kan met betrekking tot deze taak (o.b.v. artikel 5) de volgende handelingen verrichten:

- Voor eigen rekening en risico risicodragend vermogen en overig kapitaal verschaffen.
- Rechtshandelingen en feitelijke handelingen verrichten met het oog op deelname aan financieringsfaciliteiten en financieringsprogramma's van de in dit onderdeel bedoelde instellingen.
- Samenwerkingsverbanden aangaan met de in dit onderdeel bedoelde instellingen en organen.

In de volgende paragraaf zullen we verder ingaan op de middelen die Invest-NL tot haar beschikking heeft voor het uitvoeren van de hierboven beschreven taken en handelingen.

2.2.2 Financiële middelen[31]

Overzicht budgetten Invest-NL

Voor de uitvoering van de **ontwikkeltaak** wordt jaarlijks een subsidie van €10,27 miljoen euro beschikbaar gesteld[32]. De kosten van het boekjaar 2020[33] bedroegen €6,9 miljoen. De grootste kostenposten waren personeelskosten (€4,3 miljoen), externe expertise op juridisch, technisch en financieel gebied (€1,4 miljoen) en operationele kosten zoals ICT en huisvesting (€1 miljoen). In 2021 bedroegen de totale kosten van Business Development €7,6 miljoen. Waarvan €4,6 miljoen aan personeelskosten, €1,9 miljoen aan externe expertise en €1,1 miljoen aan operationele kosten.

Voor de **financieringsactiviteiten** van Invest-NL is eenmalig €1,7 miljard door middel van een kapitaalstorting (in tranches) beschikbaar gesteld. Deze kapitaalstorting is dusdanig vormgegeven dat deze telt als financiële transactie in het kader van het EMU-saldo. Om negatieve effecten op het EMU-saldo te vermijden dient deze kapitaalstorting in Invest-NL te kwalificeren als een financiële transactie. Dat stelt eisten aan het te behalen normrendement. Ook het deelnemingenbeleid van de Staat is daarin een bepalende factor. Hierin is bepaald dat deelnemingen financieel zelfstandig levensvatbaar moeten zijn, onder andere door het stellen van een rendementsdoelstelling.[34] Bovendien geldt dat de holding en dochters van Invest-NL kapitaalvennootschappen zijn. Het bestuur heeft daardoor een verantwoordelijkheid voor het waarborgen van het voortbestaan van de vennootschap, die zonder het bereiken van voldoende rendement failliet zou kunnen gaan. Dat betekent dat investeringsbeslissingen door Invest-NL niet louter vanuit het publieke belang kunnen worden genomen, zonder ook voldoende acht te slaan op het financieel renderen van die investering. De bijbehorende eis is dat Invest-NL minimaal revolverend moet zijn. Een exact normrendement is nog niet vastgesteld. Naar verwachting zal eind 2022 het normrendement

[31] Memorie van Toelichting Machtigingswet oprichting Invest-NL Bijlage A: Budgetten Invest-NL.

[32] Door inflatie en prijscorrectie staat deze subsidie voor 2023 inmiddels op €11,03 miljoen.

[33] Invest-NL (2021). Jaarverslag Invest-NL 2020.

[34] Zie hiervoor ook de nieuwe Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2022.

worden vastgesteld. In paragraaf 3.4 gaan we verder in op de gecommitteerde investeringen door de Invest-NL.

Daarbij moet wel worden opgemerkt dat genoemde bedrag van €1,7 miljard weliswaar substantieel, maar beperkt is in relatie tot het beschikbare kapitaal op de risicokapitaalmarkt. Ten indicatie, in 2020 haalden Nederlandse participatiebedrijven bijna €7 miljard op bij beleggers.[35] Ook is het evident dat het beschikbare kapitaal van Invest-NL niet voldoende is om de diverse transities te bekostigen, het kan met dit kapitaal echter wel bepaalde transities aanjagen.

Overige afspraken Invest-NL met financiële consequenties

Naast de directe budgetten voor Invest-NL genoemd onder A, zijn in de machtigingswet Invest-NL bepalingen opgenomen rond het co-investeringsvehicle EIF en de GO-ETFF[36]. Deze posten worden als volgt toegelicht:

- **Co-investmentvehicle EIF:** De verplichting die EZK heeft tegenover het Europees Investerings Fonds in het kader van het co-investment vehicle EIF zijn onder algemene titel overgegaan op Invest-NL. Het totaal van de verplichting beloopt € 50 miljoen. Door deze overdracht zal Invest-NL aan de Staat het bedrag voldoen dat de Staat in het kader van de uitvoeringsovereenkomsten met het EIF reeds aan het EIF ter beschikking heeft gesteld. Ultimo 2017 was dit bedrag €10 miljoen. Het Co-investeringsvehicle komt daarmee ten laste van het kapitaal van Invest-NL.
- **GO-ETFF:** De rechten en verplichtingen die voor de Staat voortvloeien uit met haar gesloten garantstellingsovereenkomsten in het kader van de Energietransitie financieringsfaciliteit (GO-ETFF) zijn onder algemene titel overgegaan op Invest-NL. Er zijn twee garanties overgegaan naar Invest-NL.

Budget ten behoeve van de oprichting Invest-NL

Naast de eerdergenoemde budgetten zijn er ook twee eenmalige budgetten beschikbaar gesteld aan Invest-NL voor kosten samenhangend met haar oprichting. Deze budgetten worden in principe niet ter beschikking gesteld aan Invest-NL, maar dienen ter dekking van kosten in aanloop naar de oprichting van Invest-NL dan wel ter dekking van de kosten samenhangend met de transitie van personeel van RVO.nl naar Invest-NL.[37] De budgetten zijn als volgt:

- **Transitiebudget:** Dit betreft het transitiebudget voor de kosten samenhangend met de overgang van personeel van RVO.nl naar Invest-NL. In totaal is hiervoor verspreid over de jaren 2017-2019 €12,6 miljoen euro beschikbaar gesteld op de begroting van EZK[38].
- **Opstartbudget:** Dit betreft het opstartbudget voor de oprichting van Invest-NL. De kosten betreffen vooral externe inhuur ten behoeve van het verder uitwerken van

[35] NVP (2021). Participatiemaatschappijen investeren door. [NVP].

[36] In deze bepaling stond ook dat de gelden van DVI en DVII zouden overgaan naar Invest-NL, deze gelden zijn echter nooit overgegaan naar Invest-NL.

[37] Ter informatie: Een voorloper van Invest-NL was bij RVO ondergebracht. Toen Invest-NL is opgericht zijn de activiteiten ondergebracht bij Invest-NL.

[38] Dit budget was initieel beschikbaar gesteld voor overgang van RvO medewerkers van zowel de nationale (EZK) financieringsregelingen als de internationale (BHOS) regelingen, maar na een kabinetsbesluit over de definitieve vormgeving in 2018 zijn alleen de internationale financieringsregelingen overgegaan naar Invest International. Er zijn dus geen RvO medewerkers overgegaan naar Invest-NL (waarvoor dus ook geen transitiebudget is ingezet).

de oprichting van Invest-NL, de nog op te richten instelling voor internationale financieringsactiviteiten en overige bijkomende kosten. Dit budget bedraagt €15 miljoen euro. Het budget was eerst beschikbaar op de EZK-begroting. In 2018 is het resterende budget overgeheveld naar de Financiën-begroting vanwege het aandeelhouderschap dat door Financiën wordt uitgeoefend.

Bovenstaande cijfers tonen aan dat er met de oprichting van Invest-NL een groot investeringsbudget beschikbaar is gekomen voor maatschappelijke transities.

2.3 Theoretische onderbouwing beleidstheorie

In voorgaande paragraaf is de beleidstheorie op basis van het mandaat toegelicht. In deze paragraaf zullen we aandacht besteden aan de beleidsrationale (de theoretische onderbouwing achter de beleidstheorie). Bij de bekendmaking van Invest-NL waren er kritische geluiden te horen, met name gericht op de beleidsrationale. De vereniging voor venture-Capital fondsen, NVP, sprak bijvoorbeeld over een onmogelijke opdracht[39]: "*Het fonds moet projecten van de grond krijgen die de markt te riskant vindt en tegelijkertijd een marktconform rendement halen. Hoe voorkom je dat de overheid dat probeert te doen door marktpartijen te verdringen?*'" We zullen in deze paragraaf de huidige rationale toelichten en vervolgens op basis van theorie en de gevoerde interviews reflecteren op deze beleidsrationale. De hoofdvragen die hierbij centraal staan is of beleidsrationale legitiem is, en of en hoe de huidige beleidsrationale in de praktijk werkbaar is.

2.3.1 Marktfalen als legitimatie voor overheidsinterventie

Als onderdeel van een studie naar het 'MKB-financieringsmarktbeleid', in opdracht van EZK,[40] hebben Dialogic en RSM onlangs al eens in kaart gebracht welke argumenten er zijn voor beleid ten aanzien van het financieren van (kleine) bedrijven. Uitgangpunt is doorgaans dat de beleidsrationale bepaald wordt door het samenspel van drie factoren: de *doelen* van beleid, de *knelpunten* die verhinderen dat de doelen niet 'vanzelf' gehaald worden, en de *interventiegronden* die aangeven in welke omstandigheden overheidsingrijpen gelegitimeerd is.

Invest-NL heeft tot doel om, indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering en aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen. De reden dat de financieringsmogelijkheden in deze transitiesectoren achterblijven hangt samen met enkele vormen van marktfalen. In Memorie van Toelichting worden de volgende drie vormen van marktfalen aangehaald als *interventiegronden* voor Invest-NL.

1. **Marktfalen door beleidsonzekerheid en reguleringsrisico:** Markten kunnen zich niet of onvoldoende snel ontwikkelen vanwege onzekerheid die wordt gecreëerd door de overheid en tussen overheden[41]. In sectoren in transitie kan beleidsonzekerheid in het bijzonder belemmerend werken voor maatschappelijk gewenste investeringen. Invest-NL vermindert niet het reguleringsrisico zelf, maar legt een deel van dit risico neer bij de partij die dit risico veroorzaakt en kan beïnvloeden: de overheid. Een investering van Invest-NL werkt dan als signalering richting private partijen. Het feit dat de overheid zich (financieel) ook committeert, geeft private investeerders comfort dat wordt bijgedragen aan continuïteit in regels en beleid. Het

[39] Financieel Dagblad (2019). Weerstand tegen nieuw Haags Investeringsfonds groeit [FD].

[40] Dialogic (2019). Onderzoek beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt

[41] De onderliggende oorzaak van het marktfalen is in dit geval overheidsfalen. Markfalen is het gevolg.

resultaat zou moeten zijn dat hierdoor private investeerders vaker maatschappelijk gewenste investeringen doen. Opgemerkt moet worden dat het comfort geven vooral een kwestie van vertrouwen wekken is, en niet van garanties bieden. Invest-NL is immers vormgegeven als een private onderneming (weliswaar met de Staat als 100% aandeelhouder) die autonoom van de overheid functioneert.

2. **Coördinatiefalen:** Een transitie vereist vaak radicale veranderingen en innovaties. Dergelijke radicale veranderingen brengen logischerwijs grote risico's met zich mee. De daarbij gepaard gaande onzekerheid kan leiden tot coördinatiefalen[42]: geen van de betrokken partijen durft als eerst het risico te nemen en de transitie in gang te zetten. Ook kan het zijn dat er nieuwe samenwerkingsverbanden nodig zijn voor de investeringen rondom transities. Bij vernieuwende projecten waarbij veel private en publieke partijen betrokken zijn die gebrekkige (onderlinge) ervaring en kennis hebben, is coördinatie vaak een knelpunt waardoor een investering niet tot stand komt. De beleidsrationale is dat Invest-NL het coördinatiefalen bij gewenste investeringen kan wegnemen door een rol te vervullen bij zowel ontwikkeling als financiering. Invest-NL zou dan optreden als regisseur en zowel publieke als private partijen bij elkaar brengen.

3. **Marktfalen vanwege externe effecten:** Tot slot wordt ook marktfalen ten gevolge van externe effecten besproken. Het uitgangspunt is hier dat marktfalens optreden wanneer maatschappelijke baten niet volledig neerslaan bij de private investeerder, bijvoorbeeld bij investeringen die leiden tot schonere lucht of minder CO_2-uitstoot. Investeerders houden bij hun investeringsbesluit geen rekening met deze externe effecten. Investeringen die wel maatschappelijk gewenst zijn kunnen als gevolg daarvan te maken hebben met een slechtere risico-rendement verhouding. In dergelijke gevallen kan een financieringsinstrument (als Invest-NL) gericht op het verbeteren van de risico-rendement verhouding een haalbaar en effectief alternatief bieden. De vraag is wel of zich dit wel verdraagt met het idee van marktconformiteit (zie hiervoor paragraaf 3.4.7).

Een vierde vorm van marktfalen die niet wordt genoemd in de Memorie van Toelichting, maar die wel een klassieke rationale vormt voor overheidsinterventie en onzes inziens zeer relevant is in het kader van Invest-NL, is **informatie-asymmetrie**[43]. Er is sprake van informatie-asymmetrie wanneer de vermogensverstrekker (in dit geval Invest-NL) niet over dezelfde informatie beschikt als de ondernemer die een externe financieringsbehoefte heeft. Het gevolg is dat ondernemers en financiers onvoldoende beeld hebben van wat ze elkaar kunnen bieden. Deze asymmetrie wordt extra prominent bij kleine/jonge bedrijven (bv. start- en scale-ups). Zij overzien zelf niet alle mogelijkheden die een financier hun kan bieden, terwijl het juist bij hen ook lastig is voor financiers om financierbaarheid te beoordelen. In dit geval is er sprake van 'adverse selectie'. De investeringsactiviteiten van Invest-NL zouden informatie-asymmetrie kunnen bestrijden door de markt meer vertrouwen te geven in de kwaliteit en financierbaarheid van een propositie. Dit kan vervolgens leiden tot additionele investeringen vanuit andere financiers ('*crowding-in*') en gaat adverse selectie tegen.

Bovenstaande vormen van marktfalen (in ieder geval de eerste drie) waren reden voor een overheidsinterventie en vormen de basis voor de kaders waarin Invest-NL zich beweegt.

---

[42] De Memorie van Toelichting beschrijft coördinatiefalen dus als een type marktfalen. Theoretisch is het onderliggende marktfalen bijvoorbeeld zoek- en transactiekosten of averechtse selectie, en is coördinatiefalen hier een gevolg van.

[43] Dialogic (2019). Onderzoek beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt.

Vervolgens is het in dit onderzoek zaak om te onderzoeken welke concrete knelpunten zich voordoen bij het type ondernemingen en initiatieven waar Invest-NL haar ontwikkel- en financieringsactiviteiten op richt. Die doelgroep is niet zomaar het MKB, maar wordt gekenmerkt door de potentie om bij te dragen aan het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven en/of het realiseren van substantiële groei binnen enkele jaren. Door vast te stellen welke knelpunten zich hierbij kunnen voordoen is het mogelijk om te bepalen of de huidige interventiegrond legitiem is. Vervolgens is de vraag of de activiteiten van Invest-NL hier goed bij aansluiten.

Relatie tussen marktconformiteit, additionaliteit en marktfalen

We beschreven eerder al dat Invest-NL opgericht is om, indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven. Het uitgangspunt hierbij is dat rondom een aantal maatschappelijke transitieopgaven (o.a. op het gebied van circulariteit en CO2-neutraliteit) er sprake is van marktfalen. Marktfalen en additionaliteit zijn zeer goed verenigbaar: het falen van de markt laat namelijk ruimte voor additionele investeringen door de overheid (middels Invest-NL). Het wordt spannender wanneer de marktconformiteitseis om de hoek komt kijken. Deze lijkt namelijk lastig verenigbaar met additionaliteit en marktfalen. De spanning tussen marktconformiteit, additionaliteit en marktfalen is dan ook een centraal discussiepunt geworden in deze evaluatie.

Er was voor de oprichting van Invest-NL al veel te doen om de spanning tussen deze drie elementen. Zo werd er in 2019 al een artikel gepubliceerd in ESB gepubliceerd[44] over de spanning tussen marktconformiteit, additionaliteit en marktfalen. Zo schrijven de auteurs: "*Een additionele investering en een marktconform rendement gaan namelijk slecht samen. Marktconform rendement duidt juist vaak op weinig additionaliteit en vice versa. Hetzelfde geldt voor de combinatie marktconform en marktfalen. Marktconform rendement is per definitie onmogelijk bij het falen van de markt. Eigenlijk vormen alleen marktfalen en additionaliteit een gelukkig huwelijk. Het falen van de markt laat immers ruimte voor additionele investeringen door de overheid.*"

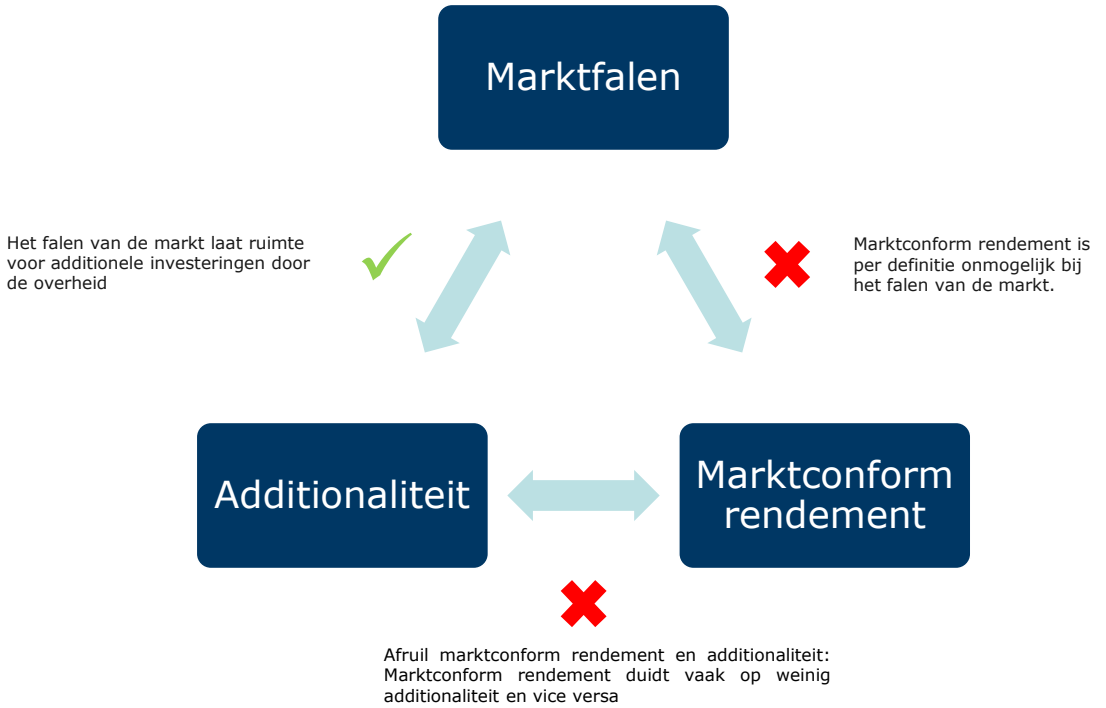
De boodschap is dus dat de marktconformiteitseis vanuit de economische theorie bezien niet verenigbaar is met additionaliteit en marktfalen. Het eerste punt dat wordt gemaakt is dat proposities met een (verwacht) marktconform rendement zeer waarschijnlijk weinig additioneel zullen zijn: in deze gevallen is het aannemelijk dat de markt dergelijke investeringen oppakt. Het tegengestelde lijkt ook waar: de proposities die niet worden opgepakt door de markt, en dus additioneel zijn, zullen naar verwachting geen marktconform rendement opleveren. Zeker niet in een situatie waarin er veel kapitaal beschikbaar is in de markt dat op zoek is naar rendement. Dat er een afruil bestaat tussen marktconformiteit en additionaliteit blijkt ook uit een onderzoek van Founders Pledge (2018)[45]. Eenzelfde redenatie gaat op voor de relatie tussen marktconformiteit en marktfalen. Het behalen van een marktconform rendement bij het falen van de markt lijkt immers inherent onmogelijk: als door (externe) effecten de vrije markt faalt, is het zeer onaannemelijk dat er binnen deze markten wel een marktconform rendement kan worden behaald.[46] De hierboven beschreven spanningen zijn gevisualiseerd in onderstaand figuur.

---

[44] Ter Weel, Witteman en Oomes (2019). Marktconforme rendementen voor Invest-NL zijn een utopie. *Economisch Statistische Berichten*.

[45] Bron: Founders Pledge (2018). *Impact Investment Report*.

[46] Invest-NL geeft aan dat het principe van *fair value* kan worden toegepast. Fair value is de rationale en onbevooroordeelde schatting van de potentiële marktprijs van een goed, dienst of bezitting. Hoe zou met andere woorden de prijs moeten zijn als Invest-NL zich zou gedragen als een



Figuur 4: Spanning tussen marktconformiteit, marktfalen en additionaliteit. Bron: Ter Weel, Witteman en Oomes (2019). Marktconforme rendementen voor Invest-NL zijn een utopie. Visualisatie: Dialogic.

De spanning tussen marktconformiteit, marktfalen en additionaliteit wordt niet alleen herkend door de geïnterviewde hoogleraren, ook de meerderheid van de overige gesprekspartners herkent de spanning tussen deze drie elementen. Daarbij wordt wel een aantal belangrijke kanttekeningen gemaakt die met name betrekking hebben op de gehanteerde definitie van marktconformiteit, marktfalen en additionaliteit. In paragraaf 2.3.2 zullen we verschillende definities van marktconformiteit en de bijbehorende *'operating window'* van Invest-NL toelichten (Box 3). Daarna werken we twee scenario's uit die ook demonstreren hoe Invest-NL additionaliteit, marktfalen en marktconformiteit toch mogelijk lijkt te kunnen verenigen. Het eerste scenario heeft betrekking op een situatie waarin Invest-NL zich sterker zou richten op een rendement op portfolio-niveau dan op casus-niveau (2.3.3). In het tweede scenario ligt de nadruk op een andere visie op 'marktconformiteit', namelijk vanuit een transitieperspectief (2.3.4).[47]

marktinvesteerder met dezelfde strategische doelen als Invest-NL. De waardering en daaruit voortkomende (verwachte) vergoeding wordt dan opgebouwd zoals een marktpartij dat ook zou doen in meer commerciële sectoren. Door de kennisopbouw van de sectoren zou Invest-NL – zo is de redenering – toch kunnen investeren in additionele segmenten met een positieve rendementsverwachting.

[47] Een perspectief dat we niet bespreken is die van malinvestment waarbij feitelijk wordt over geïnvesteerd en investeringen waardeloos worden.

2.3.2 Speelruimte van Invest-NL bij het doen van financieringen

In deze paragraaf gaan we nader in op de vraag hoeveel speelruimte Invest-NL daadwerkelijk heeft bij het doen van financieringen. Een centrale vraag hierbij is *wat betekent marktconformiteit?* In de discussies met de begeleidingscommissies zijn hier drie verschillende definities naar voren gekomen. In Box 3 lichten we deze perspectieven toe.

Box 3: Perspectieven op marktconformiteit

Marktconform betekent letterlijk *in overeenstemming met de markt*. Gedraagt een actor op een markt zich daadwerkelijk zoals een rationele marktpartij zich ook gedraagt? De Europese Commissie hanteert hiervoor de term *Market Economy Operator* (MEO). In dit onderzoek is echter duidelijk geworden dat gesprekspartners sterk uiteenlopende visies hebben op het begrip 'marktconformiteit'. Onderstaand beschrijven we dan ook drie perspectieven die voortkomen uit de gevoerde gesprekken gedurende het onderzoek. Het doel van deze omschrijving is het presenteren van de perspectieven van onze gesprekspartners zonder hier een waardeoordeel aan te verbinden. Hieronder lichten we deze drie perspectieven toe.

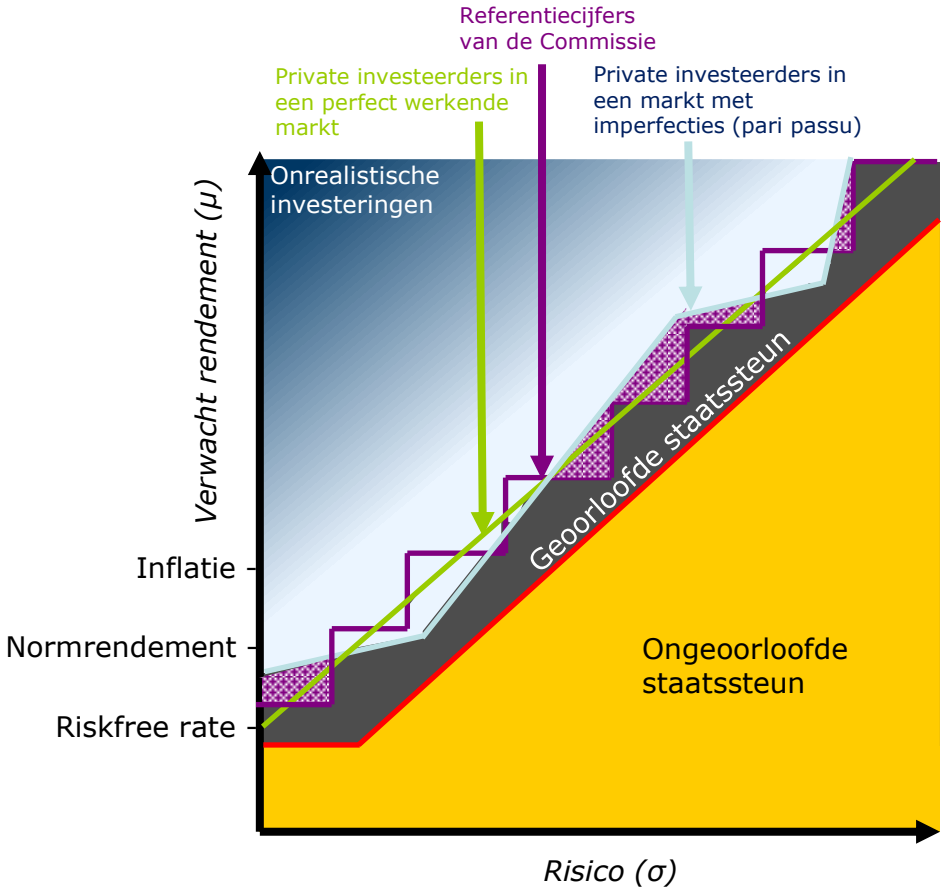
- Bij het **economisch perspectief** op marktconformiteit wordt uitgegaan van perfect werkende markten. Indien dit perspectief wordt gehanteerd dan kan Invest-NL alleen marktconform financieren als zij een andere, private investeerder vindt die onder exact dezelfde condities investeert. Een voorbeeld is een lening die aan een bedrijf wordt verstrekt waarbij Invest-NL en een private bank beide 50% van de lening voor hun rekening nemen en hierbij gelijke condities hanteren. Dit wordt ook wel *pari passu* genoemd.
- Bij het **staatssteunrechtelijk perspectief** wordt aangesloten bij de staatssteunkaders van de Commissie. In Box 4 is dit nader uitgewerkt. In dit perspectief wordt meegenomen dat markten niet altijd perfect opereren. Zo is er bijvoorbeeld een beperkt aantal aanbieders dat tevens een beperkt aantal diensten levert. Er zijn dus in specifieke gevallen kleine imperfecties. In deze definitie van marktconformiteit kan marktconformiteit ook op andere manieren worden aangetoond. De Commissie heeft tabellen afgegeven met bepaalde referentiecijfers die kunnen worden gehanteerd om dit aan te tonen.
- Bij het **stimulerende perspectief** wordt een nog bredere definitie van marktconformiteit gehanteerd. In dit geval wordt ook geoorloofde staatssteun gezien als marktconform. De redenering is dat er sprake is van transitie-, systeem- en marktfalen. Het staatssteunrechtelijke perspectief biedt onvoldoende speelruimte om dit op te lossen. Juist om de transities te bewerkstelligen waarvoor Invest-NL in het leven is geroepen is meer nodig.

Nu we marktconformiteit eenduidig hebben gedefinieerd (vanuit drie verschillende perspectieven), en duidelijk hebben wat de staatssteunkaders voor ruimte bieden (zie Box 4), kunnen we de twee centrale aspecten die de speelruimte van Invest-NL bepalen nader afbakenen. Door deze concepten te visualiseren kunnen we deze speelruimte zichtbaar maken. Hierbij hanteren we een model dat gebaseerd is op de relatie tussen risico en rendement. Gegeven de positieve correlatie tussen risico en rendement van financieringen leidt dit tot Figuur 5. In deze afbeelding kan elke financieringspropositie als een punt worden geplot waarbij risico en verwacht rendement bepalend zijn voor de positie. Er worden verschillende concepten getoond in de afbeelding die we achtereenvolgens zullen bespreken.

- **De groene lijn** toont hoe private investeerders zich zouden gedragen in een perfect werkende markt. Dit sluit aan bij het economische perspectief op marktconformiteit dat eerder uitgewerkt is.
- **De (licht) blauwe lijn** toont hoe private investeerders zich daadwerkelijk zouden (kunnen) gedragen in een markt met bepaalde imperfecties. Soms zijn private investeerders te optimistisch (en accepteren ze een te laag rendement gegeven het risico), soms zijn ze te pessimistisch (en vragen ze een te hoog rendement gegeven het risico). Omdat er sprake is van beperkte imperfecties blijft de blauwe lijn rond de groene lijn bewegen. De blauwe lijn toont uiteraard het geval waarin Invest-NL gebruik kan maken van *pari passu*. Deze lijn bepaalt de bovenkant van de afbakening van de speelruimte van Invest-NL. Invest-NL kan niet boven deze lijn acteren omdat ze dan een minder aantrekkelijke propositie aanbiedt dan marktpartijen en de concurrentiestrijd altijd zal verliezen.
- **De paarse lijn** toont de referentiecijfers van de Commissie. Gegeven een bepaald risico geven zij aan met welk verwacht rendement er gerekend moet worden om marktconform te opereren (dit verklaart de treden).
- De keuze om de grens tussen geoorloofde en ongeoorloofde staatssteun via een **rode lijn** zichtbaar te maken is uiteraard een heel bewuste. Onder deze rode lijn is er sprake van ongeoorloofde staatssteun.

Gegeven deze lijnen ontstaan er vier vlakken:

- **Het (licht)blauwe vlak** toont de zone waarin Invest-NL niet kan opereren omdat ze proposities in de markt zou zetten die minder aantrekkelijk zijn dan die van private financiers. Ze prijst de risico's hoger in dan andere marktpartijen. Het spreekt voor zich dat partijen die financiering zoeken zullen kiezen voor de meest aantrekkelijke optie en dat is Invest-NL in dit geval niet.
- **Het paars gearceerde vlak** toont de zone waarover de aanhangers van het economische perspectief op marktconformiteit en die van het staatssteunrechtelijk perspectief van mening verschillen. Vanuit de juridische kaders mag Invest-NL hier acteren en is er geen sprake van staatssteun. Vanuit een economisch perspectief worden vraagtekens gezet bij de vraag of het marktconform is: als de markt het niet aanbiedt (op deze wijze) dan is het niet marktconform.
- **Het donkergrijze vlak** toont de zone waarin er sprake is van geoorloofde staatssteun. Invest-NL mag dus staatssteun verstrekken, maar dit kan alleen onder strikte condities. In Box 4 is dit nader uitgewerkt.
- **Het gele vlak** toont de zone waarin er sprake is van ongeoorloofde staatssteun. Het spreekt voor zich dat Invest-NL niet kan acteren in dit gebied.



Figuur 5: De zone waarin Invest-NL kan opereren (gearceerde vlak).

Invest-NL moet haar toegevoegde waarde bieden in de donkergrijze en paars gearceerde stukken. De omvang van de toegevoegde waarde die Invest-NL kan bieden wordt bepaald door de breedte van deze vlakken. Dit wordt op haar beurt door een aantal parameters bepaald:

1. **De mate waarin kapitaalmarkten functioneren.** Bij een slecht functionerende markt is er sprake van marktfalen en zullen marktpartijen boven de groene lijn acteren. Aan de andere kant kunnen er ook periodes zijn waarin markten juist te veel kapitaal verstrekken en onder de groene lijn gaan acteren. Hetgeen we hier beschrijven zijn de klassieke cycli van hoog- en laagconjunctuur.
2. **De mate waarin Invest-NL de mogelijkheid heeft om stimulerend beleid te voeren.** In de bovenstaande analyse van de staatssteunkaders wordt duidelijk dat er beperkingen zijn die opgelegd worden aan Invest-NL, maar dat er wel sprake is van enige ruimte.
3. **Normrendement dat door het Ministerie van Financiën wordt bepaald.** Invest-NL moet revolverend acteren. Dat betekent dat het vermogen in stand moet blijven. Op het niveau van de gehele portfolio kan Invest-NL dus waarschijnlijk niet eens in hoge mate geoorloofde staatssteun verstrekken. Het zou er immers toe leiden dat het rendement te laag wordt. Het normrendement wordt in Figuur 5 op de Y-as aangegeven. Voor Invest-NL geldt het normrendement op het niveau van de totale portefeuille en niet op het niveau van een enkele investering. Het normrendement geeft aan waar het "gewogen gemiddelde" van investeringen minimaal zou moeten liggen. Wanneer er wordt gekozen voor een hoog normrendement (en de horizontale lijn dus omhoog verschuift) wordt Invest-NL gedwongen om

investeringen te doen met een hoog verwacht rendement, waarbij de risico's vaak ook groter zijn (rechterhelft van het figuur) om te zorgen dat het gewogen gemiddelde van de individuele investeringen uitkomt boven dit normrendement. De investeringsmogelijkheden (of *operating window*) voor Invest-NL nemen hierdoor af (we zullen daar hieronder verder op ingaan) evenals de ruimte voor maatschappelijke investeringen (met een hoog risicoprofiel en vaak een lager rendement). Dat verdraagt zich slecht met de maatschappelijke opgaven van Invest-NL.

Met de bovenste drie punten in het achterhoofd is het mogelijk om een inschatting te maken van de omvang van de *operating window* (breedte van het "paadje") waarin Invest-NL kan opereren. Allereerst zien we dat er op dit moment sprake is van markten waarin veel kapitaal beschikbaar is. Wellicht is er nu zelfs sprake van een situatie waarin er op deelmarkten te veel kapitaal beschikbaar is. Aan de bovenkant wordt de ruimte van Invest-NL in ieder geval beperkt. Aan de onderkant zien we vooral onduidelijkheid. Er is nog geen normrendement vastgesteld en dit zou ertoe kunnen leiden dat Invest-NL het zekere-voor-onzekere neemt en zo dicht mogelijk bij de groene lijn blijft. Het voorgaande betekent dat Invest-NL een vrij krappe ruimte heeft om te manoeuvreren. Wanneer er wordt gekozen voor een hoog normrendement nemen de mogelijkheden om te komen tot maatschappelijk gewenste investeringen af. Kortom, er is dus druk vanuit de boven- en onderkant van de curve. Bovenstaande analyse is een vereenvoudiging die vooral ter illustratie bedoeld is. De mate waarin kapitaalmarkten goed functioneren verschilt bijvoorbeeld per sector, per type bedrijf, per type lening, et cetera. Hetzelfde geldt voor staatssteunkaders waarin flinke variatie mogelijk is (zie Box 4). Dit betekent dat de breedte van het "paadje" of de *operating window* in de praktijk per deelmarkt zal verschillen.

De afbeelding kan ook worden gebruikt om de relatie tussen marktfalen, marktconformiteit en additionaliteit te analyseren.

- Er is sprake van **marktfalen** indien de blauwe lijn boven de groene lijn ligt.[48] In dit geval zijn de condities op de markt immers minder gunstig dan verwacht zou mogen worden. In de afbeelding zijn dit de stukken met een risicoprofiel dat paarse arcering kent.
- Er is sprake van **additionaliteit** indien een financieringsaanbod op of onder de blauwe lijn ligt. Alleen dan kan Invest-NL tegen gelijke (of betere) condities (voor de gefinancierde partij) dan marktpartijen acteren.
- Er is sprake van **marktconformiteit** in staatssteuntechnische zin als een financieringsaanbod in de paarse vlakken of op de blauwe lijnen ligt. (De aanhangers van het economisch perspectief beargumenteren dat het alleen om de blauwe lijn gaat).

Concluderend kunnen we stellen dat er slechts in een beperkt aantal gevallen sprake is van een situatie waarin alle drie de condities gelden. Bij paars gearceerde vlakken en op de blauwe lijn. De aanhangers van het economische perspectief zouden stellen dat het nog veel dunner is en het alleen gaat om de blauwe lijn.

[48] Indien de blauwe lijn onder de groene lijn komt, dan is er ook sprake van marktfalen, maar in dit geval is de markt aan het overfinancieren. In dit geval is er uiteraard geen rol voor Invest-NL.

2.3.3 Een portfolio-perspectief

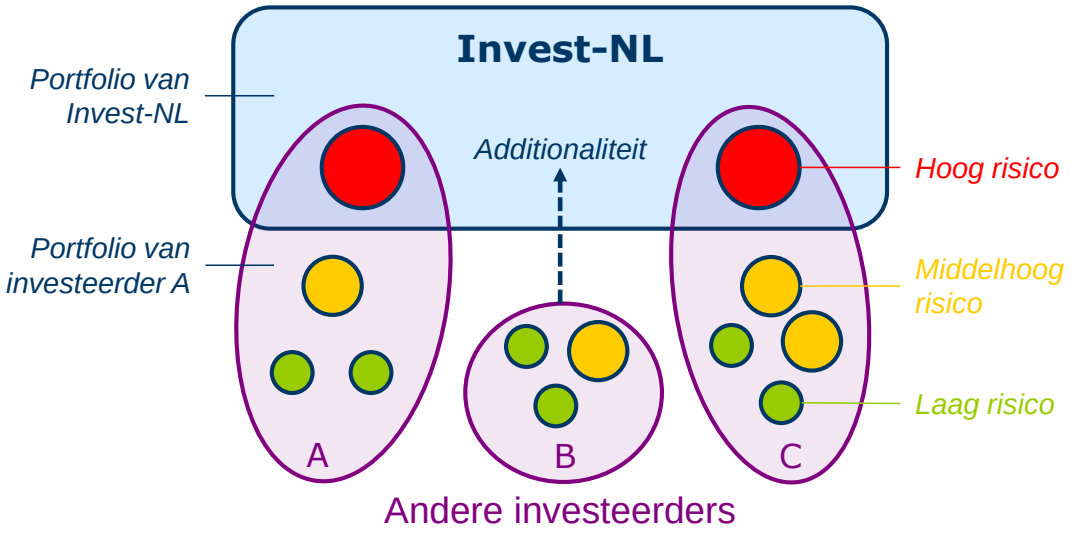
De spanning tussen een marktconform rendement behalen en additionaliteit waarborgen/ marktfalen bestrijden doet zich vooral voor als we investeren bezien als een proces waarin investeerders op basis van hun (statische) preferenties/strategieën beslissingen nemen over afzonderlijke en onveranderlijke investeringsproposities. Daarbij kan het, zoals hierboven besproken, lastig zijn om gelijktijdig aan alle criteria te voldoen. Dit is niet noodzakelijk ook het geval wanneer (enkele van) de criteria gelden voor het gehele investeringsportfolio van Invest-NL, en – belangrijker nog - wanneer we rekening houden met het feit dat Invest-NL met haar activiteiten het gedrag van andere investeerders kan beïnvloeden.

Onderstaande figuur visualiseert een voorbeeld van een investeringsaanpak die de vermeende spanning kan opheffen. Het probleem dat een investeringsinstelling als Invest-NL bestrijdt is dat er, als gevolg van diverse soorten marktfalen (zie vorige sectie), een tekort is aan financiering voor startups en scale-ups met een hoog risicoprofiel. Sommige investeerders doen incidenteel wel een riskante investering tegen condities zoals ook Invest-NL die hanteert, maar compenseren dat door hun portfolio aan te vullen met minder riskante investeringen. Invest-NL kan op de financieringsmarkt een unieke positie innemen door zich, in tegenstelling tot andere investeerders, uitsluitend op investeringen met een hoog risico te concentreren (waarbij de condities voor die riskante deals wel hetzelfde zijn als bij minimaal één marktpartij). Dit zou dan neerkomen op een uitbreiding van financieringsmogelijkheden voor een segment dat door de markt maar beperkt bediend wordt, hetgeen al enige additionaliteit impliceert. Het criterium van marktconformiteit is vervolgens te waarborgen door voor elke deal wel een andere investeerder te vinden die tegen dezelfde voorwaarden meefinanciert. Deze strategie hoeft niet per se te betekenen dat het rendement op portfolioniveau ook marktconform is, maar in ieder geval kan iedere afzonderlijke investering marktconform zijn (er is een private tegenhanger) terwijl het portfolio zelf een toevoeging vormt ten opzichte van wat de andere investeerders kunnen bieden.

De ultieme additionaliteit schuilt in het mechanisme waarbij Invest-NL niet zomaar andere investeerders 'vindt', maar ze juist verleidt om tegen dezelfde voorwaarden mee te doen[49]. Dat verleiden, wat de kern vormt van de additionaliteit, kan gebaseerd zijn op diepgaande marktkennis[50], maar bijvoorbeeld ook op het vertrouwen dat een deskundige nationale investeringsinstelling kan geven. Als andere financiers besluiten tegen dezelfde voorwaarden mee te doen (een vorm van 'gedrags-additionaliteit') is dat mogelijk niet meer in lijn met wat de rest van de financieringsmarkt zou doen, maar zolang ze zelf marktpartijen zijn is dit nog altijd uit te leggen als een marktconforme aanpak. Immers, op markten voor schaarse goederen wordt de prijs doorgaans niet bepaald door wat de gemiddelde vrager biedt, maar wat de hoogstbiedende vrager biedt.

[49] Invest-NL geeft hiervoor enkele anekdotisch voorbeelden die vanwege vertrouwelijkheid niet in deze rapportage zijn opgenomen.

[50] De hamvraag is dan of de informatiepositie van Invest-NL dan beter is dan die van marktpartijen bijvoorbeeld omdat Invest-NL vanuit de maatschappelijke missie al eerder kennis opbouwt van transitiedomeinen en nieuwe technieken/ontwikkelingen heeft opgebouwd, terwijl de markt deze ontwikkeling nog niet voldoende kan inprijzen. Een aantal van de door ons gesproken interviewpartners geeft aan dat zij juist verwachten dat Invest-NL minder goed gepositioneerd is dan meer ervaren investeringspartijen.



Figuur 6: Investeringsaanpak waarbij Invest-NL op casus-niveau investeert volgens dezelfde voorwaarden als andere investeerders, maar op portfolio-niveau gemiddeld meer risico neemt. De additionaliteit is extra groot als Invest-NL markpartijen daar ook toe weet te verleiden.

2.3.4 Een transitieperspectief op investeringsinstellingen

Tot dusver is de bespreking van mogelijke rationales voor de activiteiten van Invest-NL gebaseerd op de notie van martkfalen. Er zijn echter ook andere kaders voor het nadenken over interventiegronden voor overheidsingrijpen. In de context van het transitiedoel van Invest-NL is specifiek de literatuur over transformatiefalen relevant.[51] Die literatuur beschrijft problemen die kunnen verklaren waarom grootschalige maatschappelijke veranderingen soms op zich laten wachten, zelfs al lijken ze zo wenselijk en breed gedragen.[52]

In ieder geval de volgende vormen van transformatiefalen lijken van belang voor een investeringsinstelling met uitgesproken transitiedoelen:

- Directionality failure: er is geen duidelijkheid over de oplossingsrichtingen (e.g. technologieën) die het meest geschikt zijn om transitiedoelen te halen. Doordat meerdere opties concurreren missen bedrijven en investeerders een perspectief waarop ze durven te anticiperen. Een investeringsinstelling kan dit doorbreken door duidelijke keuzes te maken en daar lang aan vast te houden.
- Demand failure: er is een maatschappelijke behoefte maar die vertaalt zich niet in een marktvraag, waardoor bedrijven en investeerders wederom huiverig zijn om hierop te acteren. Een investeringsinstelling kan de latente vraag explicieter maken middels bijvoorbeeld analyse en lobby richting overheden, waarbij er ook voor gekozen kan worden om te benadrukken dat de vraag naar bijv. fossiele technologieën onder druk komt te staan op het moment dat een transitie vaart krijgt. Oftewel: de vraag naar antwoorden op maatschappelijke problemen is misschien onzeker, maar

[51] Weber, K. M., & Rohracher, H. (2012). Legitimizing research, technology and innovation policies for transformative change: Combining insights from innovation systems and multi-level perspective in a comprehensive 'failures' framework. *Research policy.*

[52] Zonder te willen vervallen in al te theoretische bespiegelingen merken we hier op dat veel vormen van transformatiefalen in essentie ook weer te herleiden zijn op marktfalen, en is het vooral zo dat er bij transformatiefalen met meer nadruk en detail gekeken wordt naar marktproblemen (en beleidsproblemen) die zich typisch voor kunnen doen bij transities.

de vraag naar 'onwenselijke' (e.g. vervuilende) technologie is ook niet zo zeker als investeerders op basis van het verleden misschien denken. Investeringsinstellingen kunnen demand failure ook bestrijden door inzichtelijk te maken hoe goed proposities scoren op maatschappelijke criteria, en door met eigen investeringen vertrouwen te geven dat het verstandig kan zijn om te kiezen voor technologieën die passen bij een maatschappelijke vraag waar nog geen markten voor zijn.

- Policy coordination failure: een transitie kan tegengehouden worden doordat verschillende autoriteiten en beleidsinstrumenten tegenstrijdig zijn in hun visie en acties ten aanzien van het aanjagen van een transitie. Een investeringsinstelling kan, mits er voldoende financiële slagkracht is, voor een doorbraak zorgen door zelf scherp te kiezen voor oplossingsrichtingen en technologieën die ze wel of niet wil steunen. Die keuzes kunnen blijken uit de feitelijke investeringen, maar bijvoorbeeld ook uit participatie in gremia waarin beleidsactoren hun prioriteiten en strategieën coördineren.

Samengevat kan gesteld worden dat financiers terughoudend kunnen zijn op het moment dat ondernemingen beogen bij te dragen aan een transitie die gekenmerkt wordt door veel onzekerheden en afhankelijkheden (tussen o.a. beleidsprioriteiten, complementaire innovaties, infrastructuren, regelgeving, maatschappelijke acceptatie). In zo'n situatie, waarin afwachtendheid op de loer licht, kan het legitiem zijn via beleid een impuls te geven aan een specifieke set oplossingen. Dit zou inertie kunnen doorbreken en daarmee het momentum van wenselijke innovaties versterken.

In een recente review van literatuur over '*sustainable investing*' wordt onder andere besproken hoe (publieke) investeringsbanken/instellingen in de loop der jaren hun aanpakken hebben gewijzigd, en hoe er geleidelijk meer aandacht ontstaat voor het bestrijden van de vormen van transformatie-falen die hierboven genoemd zijn.[53] Als onderdeel van deze analyse van mogelijke theoretische rationales voor Invest-NL beschrijven we hieronder twee investeringsaanpakken die verschillen in de manier waarop ze financieringsmogelijkheden aanwenden voor transitiedoelen.[54] Die verschillen hebben ook implicaties voor de mogelijkheden om het bestrijden van falen (in dit geval transformatiefalen) te combineren met de eis om als investeringsinstelling marktconform te opereren.

- De zogenaamde *impact investing* aanpak volgt de algemene rationale(s) voor het financieren van startups/scale-ups, maar met de bijzonderheid dat ondernomen activiteiten zich alleen toeleggen op de subset van proposities met de potentie om een positieve bijdrage te leveren aan transitieopgaven. De kernproblemen zijn nog altijd marktfalen als *capability failures* en informatie-asymmetrie, maar omdat er beleidsdoelen zijn rondom transitieopgaven (en omdat de problemen daar mogelijk extra zwaar spelen) is het legitiem om Business Development en investeringen bij voorkeur te richten op proposities die thematisch voldoende classificeren. De aanpak is bottom-up in de zin dat een investeringsbank of -instelling zich relatief reactief opstelt en binnenkomende financieringsvragen toetst op financierbaarheid en conformiteit met de transitieopgaven. Invest-NL verricht bijvoorbeeld een life cycle assessment (LCA) om te bepalen of een propositie CO_2-emissiereductie oplevert bij het aanvragende bedrijf en bij andere partijen in de keten.

- Een alternatieve investeringsaanpak, '*thematic investing'*, gaat er juist van uit dat investeringsbanken transities kunnen bevorderen door proactief, langdurig en

[53] Penna, Schot & Steinmueller (2021). *The promise of transformative investment, mapping the field of sustainability investing.*

[54] In de staatssteunbeschikking over Invest-NL (overweging 15) is opgenomen dat Invest-NL een *impact investor* is. Een toekomstige keuze voor (ook) *thematic investor* zou daarvan afwijken.

consistent een aanjaagfunctie te vervullen op specifieke transitie-thema's (zoals waterstof-technologie). Consequente investeringen kunnen zo bijdragen aan het ontstaan van een onderzoek- en innovatie-ecosysteem.[55] Cruciaal is het vanuit een *lead-investor* positie ontwikkelen van een transformatief portfolio waarin gefinancierde proposities samen momentum creëren voor het geselecteerde thema, met als gevolg dat er geleidelijk aan meer en beter financierbare proposities ontstaan.[56] Momentum berustend op een zekere massa aan (liefst complementaire) proposities kan bovendien ook bijdragen aan het vormen en versterken van systemen waar het transitie-thema bij gebaat is, waardoor de succeskansen van de aanvankelijke en riskantere investeringen ook nog kunnen toenemen. In het eerdergenoemde voorbeeld van waterstof kunnen technologieën voor waterstofproductie meer vraag creëren naar toepassingstechnologie, wat vervolgens weer de vraag naar waterstofproductie kan verhogen. Doordat de thema's waar lang aan vast wordt gehouden eerst vastgesteld moeten worden, vereist dit meer een 'top down'-aanpak. Het kiezen van specifieke thema's is van belang omdat schaarse middelen geconcentreerd moeten worden om een substantiële impuls te geven, maar ook omdat er een signaalfunctie van uit gaat naar de markt. Het signaal dat een nationale investeringsbank voor een bepaald thema kiest en niet voor een ander thema (bijvoorbeeld twee concurrerende oplossingsrichtingen voor een maatschappelijk probleem) kan andere partijen vertrouwen geven dat het geselecteerde thema zich nog verder gaat ontwikkelen.[57] Deze strategie berust op het bestrijden van informatie-asymmetrie: een investeringsbank ontwikkelt en benut diepgaande expertise en een autoriteitspositie op specifieke thema's, hetgeen vertrouwen geeft. Behalve het 'fixen' van markten helpt de strategie bovendien ook bij het creëren van een markt: op het moment dat een partij met substantiële middelen een bepaalde richting durft te kiezen, waardoor ook andere publieke en private partijen zich daarnaar voegen (met bijv. kennis, regelgeving, infrastructuur) dan wordt het ook inherent interessanter en minder riskant voor andere investeerders om ook diezelfde richting op te gaan.[58]

Relateren we de twee investeringsaanpakken aan de vraag of alle criteria te combineren zijn, dan levert dat uiteenlopende antwoorden. Bij impact investing dienen alle criteria (marktconformiteit, additionaliteit/falen bestrijden én passendheid bij transitiedoelen) gelijktijdig waar te zijn, waardoor er mogelijk maar weinig passende proposities over blijven. In het geval van *thematic investing* lijken de criteria beter te combineren als we weer rekening houden met het feit dat die (theoretisch gezien) zowel op propositie- als op portfolio-niveau zijn toe te passen. Onderstaande figuur illustreert dit. Om momentum te creëren voor een geselecteerd thema kan een investeringsinstelling besluiten om risicovolle investeringen te doen in de koplopers van een potentiële golf aan gerelateerde proposities. Die eerste investeringen zijn dan niet volledig marktconform, maar wel heel additioneel. Op het moment dat er inderdaad meer proposities komen die bij hetzelfde transitiepad horen (en dus profiteren van het systeem dat zich daaromheen begint te vormen), dan neemt het risico van die

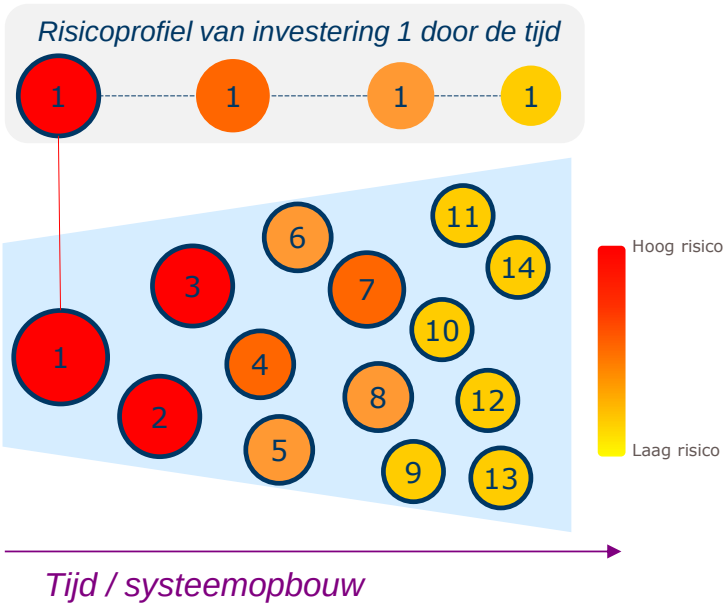
[55] Investeringen kunnen op diverse manieren bijdragen, bijvoorbeeld door het faciliteren van start- en scale-ups of door het (mede) ontwikkelen van *dedicated* fondsen (bijvoorbeeld gericht op een sleuteltechnologie als fotonica)

[56] Mazzucato & Semieniuk (2017). Public financing of innovation: new questions. *Oxford Review of Economic Policy*.

[57] Mazzucato & Semieniuk (2018). Financing renewable energy: Who is financing what and why it matters. *Technological Forecasting and Social Change*.

[58] Mazzucato & Penna (2016). Beyond market failures: The market creating and shaping roles of state investment banks. *Journal of Economic Policy Reform*.

proposities af naarmate duidelijker is dat het transitiepad kans van slagen heeft. De laatste proposities zijn het minst riskant. Een investeringsinstelling als Invest-NL kan hier toch nog in meedoen (via vervolginvesteringen) om te compenseren voor verliezen als gevolg van investeringen in proposities die uiteindelijk niet de voorhoede van een succesvol thema of transitiepad blijken te zijn. Voor de investeringen waarbij dat wél het geval is geldt dat hun waarde flink stijgt als het transitiepad (waar ze onderdeel van vormen) tractie krijgt. Ook dat helpt om uiteindelijk toch een marktconform rendement te behalen, ondanks de initiële focus op vooral hoog-riskante investeringen.



Figuur 7: Investeringsaanpak waarbij naarmate het systeem versterkt wordt, ook de risico's van proposities afnemen (en de succeskansen van initiële investeringen toenemen).

De hierboven beschreven overwegingen zijn nadrukkelijk een beschouwing van mogelijke interventiegronden, en mogelijke manieren om criteria uit het mandaat van Invest-NL te combineren in een coherente investeringsaanpak. In hoeverre Invest-NL die rationales en aanpakken ook volgt komt in de volgende hoofdstukken aan bod.

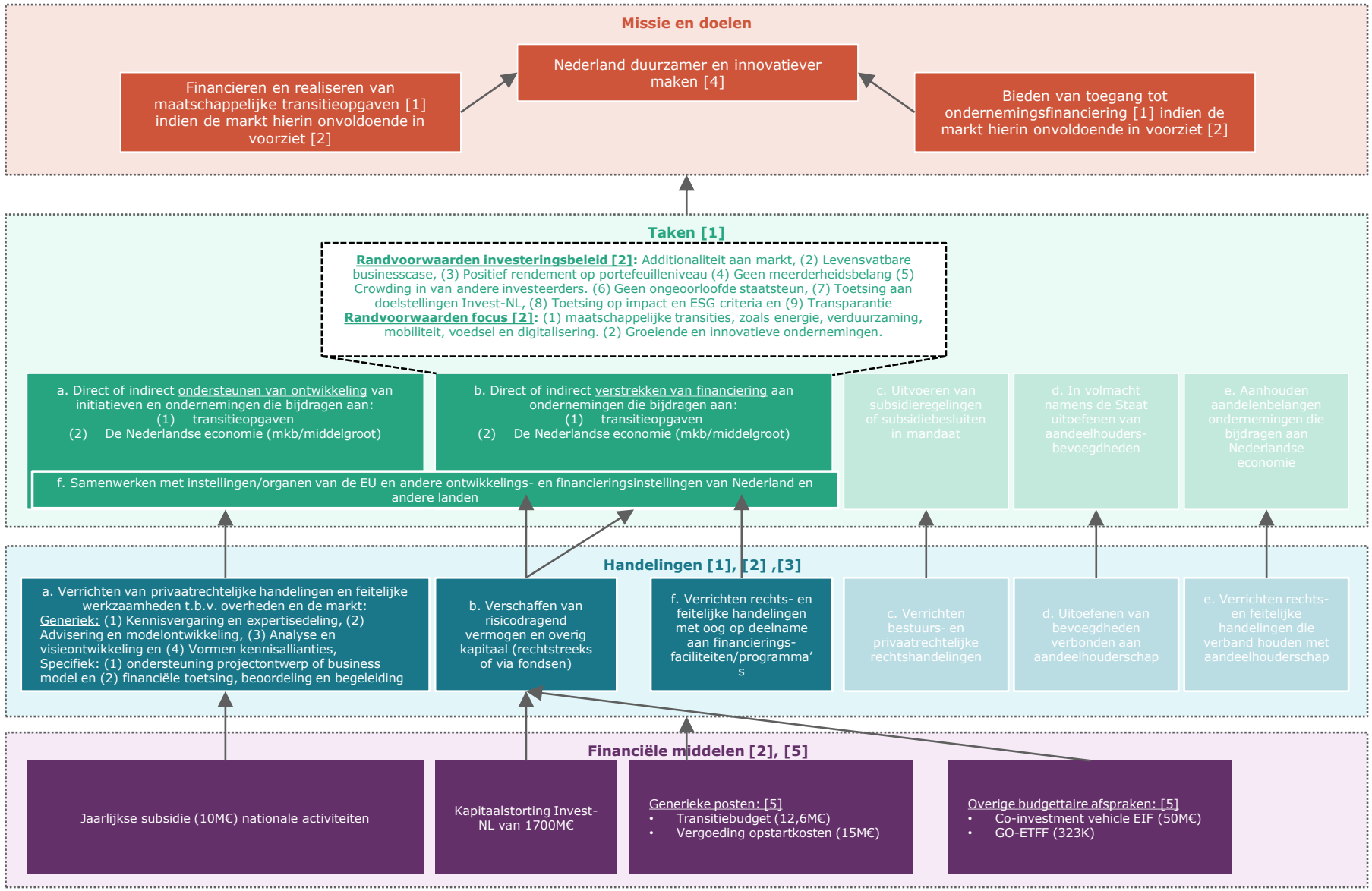
2.4 Beleidstheorie in de praktijk

Een doel van deze evaluatie was om inzichtelijk te krijgen welke onderdelen van de Machtigingswet (bv. taken en handelingen) volledig geïmplementeerd zijn door Invest-NL, en welke onderdelen niet. Daaraan gerelateerd is de vraag welke activiteiten Invest-NL daadwerkelijk heeft uitgevoerd en of die samenvallen met de toebedeelde taken in de wet. In deze alinea zullen we verder ingaan op deze vragen. Allereerst hebben we alle onderdelen van de machtingswet afgelopen en getoetst op implementatie. Het is uiteraard niet (altijd) mogelijk om te bepalen of iets niet geïmplementeerd is. Niet in alle gevallen hoeft hier melding van gemaakt te worden. Om te bepalen hoe er in de praktijk invulling wordt gegeven aan de Machtigingswet hebben we alle activiteiten, handelingen en overige elementen uit de machtingswet getoetst op implementatie op basis van de beschikbare documentatie (met name de jaarverslagen) en de gevoerde gesprekken.

Op basis van de onze implementatietoets en de interviews kan de 'praktijk' van Invest-NL als volgt worden samengevat:

- Invest-NL richt zich op taken a (direct of indirect ondersteunen van initiatieven of ondernemingen indien daarmee een bijdrage geleverd kan worden aan het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven of aan de Nederlandse economie) en b (direct of indirect verstrekken van financiering aan ondernemingen (MKB/middelgroot) die bijdragen aan het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven of aan de Nederlandse economie).
- Ook taak f (het samenwerken met instellingen/organen van de EU en andere ontwikkelings- en financieringsinstellingen van Nederland en andere landen) en de bijbehorende handelingen worden uitgevoerd door Invest-NL. Invest-NL maakt het (middels deze taak) mogelijk om Europese middelen te mobiliseren voor de Nederlandse markt. Gesprekspartners zijn vrijwel unaniem in hun oordeel dat dit een cruciale taak is voor Invest-NL, en dat Invest-NL met deze taak een unieke positie inneemt in de Nederlandse kapitaalmarkt.
- Er wordt geen invulling gegeven aan taak c (uitvoeren van subsidieregelingen of subsidiebesluiten), d (in volmacht namens de Staat uitoefenen van aandeelhoudersbevoegdheden en e (aanhouden aandelenbelangen ondernemingen die bijdragen aan Nederlandse economie). Op basis van de gevoerde gesprekken ontstaat het beeld dat er bewust is gekozen om Invest-NL een ruimer mandaat te geven, wat de uitvoering van deze taken mogelijk maakt wanneer opportuun, zonder dat daar een wetswijziging voor nodig is.
- Het uitvoeren van taken a, b en f draagt bij aan de doelen van Invest-NL. Allereerst biedt Invest-NL toegang tot ondernemingsfinanciering (als de markt hierin onvoldoende voorziet) en financiert het maatschappelijke transities (op het gebied van circulariteit en carbonneutraal). Het is te vroeg om antwoord te geven op de vraag of deze investeringen ook daadwerkelijk leiden tot het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven en de uiteindelijke missie: Nederland duurzamer en innovatiever maken. Een antwoord op deze vraag werd ook niet beoogd voor deze evaluatie.

Deze bevindingen worden samengevat in het schematische overzicht in Figuur 8, dat de ‘beleidspraktijk’ van Invest-NL weergeeft.



Figuur 8: Beleidstheorie Invest-NL in de praktijk. [1] Machtigingswet oprichting Invest-NL, [2] Memorie van Toelichting Machtigingswet oprichting Invest-NL, [3] Aanvullende overeenkomst Staat en Invest-NL inzake de investeringstaak, [4] Jaarverslag Invest-NL 2020, [5] Memorie van Toelichting Machtigingswet oprichting Invest-NL Bijlage A: Budgetten Invest-NL.

2.5 Positie van Invest-NL in Nederlands financieringslandschap

In deze paragraaf zullen we verder ingaan op de ontwikkelingen in de Nederlandse risicokapitaalmarkt en de positionering van Invest-NL in deze markt (2.5.1) en de positionering van Invest-NL in het beleidsinstrumentarium gericht op risicokapitaal (2.5.2).

2.5.1 Positionering van Invest-NL in de Nederlandse risicokapitaalmarkt

Zoals eerder beschreven biedt Invest-NL kapitaal voor duurzame en innovatieve ondernemingen door middel van directe investeringen in ondernemingen en indirecte investeringen via het participeren in investeringsfondsen. Bij directe investeringen investeert Invest-NL maximaal de helft van het risicokapitaal. Bij directie investeringen is het uitgangspunt investeringen vanaf €5 miljoen, waar in sommige gevallen van afgeweken kan worden. Bij deze directe investeringen is altijd minstens één professionele co-investeerder betrokken en wordt zo veel mogelijk uitgegaan van pari passu (=onder dezelfde voorwaarden) investeren met andere financiers. Voor wat betreft de indirecte investeringen via participatie in investeringsfondsen geldt dat de participatie in het fonds tussen €5 miljoen en €25 miljoen bedraagt. Via deze fondsen bedient Invest-NL doorgaans de markt voor investeringen onder de €5 miljoen. Met deze fondsinvesteringen zoals in het Deep Tech Fonds beoogt Invest-NL de snelgroeiende MKB-bedrijven betere toegang te verlenen tot risicokapitaal. Verder neemt Invest-NL deel in fonds-in-fonds structuren zoals het Dutch Future Fund (DFF) waarin geïnvesteerd wordt in risicokapitaalfondsen met investeringsfocus op innovatieve MKB-ondernemingen in Nederland (zie ook 4.1.2). Daarnaast neemt Invest-NL deel in het Dutch Alternative Credit Instrument (DACI) waarbij wordt geïnvesteerd in MKB-financieringsfondsen gericht op kredietverschaffing aan MKB-bedrijven tot €2 miljoen (zie ook 4.1.2).

De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) voert ieder jaar een marktanalyse uit en biedt daarmee een overzicht van investeringen door zowel binnenlandse als buitenlandse participatiemaatschappijen in start- en scale-ups met vestiging in Nederland.[59] Figuur 9 toont dat een opgaande lijn in de investeringen in Nederlands startups en scale-ups gedurende de jaren 2007-2021. In 2021 werd er een bedrag van €4,336 miljard geïnvesteerd in 431 Nederlandse startups en scale-ups, een stijging van meer dan 150% ten opzichte van het jaar daarvoor, mede door een aantal megadeals. De stijging is in het bijzonder terug te zien bij later-stage venture en groeikapitaal. Daarmee is de Nederlandse markt voor durfkapitaal en groeikapitaal meer volwassen geworden. Grotere investeringsrondes komen vaker voor. Bij deze grote transacties zijn volgens de statistieken van NVP veelal buitenlandse participatiemaatschappijen betrokken. Buitenlandse participatiemaatschappijen zijn in 2021 betrokken geweest bij investeringen in 111 Nederlandse bedrijven (25,7% van het totaal)[60].

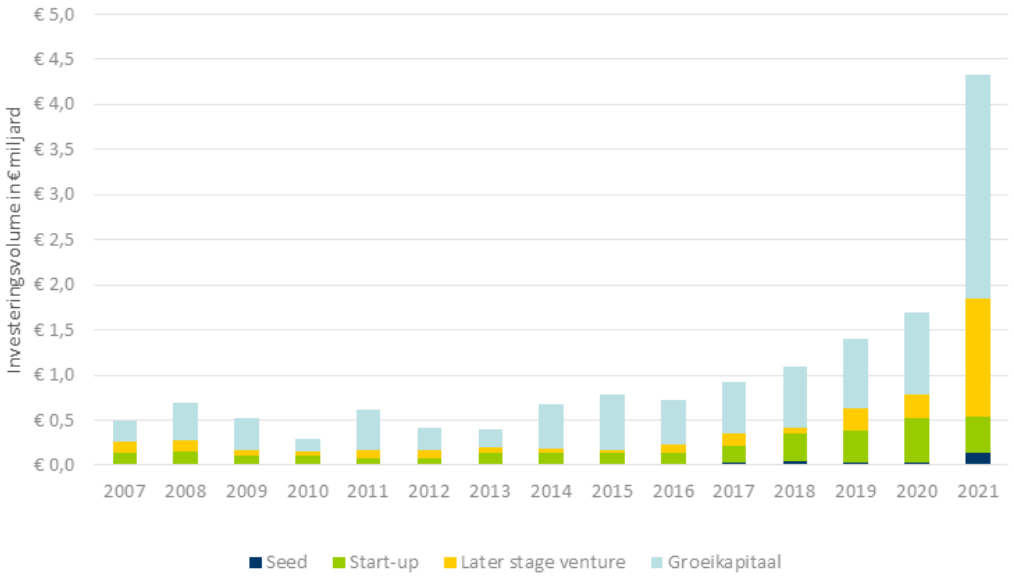
---

[59] De NVP houdt hierbij de volgende definities aan:

1. Seedfinanciering/-kapitaal: financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat de startup fase wordt bereikt.
2. Startfinanciering/-kapitaal: financiering voor productontwikkeling en initiële marketingactiviteiten van beginnende ondernemingen.
3. Later-stage venture financiering/kapitaal: Verzamelnaam van financiering voor jonge ondernemingen die nog aanvullende financieringsrondes nodig hebben voor hun investeringen om break-even te draaien (vaak hebben al VC-investeringen plaatsgevonden). Later-stage venture Capital is tot en met investeringsronde "Series D".
4. Groeifinanciering/kapitaal: financiering gebruikt voor schaalvergroting van een relatief goed ontwikkeld businessmodel. Dit is wat vaak onder scale-ups wordt verstaan. Groeikapitaal is vanaf investeringsronde "Series D".

[60] Nederlandse kantoren van buitenlandse partijen die Nederlandse transacties begeleiden worden door NVP geregistreerd als zijnde een Nederlandse participatiemaatschappij.

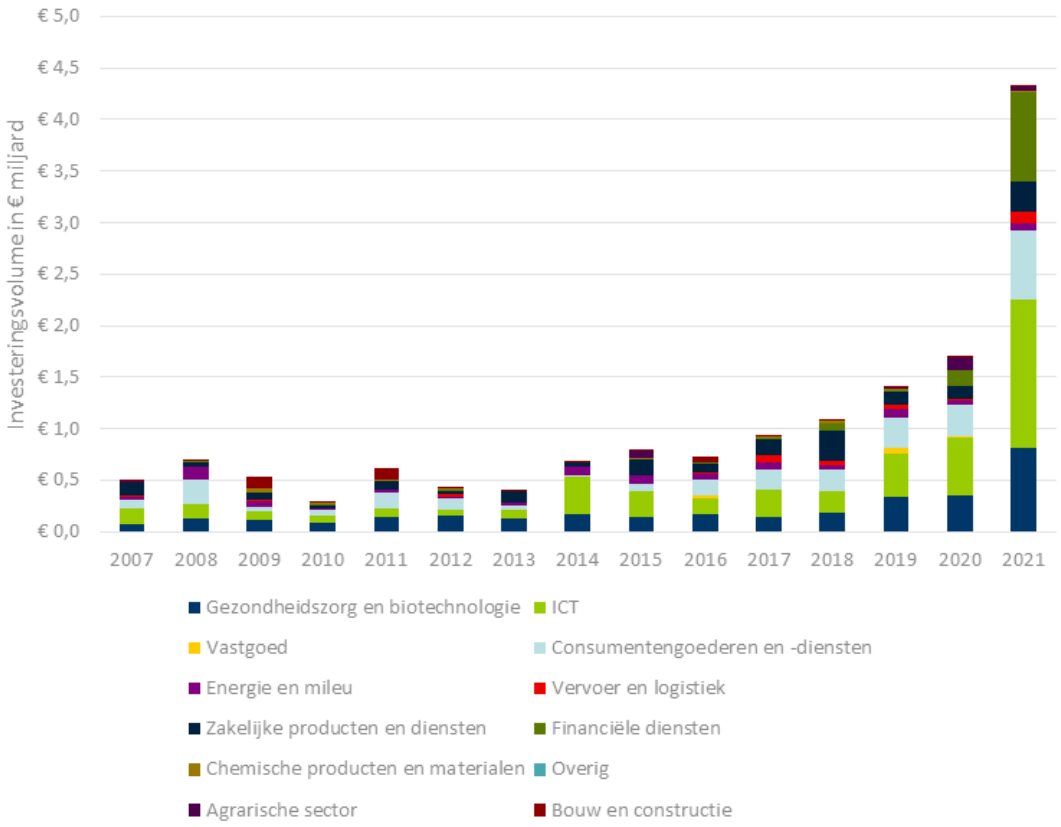
De totale investering van buitenlandse participatiemaatschappijen bedraagt echter €2,937 miljard (67,7% van het totaal).



Figuur 9: Investeringsvolume in Nederlandse startups and scale-ups gedurende de jaren 2007-2021 uitgesplitst naar financieringsfase. Bron: NVP-database

Figuur 10 toont de bedrijfstakverdeling van de investeringen in durfkapitaal en groeikapitaal. Het valt op dat de investeringen in de sectoren gezondheidszorg/biotechnologie (donkerblauw), ICT (oranje) en financiële diensten (bruin) de afgelopen jaren sterk zijn gegroeid. De sector energie en milieu (paars), één van de focusgebieden van Invest-NL, trekt daartegen relatief weinig investeringen aan. Dit laatste ondersteunt het rapport van DNB[61] waarin gesproken wordt over "leemtes in de financieringsmarkt" op het gebied van de transitieopgaven en klimaatinvesteringen. Tijdens de oprichting van Invest-NL werd geregeld de vraag gesteld of het anno nu daadwerkelijk een probleem is om aan kapitaal te komen. Deze cijfers geven een eerste indicatie dat er mogelijk behoefte is aan meer (hoog) risicokapitaal rondom de sectoren energie en milieu, en daarmee de transitiedomeinen waar Invest-NL zich op richt.

[61] DNB (2021). De financiering van transitie: Kansen grijpen voor groen herstel.



Figuur 10: Investeringsvolume in Nederlandse startups and scale-ups gedurende de jaren 2007-2021, uitgesplitst naar bedrijfstak. Bron: NVP-database

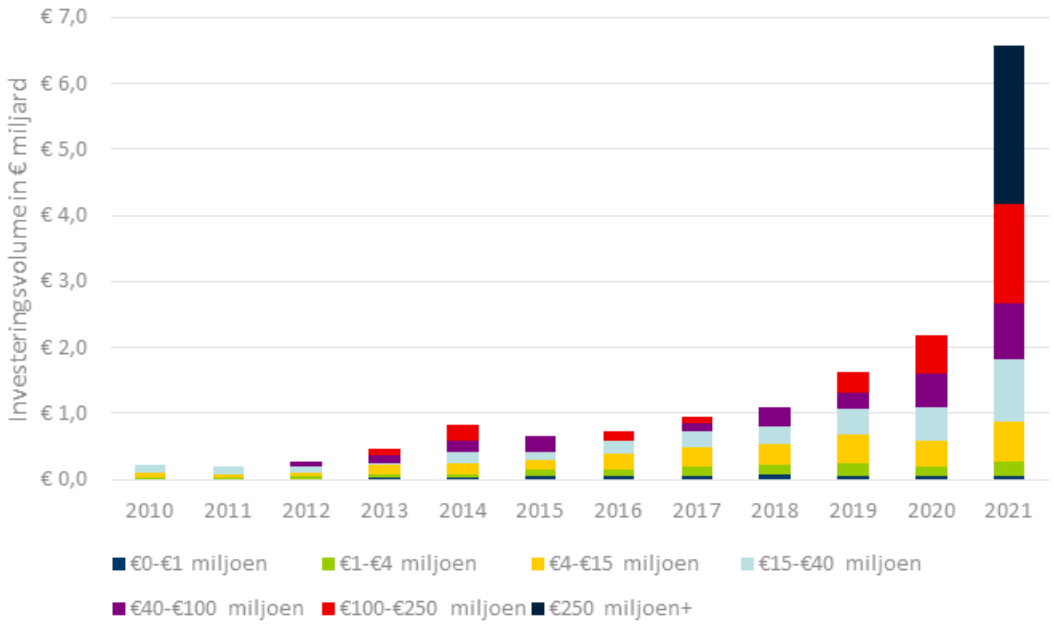
Tot vier jaar geleden kwam een investeringsronde tot en met "Series D" van meer dan €10 miljoen in Nederland nauwelijks voor. De data van NVP laat zien dat er in 2021 29 investeringsrondes hebben plaatsgevonden boven €10 miljoen in durfkapitaal (seed, startup en later stage venture samen). Daarvan waren er 12 investeringsrondes boven de €25 miljoen zoals die van kweekvleesfabrikant Mosa Meat, online supermarkt Crisp, communicatieplatform MessageBird en betaaldienst Mollie.

Bovenstaande wordt bevestigd door data van Dealroom.co/Techleap. Deze database baseert zich op publiek beschikbare gegevens van een bredere kring financiers.[62] Figuur 11 toont het investeringsvolume onderverdeeld naar de omvang van investeringsrondes in Nederlandse startups en scale-ups. In 2021 is er €6,56 miljard geïnvesteerd in Nederlandse startups en scale-ups in 593 investeringsrondes. Dit bedrag is hoger dan hetgeen hierboven is gerapporteerd aan de hand van de data van de NVP. Ongeacht welke database gebruikt wordt, hebben durf- en groeikapitaal in Nederland de afgelopen jaren een sterke groei doorgemaakt, in het bijzonder voor wat betreft de grotere investeringsrondes met omvang van €15 miljoen en hoger. In het recordjaar 2021 is er ten opzichte van eerdere jaren meer geïnvesteerd in alle omvangcategorieën behalve in de investeringsronden onder €1 miljoen[63]. Uit de

[62] De database van de NVP baseert zich eveneens op openbare data maar ook op niet-publieke gegevens afkomstig van leden en niet-leden.

[63] Deze ontwikkeling wordt ook gesignaleerd in het rapport van KplusV (2020). Risicokapitaal in de Vroege Fase: Onbenut potentieel verzilveren en PwC (2022). Het onbenut potentieel in de financiering van start-ups: Onderzoek naar maatregelen ter stimulering van business angel investeringen.

meest recente halfjaarcijfers van Dealroom.co/Techleap blijkt evenwel dat in het tweede kwartaal van 2022 er 12 procent minder is geïnvesteerd in Nederlandse technologiebedrijven ten opzichte van een kwartaal eerder, een daling in lijn met het Europese gemiddelde maar een minder sterke daling dan in de Verenigde Staten[64].



Figuur 11: Investeringsvolume in Nederlandse startups and scale-ups gedurende de jaren 2010-2021 uitgesplitst naar omvang investeringsronde. Bronnen: Dealroom.co; Techleap

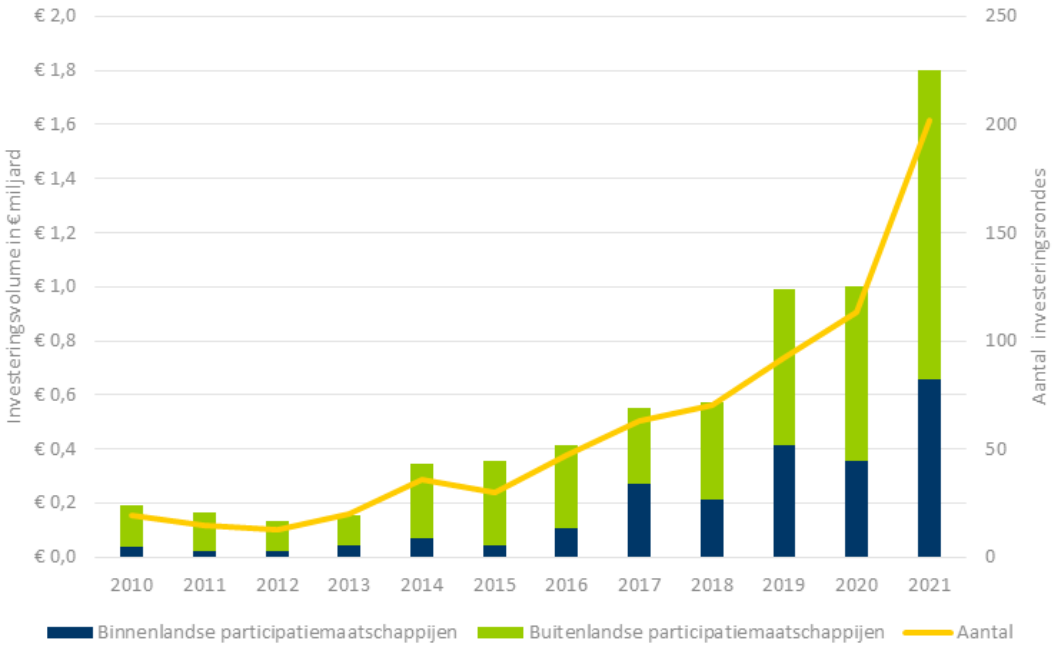
De Dealroom.co database biedt de mogelijkheid tot het maken van een nadere uitsnede van de data. Op deze manier kan nader worden ingezoomd op het segment waarop Invest-NL zich richt (investeringen tussen €5 en €50 miljoen waarbij energietransitie met CO2-neutraliteit en circulariteit als speerpunt worden gezien). Dit biedt een overzicht in de mate waarin andere partijen dan Invest-NL op dit moment voorzien in dergelijke investeringsrondes. Figuur 12 toont het aantal en het totale investeringsvolume over de jaren heen. In lijn met de gehele markt is ook dit marktsegment sterk gegroeid in zowel aantal transacties als volume. In 2021 waren er 202 investeringsrondes in dit segment met een investeringsvolume van totaal €1,8 miljard. Buitenlandse participatiemaatschappijen domineren dit segment van de markt met een aandeel van 63,5% van het investeringsvolume in 2021. Dit komt overeen met de eerdere bevinding dat vooral buitenlandse participatiemaatschappijen betrokken zijn bij grotere investeringsrondes. Voor de energietransitie zijn veel investeringen nodig in nieuwe, vaak onbewezen, duurzame technologieën die zich kenmerken door een hoog risicokarakter[65]. Dit betreft één van de focusgebieden van Invest-NL. Wanneer nader gekeken wordt naar investeringsrondes tussen €5 en €50 miljoen in bedrijven die zich bezighouden met de energietransitie, schone energie, energieopslag, clean energy, water en circulair gebruik van afval, blijkt uit de Dealroom.co/Teachleap database dat hier in 2021 voor €313 miljoen (17,4% van het totaal) in geïnvesteerd is. Een ander focusgebied van Invest-NL,

Kanttekening is wel dat in het bijzonder investeringen in de vroege fase door informele investeerders vaak minder zichtbaar zijn en om die reden niet allemaal in de database zijn opgenomen (KplusV, 2020). Daarnaast zijn de bedragen voor 2021 volgens Dealroom.co nog niet volledig, in het bijzonder voor de kleinere investeringsrondes.

[64] Financieel Dagblad (2022). Investeringen in Nederlandse techbedrijven met 12% teruggelopen [FD].

[65] DNB (2021). *De financiering van transitie: Kansen grijpen voor groen herstel*.

bedrijven in de gezondheidszorg, is in 2021 goed voor een €469 miljoen aan investeringen (26% van het totaal).



Figuur 12: Investeringsvolume en aantal investeringsrondes in Nederlandse startups en scale-ups gedurende de jaren 2010-2021 voor investeringsrondes tussen €5 en €50 miljoen, uitgesplitst naar herkomst participatiemaatschappij. Bronnen: Dealroom.co; Techleap database

Invest-NL doet niet alleen directe co-investeringen in ondernemingen maar is ook actief als fondsinvesteerder, mede om op deze wijze het Nederlandse financieringsecosysteem te versterken. Figuur 13 geeft een overzicht van de fondsenwerving van in Nederland gevestigde durfkapitaal- en groeifondsen bij zowel Nederlandse als buitenlandse fondsinvesteerders. In 2021 is door 29 fondsen voor totaal €2,48 miljard opgehaald bij fondsinvesteerders. Wat opvalt is dat er in Nederland relatief weinig geld wordt opgehaald door Nederlandse participatiemaatschappijen die zich richten op groeikapitaal (geel). In 2021 gaat het om 7 groeifondsen die totaal €410 miljoen hebben opgehaald. Dit terwijl er onder Nederlandse scale-ups behoefte bestaat aan grotere financieringsrondes en groeikapitaal, een behoefte waarin, zoals eerder beschreven, voor een belangrijk deel wordt voorzien door buitenlandse participatiemaatschappijen. Invest-NL heeft vanwege haar ruime investeringsbeleid mogelijkheden om samen met (buitenlandse) co-investeerders door te investeren in startups en scale-ups om zo de Nederlandse investeringen in deze snelgroeiende MKB-bedrijven te versterken. Het kunnen door investeren in vervolgrondes door Invest-NL is volgens verschillende geïnterviewden ook nodig zodat Invest-NL het normrendement op portefeuilleniveau kan behalen. Invest-NL heeft echter ook via haar (fonds-in) fondsinvesteringen in Nederlandse durfkapitaal- en groeifondsen de mogelijkheid om het Nederlandse financieringslandschap verder te verstevigen en groeifondsen in omvang te doen laten toenemen. Daarbij zou volgens NVP[66] ook een rol weggelegd zijn voor de Nederlandse pensioenfondsen. De fondsenwerving van Nederlandse durfkapitaal- en groeifondsen is afhankelijk van nationale, regionale en Europese overheidsinstanties zoals de Seed Capital regeling, het Europese Investeringsfonds, regionale ontwikkelingsfondsen (ROM's), het Dutch Venture Initiative

[66] NVP (2021). The untapped potential of Dutch venture Capital: Why pension funds should seize the moment.

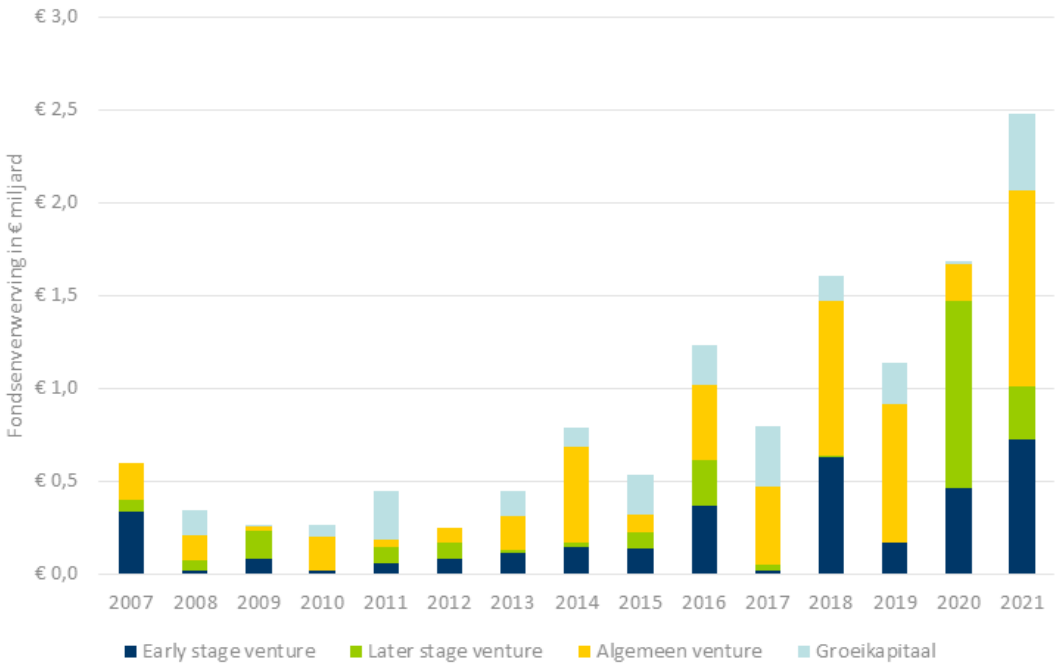
(DVI) en Invest-NL. Ook bij het mobiliseren van Europese middelen van de Europese Investeringsbank speelt Invest-NL een belangrijke rol en kan op die manier verder bijdragen aan het verhogen van fondswerving. Volgens de NVP-data is in de jaren 2007-2021 19,9% van het door durfkapitaalfondsen opgehaalde geld afkomstig van overheidsinstanties. Daarmee zijn overheidsinstanties de belangrijkste fondsinvesteerder gevolgd door corporate beleggers (16%), privépersonen (11,3%) en family offices (10,8%). Voor groeifondsen zijn commerciële fonds-in-fondsen (dus exclusief de door overheidsinstanties beheerde fonds-in-fondsen) met 20,7% de grootste fondsinvesteerder gevolgd door overheidsinstanties (16,1%), en family offices (10,6%).

Samenvattend, op basis van de hier gepresenteerde bronnen kunnen we constateren dat private partijen beperkt investeren in grootschalige transities zoals de energietransitie omdat de risico's soms te groot zijn voor private partijen[67]. De grotere investeringsrondes zijn nu veelal afkomstig van buitenlandse participatiemaatschappijen. Hier ligt volgens geïnterviewden een kans voor Invest-NL om een deel van het risico te dragen en samen op trekken met private co-investeerders, ook in eventuele grotere vervolgrondes. Dit laatste is van belang omdat juist in de latere financieringsfasen de rendementen zouden worden behaald[68]. Indirecte investeringen in fondsen of fonds-in-fonds structuren kunnen volgens geïnterviewden een effectieve en efficiënte manier zijn om een kennispositie te verwerven, een netwerk op te bouwen, indirect ook kleinere tickets en het bredere MKB te bedienen, en mede door het mobiliseren van Europees middelen de Nederlandse risicokapitaalmarkt voor de transitiedomeinen verder te verstevigen. Op deze manier positioneert Invest-NL zich verder in de Nederlandse risicokapitaalmarkt, geeft ze invulling aan het missiegedreven innovatiebeleid en daaraan gekoppelde transitieopgaven, en probeert ze "transitiefalen" te voorkomen[69].

[67] Interviews en DNB (2021). De financiering van transitie: Kansen grijpen voor groen herstel.

[68] KplusV (2020). Risicokapitaal in de Vroege Fase: Onbenut potentieel verzilveren.

[69] Schoonderbeek (2022). Transitiefalen legitimeert financiering deeptech door overheid. *Economisch Statistische Berichten*.



Figuur 13: Fondsenwerving van in Nederland gevestigde participatiemaatschappijen bij (institutionele) beleggers gedurende de jaren 2007-2021. Early stage venture betreft fondsen gericht op vroege fase financiering, late stage venture betreft fondsen gericht op de latere fase financiering (investeringsrondes "Series C en D"). Algemeen venture betreft fondsen die zowel in de vroege als in de latere fase financiering beiden. Groeikapitaal fondsen investeren in ondernemingen met een bewezen businessmodel ter financiering van verdere opschaling van activiteiten (vanaf investeringsronde "Series D"). Bron: NVP-database.

2.5.2 Positionering van Invest-NL in het beleidsinstrumentarium gericht op risicokapitaal

Overheidsinstanties hebben verschillende instrumenten in het leven geroepen om eventuele financieringsknelpunten aan te pakken. Hierbij is het van belang om de risicokapitaalmarkt integraal te beschouwen om te zien of het huidig instrumentatrium alle levensfasen van ondernemingen voldoende afdekt: het gaat uiteindelijk om de mix van mogelijkheden in het gehele financieringslandschap[70] [71]. Daarnaast staat Nederland voor grote transities op onder meer op het gebied van energie, duurzaamheid, digitalisering en mobiliteit. Deze transities zullen voor een deel moeten steunen op innovaties die voortkomen uit nieuwe bedrijvigheid, bijvoorbeeld vanuit startups en scale-ups. De groep innovatieve starters en bedrijven die pas op lange termijn rendement behalen vanwege lange ontwikkeltrajecten en terugverdientijden (zoals bij innovatie op het gebied van maatschappelijke transities als duurzaamheid) ondervinden aan de aanbodzijde van de financieringsmarkt nadeel van het ontbreken van een markt specifiek voor de financiering van dergelijke grootschalige transities[72] [73].

[70] Eveleens en Vogelaar (2021). Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning. *Economisch Statistische Berichten*.

[71] Dialogic (2019a). Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative.

[72] Dialogic (2019b). Onderzoek beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt.

[73] DNB (2021). De financiering van transitie: Kansen grijpen voor groen herstel.

Eveleens en Vogelaar[74] tonen dat ongeveer een kwart van risicokapitaal in Nederland afkomstig is uit publieke middelen (vooral in de vroege meer risicovolle financieringsfases) en geven aan dat de complexe publiek-privaat risicokapitaalmarkt om bezinning vraagt. Zij stellen eveneens dat de overheid slechts een beperkte invloed kan uitoefenen op het investeringsbeleid van private fondsen waarin ze mede participeert via bijvoorbeeld de Seed Capital regeling en via de dakfondsen DVI-I en DVI-II. De volledig publieke fondsen betreffen met name de regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) met een sterke regionale focus. De ROM's financieren voornamelijk startups en kleine investeringsrondes (Buck Consultants International, 2022). ROM's vervullen daarmee een belangrijke rol omdat private partijen zich terug lijken te trekken uit financieringsrondes lager dan €1 miljoen terwijl ROM's zich juist op deze kleine investeringsrondes toeleggen. De afgelopen jaren zijn ROM's bovendien meer bovenregionaal gaan samenwerken en wordt gewerkt aan een nationaal dekkend netwerk van ROM's[75]. Deelname in grotere vervolgrondes door ROM's is echter maar beperkt mogelijk. Naast de ROM's zijn er ook een aantal gemeentelijke en provinciale fondsen in Nederland die zich veelal op vroege financieringsfases richten[76].

ROM's en Invest-NL zijn beide publieke organisaties gericht op het financieren van Nederlandse ondernemingen waarbij ROM's zich richten op kleinere tickets met €5 miljoen als maximum. Dit terwijl Invest-NL zich richt[77] op grotere tickets (minimaal €5 miljoen investering door Invest-NL met minstens de helft van het totaalbedrag afkomstig van een private investeerder). De tickets waarop Invest-NL zich richt zijn ook groter dan bij de Seed regeling (gemiddelde investering onder €1 miljoen[78]). Het gemiddelde investeringsbedrag voor investeringen in Nederlandse ondernemingen waarin fondsen die investering van DVI hebben ontvangen hebben geïnvesteerd bedraagt €3,2 miljoen. Hierbij valt op dat bedragen boven de €7 miljoen vooral naar ondernemingen in het buitenland gaan en dat de relatief kleinere investeringen naar Nederlandse ondernemingen gaan (Dialogic, 2019a)[79]. Er kan dus worden gesteld dat Invest-NL zich op grotere tickets richt in vergelijking met ander beleidsinstrumentarium (ROM's, Seed Capital regeling, en DVI) en zich daarmee richt op een ander deel van de risicokapitaalmarkt.

Invest-NL werkt via co-investeringen samen met private investeerders en investeert in private fondsen. Invest-NL heeft volgens geïnterviewden het afgelopen jaren meer dan 100 VC partijen systematisch gesproken om zo systematisch in kaart te brengen wat ze van Invest-NL verwachten. Het is echter daarnaast van belang dat Invest-NL ook nauw contact houdt met de ROM's, gemeentelijke en provinciale fondsen, Seed Capital fondsen en fondsen waarin DVI heeft geïnvesteerd omdat dit mogelijk interessante leads kan opleveren als

---

[74] Eveleens en Vogelaar (2021). Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning. *Economisch Statistische Berichten*.

[75] Buck Consultants International (2022). Evaluatie ROM's 2016-2020.

[76] KplusV (2020). Risicokapitaal in de Vroege Fase: Onbenut potentieel verzilveren.

[77] Invest-NL geeft daarbij aan dat het zich inderdaad richt op tickets vanaf 5 miljoen, maar ook kleinere tickets verstrekt als dat nodig/nuttig is. De ROM Range Extender is zelfs speciaal gericht op deze kleinere tickets.

[78] Dialogic (2019a). Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative.

[79] Wanneer gekeken wordt naar de verdeling van 77 investeringen in Nederlandse ondernemingen door fondsen waarin DVI heeft deelgenomen valt op dat in het merendeel van deze investeringen €2 miljoen of minder bedraagt (44%). Het percentage investeringen vanaf €5 miljoen of meer bedraagt 29% en het percentage investeringen tussen €2 en €5 miljoen betreft de resterende 27%. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat veel fondsen waarin DVI heeft deelgenomen nog niet uit geïnvesteerd zijn en eventuele verdere investeringstranches in Nederlandse portefeuillebedrijven kunnen doen (zie Dialogic, 2019a).

portefeuille ondernemingen toe zijn aan grote investeringsrondes waarin deze partijen niet kunnen voorzien. De overheid heeft in dit kader ook stappen ondernomen om te komen tot een integrale aanpak. De sectorspecifieke tenders onder de Seed Capital regeling sluiten nu beter aan bij belangrijke economische en maatschappelijk thema's. Een voorbeeld hiervan is de recent afgesloten Seed Capital Deep Tech tender waarbij Seed Capital fondsen worden opgezet gericht op het verschaffen van kleinere investeringsrondes aan bedrijven in deze sector. Dit sluit aan bij het Deep Tech fonds en het dakfonds Dutch Future Fund (beiden met fondsinvestering van Invest-NL) die zich weer richten op het verschaffen van grotere investeringsrondes die daarop volgen. Daarnaast is volgens geïnterviewden een goede samenwerking tussen Invest-NL en ROM's van belang. ROM's kunnen grotere investeringsvragen doorgeven en portefeuilleondernemingen voor vervolginvestering of co-investering aandragen. Daarnaast kunnen ROM's en Invest-NL hun voordeel doen met elkaars kennis, ondersteuningsprogramma's en netwerken. Een voorbeeld van de nauwere samenwerking ROM's en Invest-NL is het Deep Tech fonds. Dit fonds wordt gefinancierd door het Ministerie van EZK en Invest-NL, en is vormgegeven in samenwerking met de ROM's. Ook kent Invest-NL de ROM Range Extender. Hiermee kan Invest-NL een transactie van een ROM matchen als de ticket size voor hen te groot is en voor Invest-NL juist te klein. Deze is al enkele malen ingezet.

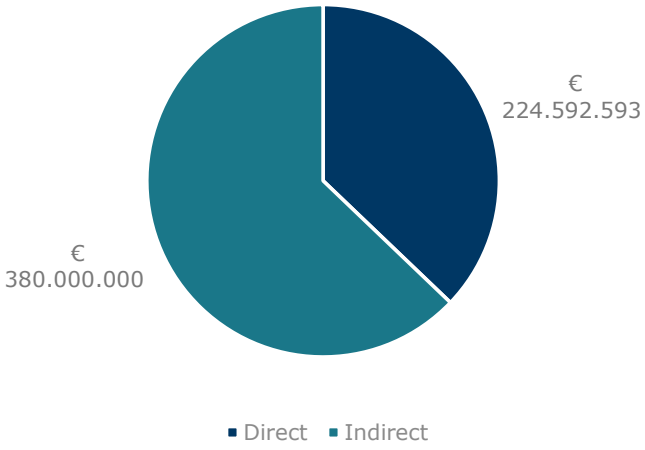
Tot slot, vervult Invest-NL een adviesrol bij het Nationaal Groeifonds en het Klimaatfonds over hoe men vanuit staatsperspectief de transitieopgaven kan financieren met verschillende instrumenten. Deze fondsen bieden Invest-NL volgens geïnterviewden ook de mogelijkheid tot samenwerking met name daar waar maatschappelijke impact groot is, maar het economisch rendement nog onvoldoende is. Dit kan in de vorm van *blended finance*. Het is volgens geïnterviewden aannemelijk dat ondernemers Invest-NL zien als de partij waar het lastiger is om geld te halen, terwijl het Nationaal Groeifonds en het Klimaatfonds subsidieregelingen zijn met 'gratis geld'. Daarentegen is het niet zo dat laatstgenoemden het gehele benodigde bedrag financieren; er zijn dus kansen voor samenwerking tussen deze fondsen en Invest-NL ("blended finance") die momenteel worden verkend. Het doel van de ontwikkeling van een dergelijk "blended finance" instrument is tweeledig. Enerzijds kan het helpen om de markt te voorzien van de juiste prikkels. Anderzijds houdt het de netto publieke lasten van de transitieopgaven zo laag mogelijk door het inzetten van een renderend element in de "blend".

3 Evaluatie Investeringstaak

In dit hoofdstuk staan we stil bij de Investeringstaak van Invest-NL. We geven eerst een feitelijk overzicht hoe de portfolio van investeringen van Invest-NL zich heeft ontwikkeld (paragraaf 3.1). Daarna gaan we in op de werkwijze die Invest-NL Capital hanteert om tot haar investeringen te komen (paragraaf 3.2). Daartoe hebben we op basis van een door Invest-NL aangeleverde dataset zo goed mogelijk gereconstrueerd hoe Invest-NL haar investeringsfunnel heeft ingericht. We presenteren in deze paragraaf ook een dossieranalyse van die cases die ver zijn gekomen in dit selectieproces, maar niettemin niet hebben geleid tot een investering. Vervolgens kijken we in hoeverre de negen randvoorwaarden waaraan Invest-NL moet voldoen bij haar investeringen knelpunten opleveren (paragraaf 3.3). Hierna reflecteren we op enkele aspecten van het investeringsproces, te weten 1) de investeringsafbakening (inclusief verhouding van de "breedte" en diepte doelstelling van Invest-NL, vraagstuk van lead-investorship en de verhouding tussen directe en indirecte investeringen van Invest-NL) en; 2) de afweging tussen financieel en maatschappelijk rendement (paragraaf 3.4). We sluiten af met een vraag in hoeverre Invest-NL compliant opereert als het gaat om milieu- en Arbowetgeving alsmede MVO (paragraaf 3.5).

3.1 Overzicht ontwikkeling investeringen Invest-NL

Van de €1,7 miljard die Invest-NL bij oprichting ter beschikking stond, is inmiddels in totaal €604,59 miljoen[80] gecommitteerd aan investeringsvolume per september 2022 (Figuur 14). Hiervan is afgerond 37% direct geïnvesteerd (€224,59 miljoen) en 63% betreft indirecte investeringen via fondsmandaten (€380 miljoen). Eind 2020 bedroeg het aandeel directe investeringen in de portefeuille 15% (Invest-NL, 2021, p. 20)[81].



Figuur 14: Gecommitteerd investeringsvolume Invest-NL per september 2022. Bron: [Invest-NL. Portefeuille].

[80] Dit bedrag is feitelijk afkomstig niet alleen uit de oorspronkelijke kapitaalallocatie van het Ministerie van Financiën, maar ook uit een lening vanuit het Ministerie van EZK en de Provincie Noord-Brabant van respectievelijk €75 miljoen (voor commitments in DFF en DACI) en €11,25 miljoen (voor commitments in Protix en Lightyear).

[81] Zie Invest-NL (2021), *Jaarverslag 2020. Morgen mogelijk maken*. Hierbij is de lening aan het duurzaam mkb fonds meegerekend bij indirecte investeringen.

Het gecommitteerd investeringsvolume is gebaseerd op inmiddels 52 investeringen (september 2022). Sommige partijen hebben meerdere financieringen verkregen van Invest-NL. In een bedrijf kan bijvoorbeeld met zowel met eigen vermogen als vreemd vermogen zijn geïnvesteerd. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de gecommitteerde investeringen per partij (per ultimo 2021). Vrijwel alle investeringsaanvragen waren afkomstig van het innovatieve mkb of van fondsen die gericht zijn op mkb-financiering.[82] Bij de fondsinvesteringen betreft het vrijwel uitsluitend innovatieve mkb-bedrijven, waarbij het DACI-mandaat ook gericht is op het brede mkb.

Als we kijken naar de proposities, blijkt dat het aantal aanvragen in 2021 ten opzichte van 2020 is gedaald. Het aantal in 2020 wordt echter vertekend door het aantal aanvragen die voor de start van Invest-NL al binnengekomen waren (en waarvan een groot aantal niet pasten binnen het mandaat van Invest-NL). Na verloop van tijd is het voor potentiële aanvragers duidelijker geworden in welke domeinen en onder welke voorwaarden Invest-NL kan financieren. Dit heeft tot gevolg dat het percentage goedgekeurde financieringen ten opzichte van het aantal aanvragen sinds de oprichting is gestegen.[83]

Tabel 1: Gecommitteerd investeringsvolume Invest-NL per ultimo 2021 per partij en gehanteerde financieringsvorm. Bron: Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021.

Partij	Instrument	Gecommitteerd investeringsvolume
Avantium	Toezegging lening	€ 30.000.000
Black Bear Carbon	Converteerbare lening	€ 2.500.000
CapitalT	Fondsmandaat	€ 5.000.000
DAB	Converteerbare lening	€ 1.000.000
Delft IMP	Aandelenbelang	€ 5.000.000
DOTT	Aandelenbelang	€ 4.000.000
DOTT	Aandelenbelang	€ 5.000.000
Dutch Alternative Credit Instrument (DACI) [84]	Fondsmandaat	€ 100.000.000
Dutch Future Fund (DFF) [85]	Fondsmandaat	€ 150.000.000
Dutch Security Tech Fund (DSTF)	Fondsmandaat	€ 5.000.000
EclecticIQ	Aandelenbelang	€ 4.000.000
EFFECT Photonics	Aandelenbelang	€ 4.999.340
EIF-aandelenbelang	Aandelenbelang	€ 6.211.190
EIF Co Invest	Fondsmandaat	€ 20.000.000
ETFF PMC	Financiële garantie	€ 6.621.053
ETFF BSB	Financiële garantie	€ 3.537.000
Innovation Industries Fund II	Fondsmandaat	€ 10.000.000
ISA Pharmaceuticals	Converteerbare lening	€ 8.000.000

[82] Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021.

[83] Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021.

[84] Sinds de lancering van DACI op 15 juli 2021 zijn er in 2021 twee toezeggingen gedaan voor financiering aan non-bancaire financiers: €10 miljoen euro voor zowel het Dutch Fresh Closed SME Fund I als het October SME IV.

[85] Het DFF (dat aanbieders van venture capital aan innovatieve Nederlandse bedrijven financiert) heeft per eind 2021 in totaal 13 durf- en groeikapitaalfondsen gefinancierd.

Partij	Instrument	Gecommitteerd investeringsvolume	
Leydenjar Technologies	Aandelenbelang	€	5.000.000
Microsure	Converteerbare lening	€	1.350.000
Nearfield Instruments	Aandelenbelang	€	3.500.000
Nearfield Instruments	Lening	€	7.000.000
Onera Technologies	Aandelenbelang	€	3.500.000
Onward Medical	Aandelenbelang	€	10.000.000
PMC	Overbruggingskrediet	€	140.000
Protix	Aandelenbelang	€	5.000.000
Protix	Converteerbare lening	€	7.500.000
SCW Systems	Aandelenbelang	€	15.000.000
Umincorp	Aandelenbelang	€	3.000.000
Umincorp	Converteerbare lening	€	6.000.000
Unovis NCAP Fund II	Fondsmandaat	€	10.000.000
ViCentra	Aandelenbelang	€	4.000.000
ViCentra	Converteerbare lening	€	10.000.000

Zoals uit bovenstaande tabel blijkt, hanteert Invest-NL verschillende investeringsvormen:

- **Aandelenbelangen**: bij een aandelenbelang investeert Invest-NL tegen een bepaalde prijs in aandelen van een onderneming. Bij een exit streeft Invest-NL ernaar om haar aandelen op gelijke wijze als de andere aandeelhouders te verzilveren.
- **Fondsmandaten**: via fondsmandaten investeert Invest-NL indirect, via andere fondsen, in bedrijven via eigen-vermogensinstrumenten en schuldinstrumenten.
- **Leningen**: Invest-NL verstrekt leningen aan ondernemingen tegen een bepaald rentetarief.
    - **Converteerbare leningen**: leningen die Invest-NL verstrekt, die omgezet kunnen worden in aandelen. Het voordeel van deze vorm is dat Invest-NL minder risico loopt vergeleken met een aandelenbelang, maar toch de mogelijkheid heeft om in een later stadium (als de onderneming succesvol is) tegen een afgesproken prijs aandelen te verkrijgen.
    - Invest-NL heeft ook de mogelijkheid om te investeren middels **achtergestelde leningen** (waarbij men in geval van een faillissement achter andere schuldeisers komt, maar hiervoor doorgaans wel een hogere rente vraagt), maar lijkt hier nog geen gebruik van te maken.
- **Financiële garanties**: middels een financiële garantie wordt (een gedeelte van) een schuld, verstrekt door een kredietverstrekker, terugbetaald door de garantieverstrekker (in dit geval Invest-NL) in geval van een faillissement van de onderneming, in ruil voor een garantieprovisie.[86]
- **Overbruggingskrediet**: Tot slot heeft Invest-NL in 2020 €100 miljoen beschikbaar gesteld voor het Tijdelijk Overbruggingskrediet Programma innovatieve Start- en Scale-ups (TOPSS), bedoeld om kapitaal te bieden (middels converteerbare

[86] Invest-NL heeft de verstrekte garanties aan BSB en PMC op de achtergestelde Energietransitie Financieringsfaciliteit (ETFF) leningen overgenomen van EZK.

leningen) aan start-ups en scale-ups tijdens de coronacrisis, maar geremd werden door het verminderde aanbod van risicokapitaal.

Ongeveer twee derde van het kapitaal is gecommitteerd aan fondsen, waarbij in interviews de verwachting is uitgesproken dat dit aandeel de komende jaren zal dalen. Invest-NL investeert indirect middels fondsmandaten, omdat deze fondsbeheerders bepaalde expertise hebben in bepaalde markten en technologieën. Ook biedt deelname aan fondsen toegang tot markten en bedrijven die vervolgens ook directe financiering bij Invest-NL kunnen aanvragen. Tot slot zorgt het investeren in fondsen ervoor dat zij grotere tickets kunnen financieren. Directe financiering wordt vooral ingezet bij financieringen die relevant zijn voor de transitie naar een CO_2-neutrale en circulaire economie. Ten opzichte van de markt biedt Invest-NL hoog risicodragend kapitaal en *venture debt*.

3.2 Wijze waarop Investeringstaak wordt uitgevoerd

3.2.1 Workflow investeringstaak

Op basis van een analyse van documentatie, één door Invest-NL aangeleverd omvangrijk databestand en toelichtende gesprekken is een inzicht in de workflow van de investeringstaak verkregen. Figuur 15 toont een schematische weergave van deze workflow. De beste manier om de afbeelding te begrijpen is door linksonder te beginnen (ter verduidelijking zullen we middels dikgedrukte woorden het centrale thema uit verschillende fases weergeven.)

Bij **doorverwijzing** worden verschillende manieren aangegeven *hoe* potentiële nieuwe projecten zich bij Invest-NL kunnen melden. Er zijn verschillende kanalen waar deze leads vandaan komen, zoals ROM's, RVO, adviseurs, investeerders, Business Development van Invest-NL, marktonderzoek van Invest-NL, LinkedIn, et cetera. Een deel van deze partijen doet direct een formele aanvraag, een deel gaat via de quick scan op de website. Op de **website** van Invest-NL is een quick scan te vinden[87] waar potentiële nieuwe projecten snel kunnen onderzoeken of Invest-NL mogelijk iets voor hen kan betekenen. Of andersom gedefinieerd: waarmee Invest-NL kan voorkomen dat allerlei partijen zich melden met projecten die evident buiten de scope van Invest-NL vallen.[88] Een deel van de bezoekers van deze website komt via een doorverwijzing binnen, een ander deel vindt zelf zijn weg naar deze website. De partijen die op basis van de quick scan worden afgewezen, krijgen een **afwijzing en doorverwijzing**. Er wordt aangegeven dat het plan niet gefinancierd kan worden door Invest-NL, maar dat er wellicht wel mogelijkheden liggen bij ROM's en RVO. Daarnaast kan een financieringswijzer[89] worden gedownload waar inzicht wordt gegeven in het financieringslandschap. Indien er een formele aanvraag wordt gedaan dan start het proces van **onboarding**. Hierin wordt door het onboarding team een snelle toets gedaan of de voorstellen evident uit de scope vallen. Als dit het geval is, dan worden ze afgewezen en doorverwezen. Anders wordt er een *GO* gegeven en gaan voorstellen naar de volgende fase. Vanaf deze fase begint het investeringsproces van Invest-NL:

1. Het **steering committee** voert een toets uit of aan bepaalde eisen wordt voldaan. Zo wordt er gekeken naar de ticket size, focus op Nederland, een no-go list voor direct

[87] [Invest-NL, quick scan]

[88] Er wordt gevraagd naar maatschappelijke impact, omvang van de investering, mate waarin contact is geweest met andere financiers, type organisatie (start-up, scale-up, et cetera), en de status van het businessplan.

[89] Invest-NL (2020). Financieringswijzer Invest-NL [Financieringswijzer]

funding (hierbij gaat het om additionaliteit)[90], een exemption list[91] en of er sprake is van het juiste thema. Dit kan leiden tot een *go* (naar de volgende fase), *no-go* (naar afwijzing) en *on hold.* In dit laatste geval is er meer data om deze beslissing te nemen. Binnen de steering committee wordt ook een secretaris aangewezen die meerdere verantwoordelijkheden heeft (analyse compleet maken, administratie etc.)[92].

2. In de **First Capital Analysis** wordt een toets uitgevoerd in welke mate het voorstel past met de investeringscriteria. Wederom kan het eindigen in *go, no-go* en *on hold*. Daarnaast kan hier ook *go* worden gegeven met voorwaarden waaraan nog voldaan moet worden. De besluitvorming wordt gedaan door het Deal Team Captain Overleg (DTCO) dat bestaat uit een senior, junior en idealiter ook een medewerker van business development.
3. Het **Engagement Committee** toetst in welke mate het voorstel past bij het mandaat van Invest-NL, of het past binnen de staatssteunkaders en de ESG, impact en Know Your Customers (KYC)[93] kaders. Wederom kan het eindigen in *go, no-go* en *on hold*. Het deal team voert de staatssteunanalyse uit die vervolgens wordt afgetekend door de legal afdeling. Op dezelfde manier voert het deal team de KYC-light analyse uit, die wordt afgetekend door de compliance officer. De impactanalyse wordt gedaan met de impact engineer.
4. In de **Team Fase** wordt de totale investeringscasus onderzocht. Wederom kan het eindigen in *go, no-go* en *on hold*. Team Fase voorstel wordt voorgelegd in een DTCO, dat bestaat uit aan aantal seniors van het Capital team die samen met de Directeur Capital besluiten of een propositie een go, aanhouden of no-go besluit krijgt.
5. Het **Investment Committee** is een belangrijke stap in het proces. Hier wordt een laatste integrale toets uitgevoerd en wordt het investeringsvoorstel wel of niet geaccordeerd. Ook hier kan het eindigen in *go, no-go* en *on hold*. Het Investment Committee bestaat uit het gehele MT. Verder zijn de afdelingen risk, legal en compliance bij deze stap betrokken en vindt er een volledige KYC-analyse plaats door een externe partij.
6. Bij **Signing & Closing** wordt een laatste controle uitgevoerd of de eerder gemaakte claims kloppen en of de eerder gestelde voorwaarden zijn gehaald. Hier is het interne legal team bij betrokken, alsook een externe legal partij die het deal team ondersteunt. De due diligence vindt plaats en de afdelingen legal en finance zijn betrokken. De closing memo wordt voorgelegd aan het IC.
7. Als de contracten zijn getekend, gaan projecten bij Invest-NL in **beheer**. Dit is een fundamenteel andere rol waarbij Invest-NL daadwerkelijk als financier optreedt. Ze nemen

---

[90] De lijst met 'no go areas' voor direct funding betreft typen investeringen die Invest-NL niet doet, omdat Invest-NL hierbij niet additioneel is, geen falen oplost of niet de benodigde expertise in huis heeft. Dit betreft kleine mkb-leningen, grote infrastructuur, onrendabele investeringen, aandelen van grote bedrijven, buy outs en herfinanciering, en vastgoed.

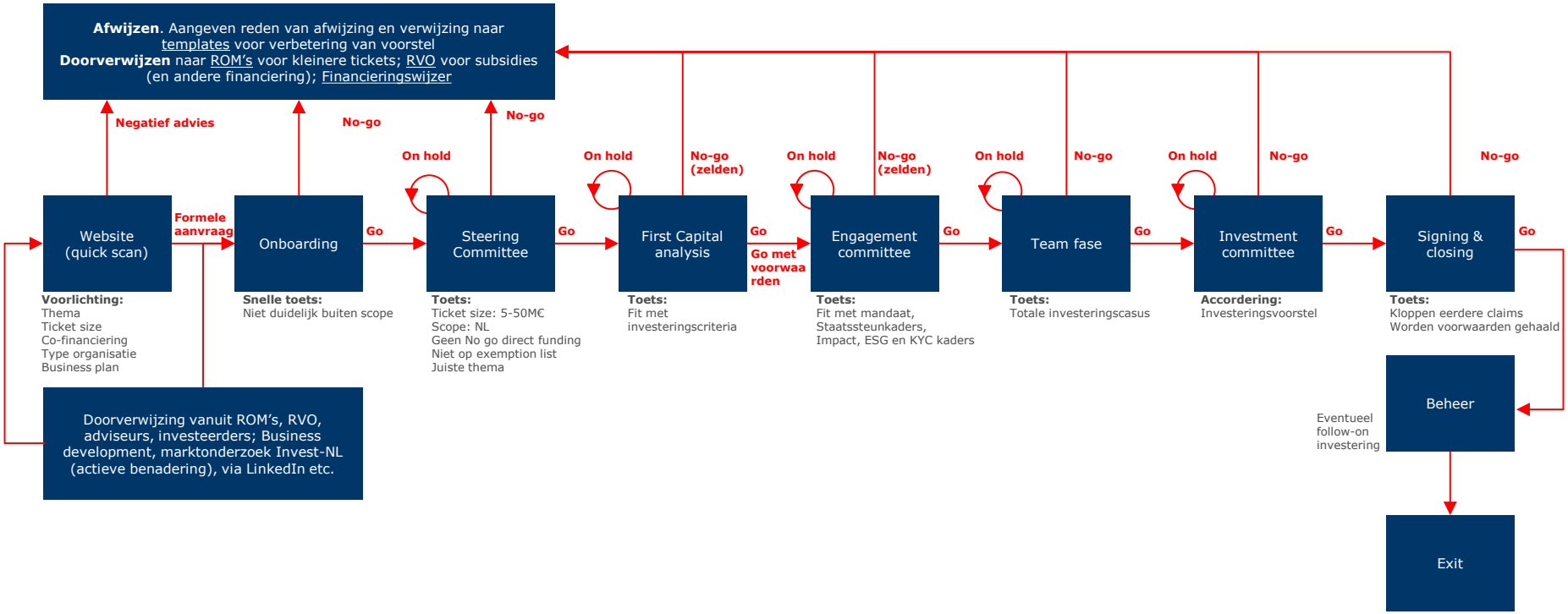
[91] Invest-NL hanteert een *exemption list* van activiteiten die een onderneming sowieso niet mag uitvoeren wil het in aanmerking komen voor financiering. Hierbij gaat het bijvoorbeeld om de verkoop, handel of productie van drugs, wapens en ammunitie; energieproductie uit fossiele brandstoffen; fossiele brandstoffen als belangrijke input in het productieproces en geen doel om CO_2-uitstoot significant te reduceren.

[92] Tot medio 2021 werkte Invest-NL met één centrale steering committee voor alle aanvragen. Sinds de oprichting van de themateams in 2021 is er één centrale onboarding voor formele check, waarna steering committees per themateam de hen toegewezen proposities beoordelen op geschiktheid voor verdere opname in het Business Development of Capital proces.

[93] Met de Know Your Customer (KYC) check kijkt Invest-NL naar mogelijke integriteitsrisico's. Invest-NL streeft ernaar te voorkomen dat het betrokken raakt bij integriteitsschendingen, waaronder witwassen, terrorisme financiering, corruptie en fraude.

bijvoorbeeld een rol als aandeelhouder in en hebben een observerende rol in de RvC. Er kan mogelijk sprake zijn van additionele investeringen.

8. De financieringsrol die Invest-NL heeft is eindig en op een gegeven moment zal er sprake zijn van een **exit**. In dit geval eindigt de financieringsrol van Invest-NL. Dit kan doordat de termijnen van een financieringsinstrument zijn verstreken, denk aan het afbetalen van een lening. Het kan echter ook zo zijn dat Invest-NL haar aandelen verkoopt aan een andere partij.



Figuur 15. Schematische weergave van de workflow van de investeringstaak van Invest-NL.

3.2.2 Kwantitatieve analyse van de workflow

Uiteraard archiveert Invest-NL de communicatie met partijen die een voorstel indienen. De input die partijen leveren en de analyses die Invest-NL hierover uitvoert worden opgeslagen in de systemen van Invest-NL. Dit heeft typisch de vorm van PDF- en Word-bestanden. Daarnaast slaat Invest-NL ook de metadata over de projecten op in een doorzoekbare database. Hier wordt bijvoorbeeld opgeslagen waar de lead vandaan kwam, wanneer het eerste voorstel werd ingediend, welke beoordeling in welke fase werd gegeven, et cetera. Door de aanwezigheid van dit bestand is het mogelijk om eenvoudig integrale analyses uit te voeren op de portfolio. Zonder honderden documenten te moeten doorgelezen, kan eenvoudig een vraag worden beantwoord als: *hoeveel aanvragen kreeg Invest-NL in 2021 die een GO kregen van het Steering Committee?* We hebben van Invest-NL het bestand met projectdata ontvangen. Dit bestand is geüpdatet tot en met 14 juli 2022. Middels een toelichtend gesprek met de persoon die verantwoordelijk is voor het beheer van dit databestand is een beter inzicht verkregen in de opzet hiervan. In het databestand staan 413 projecten waarvan 63 eigenschappen worden bijgehouden. Onze conclusie is dat het databestand van onvoldoende niveau is hoogwaardige analyses uit te voeren. Grofweg zijn er drie problemen:

- Relatief veel eigenschappen van projecten zijn simpelweg niet ingevuld terwijl dat wel het geval zou moeten zijn. Een voorbeeld is de eigenschap "project location" die aangeeft in welke provincie de activiteit gaat plaatsvinden. Van 364 van 413 projecten is dit ingevuld, voor de resterende projecten weten we dit niet. Het is lastig te bepalen welk deel van de data mist[94], maar uit onze analyse komt naar voren dat het dermate hoog is dat we niet met hoge zekerheid uitspraken kunnen doen.
- In het databestand dat wij ontvingen was er geen eenduidige codering gebruikt voor in het invullen van eigenschappen. Hierdoor is het lastig te interpreteren wat exact bedoeld wordt en hoe data geaggregeerd kan worden. Een aardig voorbeeld is de herkomst van de lead. Een deel van de leads komt uit het eigen netwerk, maar hiervoor worden allerlei verschillende termen gebruikt: INNL medewerker BD, INNL medewerker CAP, INNL employee CAP, Eigen netwerk, INNL medewerker, INNL employee BD en INNL medewerker Overig. Deze termen betekenen deels hetzelfde, deels zijn het overlappende concepten, maar deels zijn het ook verschillende concepten. Normaal gesproken worden er in een databestand antwoordcategorieën gebruikt die wederzijds uitsluitend en collectief uitputtend (MECE) zijn. Invest-NL is zich bewust van de tekortkomingen van de data en werkt aan het implementeren van drop down menu's, naast het gebruiken van tekstanalyse en methodes om in Power BI de historisch ingevulde data op de juiste manier te categoriseren.
- Er zitten fouten in de dataset. De wijze waarop bepaalde projecten zijn ingevuld komt niet overeen met de workflow. Een project kan bijvoorbeeld niet een bepaalde stap worden afgewezen en in een stap *daarna* positief worden beoordeeld. Doordat er veel missende data is, is bovendien lastig te achterhalen in welke mate data correct is. De dataset kent dus enkele structurele problemen die tot onnauwkeurigheid leiden, hoewel Invest-NL data-analyse en andere methoden (Power BI) toepast om dit te verminderen.

Ondanks de bovenstaande voorbehouden hebben we toch een analyse gemaakt van de uitkomsten van de workflow. Om dit te kunnen doen hebben we in sommige gevallen aannames

[94] Dat komt vooral om dat sommige eigenschappen voor bepaalde projecten niet bestaan. Indien een project in de eerste stap wordt afgewezen, dan zijn alle eigenschappen voor vervolgstappen niet meer relevant. Indien zou worden weergegeven dat bepaalde eigenschappen de waarde *niet van toepassing* hadden gekregen, dan zouden we deze analyse wel kunnen uitvoeren. Nu zien wel alleen veel lege cellen en kunnen we geen onderscheid maken tussen cellen die wel of niet correct leeg zijn gelaten.

moeten maken hoe de data gecodeerd is en heeft Invest-NL ook input geleverd om de data verder te duiden. Het bepalen van de uitkomsten van de beslissingen per stap bleek echter relatief eenvoudig en we hebben er vertrouwen in dat het voor het overgrote deel correct is.[95] Figuur 16 toont de uitkomsten van onze analyse. Onder de figuur wordt dit nader toegelicht.

In totaal zijn er 907 projecten uit de **onboarding** fase gekomen. Er is data over de hoeveelheid projecten die de **steering committee** fase zijn ingegaan en hieruit zijn doorgegaan. De data over partijen die de lead hebben aangedragen is niet uniform gecodeerd, maar we hebben geclusterd rond een aantal thema's.[96] Invest-NL medewerkers is de grootste groep met 478 projecten. De website zorgt voor 253 projecten. Daarnaast hebben we een groep ketenpartners (47 projecten) benoemd waarin partijen vallen als ROM's, RVO, banken, adviseurs, Rijksoverheid, co-investeerders en corporate finance intermediairs. Daarnaast is er nog een categorie overig (54 projecten) en is van 75 projecten niets bekend.

Bij de volgende fases wordt middels de groene bollen aangegeven hoeveel projecten een bepaalde beoordeling hebben gekregen. Hier wordt direct duidelijk waarom we moeite hebben met het interpreteren van de data. Er komen 413 projecten met een Go uit het **steering committee (SC)**. Bij de **first Capital analysis (FCA)** hebben 89 projecten een Go gekregen, echter zijn er 306 onduidelijk geregistreerde projecten (dit lijken vooral afgewezen projecten te zijn). Ook bij de **engagement committee (EC)** zijn er van deze 89 projecten 38 onduidelijk geregistreerd. Verder zijn er in de **team fase (TF)** 45 projecten als Go gemarkeerd, maar hebben uit de daaropvolgende fase **investment committee (IC)** 47 projecten een Go gekregen. Volgens de data is er in 40 projecten geïnvesteerd (tot 14 juli 2022). Dat is bijna 10% van het totaal aantal aanvragen dat het investeringsproces of funnel van Invest-NL haalt.

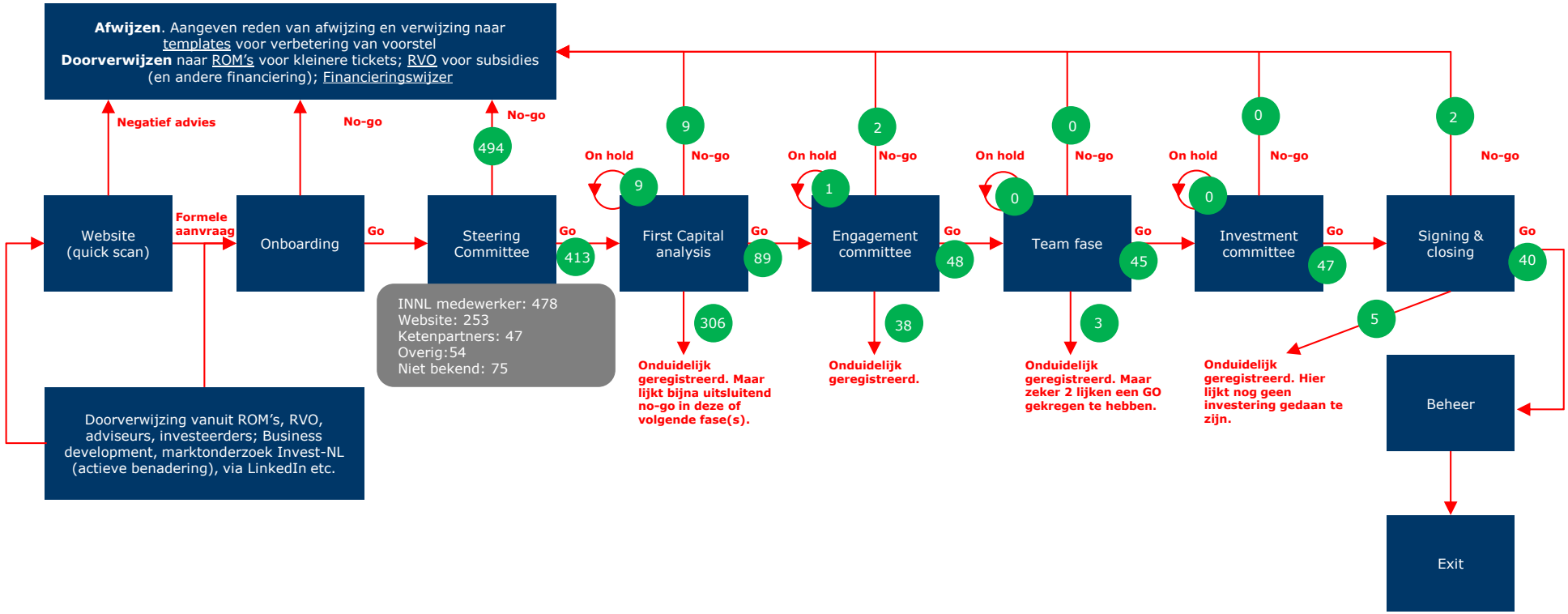
Ongeacht de beperkingen in de data, kunnen we toch met voldoende zekerheid enkele conclusies trekken over de uitkomsten van de workflow. Van de 413 projecten die door de SC kwamen, hebben er 47 geleid tot een positieve beslissing van het investment committee en werd er in 40 projecten daadwerkelijk geïnvesteerd (tot 14 juli 2022). Verder kennen vooral de fases SC en FCA een relatief hoge mate van afwijzing.

Invest-NL heeft zelf ook analyses uitgevoerd op deze dataset. Daarbij hebben ook zij bepaalde aannames moeten doen om te corrigeren voor de onvolkomenheden van de data. Hieruit komt naar voren dat meer dan 100 projecten in de pijplijn zitten. Ook wordt er bevestigd dat in de SC een groot deel (82%) van de afwijzingen voorkomt.

---

[95] De verwachting was uiteraard dat een typische stap als uitkomst: *go, no-go* of *on hold* zou hebben. Wat we in de praktijk zagen was bijvoorbeeld *Aanhouden, Afgewezen, Go, No Go* en *On hold*.

[96] Met data-analyse kan Invest-NL dit wel inzichtelijk maken voor haar eigen analyses (met de 'CAP analytics tool').



Figuur 16. Schematische weergave van de uitkomsten van de workflow van de investeringstaak van Invest-NL (de data in dit bestand is geüpdatet t/m 14 juli 2022).

Tot slot van deze paragraaf een reflectie op de interne processen van Invest-NL met betrekking tot de kwaliteit van de database. We zijn kritisch op de kwaliteit van het databestand, maar veel minder op de interne processen van Invest-NL die hebben geleid tot dit bestand. Hiervoor hebben we een aantal argumenten:

- Het correct vullen en bijhouden van een dergelijk databestand vergt veel tijd en inzet. Het gaat om (413 projecten keer 63 eigenschappen) 26.019 parameters die correct moeten zijn. Een deel van deze eigenschappen veranderen over de tijd. Het gaat bijvoorbeeld van *on hold* naar *go*. Bovendien kunnen deze eigenschapen alleen worden ingevuld door medewerkers van Invest-NL die betrokken zijn bij de trajecten en kan het dus niet centraal door één medewerker worden bijgehouden.
- Het is niet mogelijk een dergelijk bestand goed op te zetten bij de oprichting van Invest-NL. Toen was immers niet geheel duidelijk hoe de workflow eruit zou komen te zien en wellicht zijn er over de tijd ook wel enkele kleine wijzigingen aangebracht. Ook was het vooraf niet altijd bekend welke mogelijke waarden mogelijk waren voor bepaalde eigenschappen (nu is het bijvoorbeeld duidelijk dat medewerkers van Invest-NL veel leads aandragen, vooraf was dit wellicht minder evident). Een dergelijke database heeft tijd nodig om zich organisch te ontwikkelen.
- Invest-NL is zich bewust van de gebrekkige kwaliteit van deze dataset en spant zich nu actief in om de kwaliteit van de dataset te vergroten. Doordat alle data in principe aanwezig zou moeten zijn in de organisatie, is dit prima uitvoerbaar. Het is alleen een arbeidsintensieve bezigheid.
- De auteurs van dit rapport hebben veel ervaring met evaluaties en wij hebben geregeld gezien dat een dergelijk databestand ontbrak of veel minder relevante data bevatte. Invest-NL is in ieder geval bezig om een dergelijk bestand te maken.

3.2.3 Dossieranalyse afgewezen aanvragen

In deze paragraaf gaan we in op de dossiers die afgewezen zijn.[97] Dit doen we allereerst op het niveau van alle dossiers die afgewezen zijn. Daarna gaan we in op een meer selecte set aan dossier die in een late fase zijn afgekeurd.

Analyse op hoofdlijnen van alle dossiers

In de vorige paragraaf verwezen we naar analyses die Invest-NL zelf heeft uitgevoerd op haar data. Uitermate interessant is verder de uitsplitsing van (de belangrijkste) reden van afwijzing, zie de onderstaande tabel.[98] Hierbij gaat het over alle afwijzingen van de fase steering committee tot en met signing and closing. Het maakt duidelijk dat een kwart van de voorstellen inhoudelijk niet in de scope past. Om binnen de strategische scope te passen moet aan een aantal voorwaarden worden voldaan, zoals:[99]

- De investering moet binnen de doelen en dus binnen één van de vijf buckets (focusgebieden) vallen

---

[97] In het kader van afgewezen dossiers is het ook goed om te benoemen dat Invest-NL een klachtenregeling kent, die makkelijk te vinden is via de contact sectie op de website. In 2021 heeft Invest-NL geen (mededingings-)klachten ontvangen.

[98] Projecten hebben vaak meerdere redenen van afwijzing. De afgewezen projecten zijn daarom gecodeerd op de belangrijkste reden van afwijzing op basis van de volgende rangorde: geen additionaliteit; geen geografische match; geen contact (*loss of connection*); geen overtuigend businessplan; projectvoorstel is kwalitatief onvoldoende; te *early stage*; niet in strategische scope; te laag financieringsbedrag gevraagd; anders.

[99] Invest-NL (2021). Investeringsbeleid Invest-NL Versie 2.5.

- Er wordt geen onrendabele top gefinancierd
- Er wordt geen subsidie verstrekt
- De investering moet voor nieuwe economische activiteit zijn (fresh money, geen overnames)
- Vastgoed is uitgesloten van financiering

Daarnaast vraagt ruim 10% van de aanvragers simpelweg een te laag bedrag. Deze partijen worden waar mogelijk door Invest-NL doorverwezen naar andere partijen (zoals ROM's en financieringsregelingen van EZK)[100].

Tabel 2. Verdeling van de reden van afwijzing van projectvoorstellen[101]

Reden van afwijzing	Aandeel
Niet in strategische scope	25,8%
Geen additionaliteit	22,3%
Te laag financieringsbedrag gevraagd	10,8%
Projectvoorstel is kwalitatief onvoldoende	9,4%
Te early stage	7,9%
Geen geografische match	5,7%
Geen overtuigend businessplan	5,1%
Anders	4,6%
Niet bekend	4,5%
Geen contact (loss of connection)	3,9%

Om het bovenstaande profiel goed te kunnen duiden, is het wellicht handig om te kijken naar andere manieren waarom middelen worden verdeeld. Bij inkooptrajecten zien we typisch een gelaagd model. Allereerst wordt gekeken of het voorstel aan de eisen voldoet (op basis van selectiecriteria), van de voorstellen die hieraan voldoen wordt het beste voorstel gekozen (op basis van gunningscriteria). Bij toekenning van andere schaarse middelen, zoals subsidies, zijn verschillende methodes in gebruik. Soms worden de beste voorstellen gehonoreerd, soms worden alle voorstellen gehonoreerd, soms worden de voorstellen die als eerst indienen gehonoreerd (*first come, first served*). De gemene deler is echter ook dat hier in alle gevallen eerst aan de harde eisen moet worden voldaan.

Vanuit het bovenstaande perspectief kunnen we ook kijken naar de redenen voor afwijzing bij Invest-NL. In welke mate is er sprake van afwijzing van voorstellen die objectief niet aan de harde eisen voldoen? Van twee redenen van afwijzing kunnen we overtuigend zeggen dat het harde eisen zijn: het aanvragen van een te laag financieringsbedrag en de geografische match. Samen goed voor circa 16%. Twee andere redenen (niet in strategische scope en geen additionaliteit, samen goed voor circa 48%) zijn ook harde eisen, maar hier zou in sommige gevallen discussie kunnen zijn over de beoordeling. Bij sommige cases kunnen we ons afvragen of iets voldoende duurzaam of Deep Tech is en daarover kunnen meningen verschillen. Eigenlijk zijn er maar twee redenen (geen overtuigend businessplan en

[100] Het aantal doorverwijzingen is in de praktijk beperkt omdat Invest-NL in een ecosysteem zit waar aanvragers vaak bij meerdere partijen tegelijktijdig aankloppen (bv. de ROM's). Er is wel veel interactie met o.a. de ROM's over dergelijke cases en er vindt dan ook regelmatig cofinanciering met ROM's plaats.

[101] Interne analyse Invest-NL

projectvoorstel is kwalitatief onvoldoende, samen goed voor ongeveer 14%) die relatief sterk subjectief zullen zijn.

Het bovenstaande betekent dat Invest-NL relatief weinig invloed heeft kunnen uitoefenen op de selectie van de dossiers. Met andere woorden, gegeven de kaders die Invest-NL heeft (gekregen), is de huidige selectie voor een heel groot deel de juiste selectie. Andere tactische of operationele afwegingen van Invest-NL of andere medewerkers die de voorstellen zouden moeten beoordelen, zou maar heel beperkt tot een andere selectie hebben geleid.

Detailanalyse van dossiers die in een laat stadium zijn afgewezen

In de vorige paragraaf werd duidelijk dat veel aanvragen zijn afgewezen simpelweg omdat ze niet aan de formele eisen voldeden. Het is aannemelijk dat deze afwijzingen in een vroege fase plaatsvinden. Dit soort eisen zijn immers vrij eenvoudig (en eenduidig) vast te stellen. Van de dossiers die in een latere fase zijn afgewezen, kan worden beargumenteerd dat hier meer subjectiviteit in de beoordeling zat. Daarom voeren we een meer gedetailleerde analyse uit van deze set aan dossiers. In totaal zijn er 19 cases[102] in meer detail geanalyseerd, we beschrijven hieronder kort waarom deze cases zijn afgewezen[103]:

- Case 1: Deze case is afgewezen omdat er twijfel was over de additionaliteit van Invest-NL. Het bedrijf had een duidelijke softwarecomponent en er leek veel belangstelling voor te zijn vanuit de markt. Uiteindelijk heeft dit bedrijf ook zonder hulp van Invest-NL de gewenste investeringen opgehaald op de markt. Ook viel de gevraagde financiering tussen een Tijdelijk Overbruggingskrediet innovatieve Start en Scale ups (TOPSS) (tot €2 miljoen) en een reguliere aanvraag (vanaf €5 miljoen) in, daarmee viel het buiten de financieringsscope van Invest-NL.
- Case 2: Deze case is afgewezen omdat de waardering van het bedrijf als te hoog werd ervaren en de additionaliteit van Invest-NL beperkt leek. Het bedrijf was duidelijk nog in ontwikkeling, maar de waardering was al aanzienlijk. De hoge waardering kwam mede door de populariteit van vakgebied waar het bedrijf actief in is. Uiteindelijk is er in de markt meer geld opgehaald dan beoogd, en was er dus inderdaad geen sprake van additionaliteit.
- Case 3: Deze case is afgewezen op basis van een combinatie van factoren. Allereerst was de CO_2-impact onvoldoende gekwantificeerd, en leek deze zeer beperkt. Ten tweede was het bedrijf nog heel erg vroeg in haar ontwikkeling en daardoor onzeker. Tot slot was de gevraagde financiering eigenlijk te klein voor Invest-NL. Dit bedrijf heeft uiteindelijk de gewenste financiering opgehaald in de markt.
- Case 4: Deze case betreft de oprichting van een fonds. Er is hier wel financiering verstrekt, maar uiteindelijk kon het fonds de financiële middelen niet wegzetten omdat er onvoldoende vraag bleek vanuit de markt. Een jaar na oprichting is het fonds opgeheven en heeft Invest-NL het door haar beschikbaar gestelde bedrag teruggekregen.
- Case 5: Over deze case was Invest-NL initieel positief op basis van de scope en de impact van het project. Er ontstond echter twijfel over de managementstructuur/aandeelhouderschap (veel invloed van de huidige aandeelhouder) en de Nederlandse dealflow. Op basis van deze zorgen is de case afgewezen. Uiteindelijk is de financiering rondgekomen met marktpartijen.

---

[102] Dit zijn de 19 cases die in het databestand een Go hebben gekregen bij de fase FCA, maar die vervolgens toch zijn afgewezen (waarbij er een reden voor afwijzing is ingevuld in de dataset).

[103] We hebben bij de omschrijving van de cases bewust weinig case-specifieke informatie gebruikt (bv. sector of omvang ticket) om anonimiteit en vertrouwelijkheid te waarborgen.

- Case 6: Deze case is afgewezen omdat de gevraagde financiering uiteindelijk toch te klein was en omdat de impact te beperkt (en indirect) werd geacht. Het is niet bekend of de investering uiteindelijk is opgepakt door marktpartijen.
- Case 7: Invest-NL was positief over deze case en de case werd dan ook goedgekeurd tijdens de FCA-fase. Vervolgens heeft Invest-NL lange tijd niks van deze partij vernomen. Uiteindelijk kreeg Invest-NL bericht dat ze de financiering rond hadden gekregen met een marktpartij.
- Case 8: Deze case heeft haar businesscase gedurende het traject aangepast. Deze aanpassing zorgde voor een verlaging van het risicoprofiel, waardoor het reguliere bankfinanciering kon ophalen. Invest-NL was dus niet meer additioneel.
- Case 9: Deze case werd nog goedgekeurd tijdens de FCA, maar er waren wel een aantal aandachtspunten. Het grootste bezwaar was de (ervaring van) het team, ook bleek deze case al te ver in de investeringsperiode waardoor Invest-NL niet meer kon aansluiten.
- Case 10: Deze case is afgewezen omdat de CO_2-impact te beperkt was. Er is nog met de auteur van de Life Cycle Analysis (LCA) gesproken om de mogelijke impact in meer detail te bespreken. Uiteindelijk bleek deze impact onvoldoende en is de case afgewezen. Het is niet duidelijk of deze case uiteindelijk nog gefinancierd is door de markt.
- Case 11: Deze case is uiteindelijk afgewezen vanwege het ontbreken van een concurrentieclausule en een onduidelijke managementstructuur. Invest-NL heeft deze aandachtspunten meegegeven, maar het bedrijf in kwestie wilde deze punten niet aanpassen. Uiteindelijk is de financiering opgepakt door de bestaande aandeelhouder.
- Case 12: Deze case betreft een investering in een buitenlands fonds met een nieuwe, innovatieve fondsstructuur. Invest-NL was niet overtuigd dat deze nieuwe fondsstructuur effectief zou zijn in de praktijk. Ook was er twijfel over de Nederlandse dealflow: er was geen garantie dat twee keer het geïnvesteerde bedrag terug geïnvesteerd zou worden in Nederlandse ondernemingen. Op basis van deze twee zorgen is er besloten om de case af te wijzen.
- Case 13: Deze case is afgewezen omdat de compliance officer betwijfelde of het bedrijf in kwestie wel in lijn opereerde met de sanctie wet- en regelgeving. Op basis hiervan volgde een negatief advies van de engagement committee en is de case afgewezen.
- Case 14: Invest-NL heeft zich bij deze case teruggetrokken omdat er een private investeerder was die het gehele ticket wilde financieren. Er was dus geen sprake meer van additionaliteit.
- Case 15: Deze case betreft een investering in een fonds. Dit fonds had haar minimale bedrag al opgehaald (dus additionaliteit was beperkt) en er waren te veel aandachtspunten om daar nog extra geld in te investeren. De voornaamste aandachtspunten waren (de ervaring en expertise van) het team, de pijplijn en de structurering van (management) fees.
- Case 16: Bij deze case bleek tijdens de analyse van het businessmodel dat de marges veel te klein waren. Het businessmodel was dus niet voldoende. Uiteindelijk hebben de bestaande aandeelhouders de financiering verzorgd, en is er geen externe financiering meer opgehaald.
- Case 17: Deze case betreft een investering in een fonds. De case is afgewezen omdat er onvoldoende vertrouwen was in het functioneren van het fonds. Dit gebrek aan vertrouwen was gebaseerd op een track-record dat niet goed was. Ook was er onvoldoende vertrouwen dat het fonds voldoende Nederlandse dealflow zou genereren. Op basis van deze zorgen is de case afgewezen.

- Case 18: Voor deze case geldt hetzelfde als voor case 14: Invest-NL heeft zich bij deze case teruggetrokken omdat er een private investeerder was die het gehele ticket wilde financieren. Er was dus geen sprake meer van additionaliteit.
- Case 19: Bij deze case had de lead-investor de investering gestaakt (door toedoen van de oorlog in Oekraïne). Hierdoor ging de investeringsronde simpelweg niet door.

Het merendeel van de aanvragen is afgewezen op formele gronden en dus niet op de beoordeling van de business case. Dit blijkt uit een meer gedetailleerde analyse van 19 afgewezen aanvragen die leken te voldoen aan alle voorwaarden voor een investering door Invest-NL maar toch redelijk ver in de funnel zijn afgewezen en dus uiteindelijk geen financiering vonden bij Invest-NL. Formele redenen, veel meer dan inschattingen van de business cases door Invest-NL, blijken vaak de oorzaak voor afwijzing. Relatief vaak blijken toch nog derde financiers bereid in te stappen en is er dus geen sprake is van additionaliteit. Uiteindelijk blijft er zo maar een heel beperkte set van proposities over waarop Invest-NL kan instappen. Anders geformuleerd: er is maar een klein domein waarop enerzijds proposities passen binnen de opdracht van Invest-NL en de markt niet haar werk doet.

Al met al lijkt de workflow bij investeringen door Invest-NL logisch ingericht te zijn. Er is in de eerste jaren van haar bestaan een groot aantal aanvragen gedaan, maar het overgrote groot deel daarvan is in de eerste fasen van de funnel afgewezen, voornamelijk doordat de markt nog onvoldoende bekend was met de opdracht en scope van Invest-NL en ook Invest-NL zelf haar focus nog moest vinden. Inmiddels weet de markt beter welk typen aanvragen bij de focus van Invest-NL aansluiten en neemt het aantal aanvragen en het aandeel afwijzingen af.

3.3 In hoeverre zijn negen randvoorwaarden werkbaar?

Invest-NL moet bij de uitvoering van de investeringstaak voldoen aan de negen eerder beschreven randvoorwaarden (zie Box 2). Op basis van de gevoerde gesprekken ontstaat het beeld dat de gestelde randvoorwaarden Invest-NL niet (te veel) beperken bij de uitvoering van de investeringstaak. Er wordt daarbij aangegeven dat de gestelde randvoorwaarden logisch zijn gezien het type (publiek) en de hoeveelheid geld dat Invest-NL beheert.

Voor de controle op het voldoen aan de randvoorwaarden zijn templates opgesteld. Zo is er een template voor de controle op additionaliteit waarbij om twee 'kwalitatieve' afwijzingen van de betreffende case door marktpartijen wordt gevraagd[104] (afwijzingen door marktpartijen die normaliter financiering zouden kunnen verstrekken aan de case). Ook hebben wij het template voor de controle op staatssteun ingezien. Dit template is aanzienlijk langer en vereist onder andere een toetsing van de case op doelstellingen van Invest-NL, een onderbouwing van de bijdrage van de case aan de Nederlandse economie, een onderbouwing dat de case niet leidt tot *crowding-out* en een bevestiging dat de business case positief is. Middels dit template wordt er dus getoetst op het voldoen aan meerdere randvoorwaarden. Het Capital team vult dit template in en dit wordt vervolgens beoordeeld door een interne jurist.

Box 4: Hoeveel ruimte heeft Invest-NL om niet volledig marktconform te opereren?

Eén van de randvoorwaarden bij financieringen van Invest-NL is dat er geen sprake mag zijn van ongeoorloofde staatssteun. De staatssteunrichtlijnen van de Europese Commissie zijn leidend in het bepalen of hier sprake van is. De commissie heeft een analyse gepresenteerd over

[104] Een gesprekspartner geeft overigens wel aan dat dit door bedrijven wel als een grote belemmering zou kunnen worden ervaren en stellen voor dat deze toets creatiever ingeregeld zou moeten worden. Op welke wijze deze toets dan ingericht zou moeten worden is niet besproken.

de staatssteun in relatie tot Invest-NL.[105] Voor wat betreft de investeringstak van Invest-NL komt zij tot de volgende conclusies.

- Invest-NL zal de voorkeur geven aan financieringen op basis van het Market Economy Operator (MEO) principe. Met andere woorden: ze moeten zich net zo gedragen als marktpartijen die op deze financiële markt opereren. Dit kan op twee manieren vorm krijgen.
    - Financieren onder exact gelijke condities (zoals looptijd, rente, instapmoment, senioriteit) als waaronder een private investeerder tegelijkertijd acteert. Met andere woorden: een private partij en Invest-NL stappen tegelijkertijd in onder exact gelijke condities. Dit wordt ook wel *pari passu* genoemd.
    - Indien het bovenstaande niet mogelijk is, dan moet Invest-NL marktconformiteit op een andere manier aantonen. Dat kan door naar vergelijkbare situaties te verwijzen. Ook kan gebruik worden gemaakt van tabellen met rentepercentages en *safe harbour premies* die de Commissie als referentie heeft afgegeven.

Alleen als het realiseren van maatschappelijk rendement dit vergt, kan worden afgeweken van het MEO-principe. Dat kan op drie manieren worden vormgegeven:

- Via de de-minimisverordening, waarbij wederom de algemene variant de meest relevante is.[106] Grofweg betekent dit dat er sprake kan zijn van een subsidie - in dit geval typische in de vorm van een lagere rente[107] - van maximaal €200.000 over een periode van 3 jaar.
- Via groepsvrijstellingsverordeningen, waarvan de algemene groepsvrijstellingsverordening (AGVV)[108] de meest relevante is.[109] Dit is een complexe regeling die zich lastig kort laat samenvatten. De voornaamste eigenschappen zijn dat het (1) alleen betrekking mag hebben op specifieke categorieën steun, (2) er sprake moet zijn van transparant proces, (3) het steunbedrag is gemaximeerd, (4) er sprake moet zijn van een stimulerend effect.[110]
- Via een positief besluit van de Commissie over een specifieke financiering die betrekking heeft op:
    - Onderzoek, ontwikkeling en innovatie[111]
    - Risicofinanciering[112]
    - Milieubescherming en energie[113]

---

[105] Europese Commissie (2019). Steunmaatregel SA.47821 (2019/N) – Nederland – Invest-NL.

[106] Europese Commissie (2013). Verordening (EU) nr. 1407/2013 van de Commissie van 18 december 2013 betreffende de toepassing van de artikelen 107 en 108 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie op de-minimissteun [eur-lex.europea.eu]

[107] Voorbeeld: Een onderneming leent €1.000.000 per jaar van Invest-NL. De rentesubsidie mag per jaar €66.666 bedragen. Dat betekent dat een lening niet meer dan 6,66 procentpunt lagere rente mag hebben dan wat marktconform wordt aangeboden.

[108] Europese Commissie (2014). Verordening (EU) nr. 651/2014 van de Commissie van 17 juni 2014 waarbij bepaalde categorieën steun op grond van de artikelen 107 en 108 van het Verdrag met de interne markt verenigbaar worden verklaard [eur-lex.europea.eu]

[109] Er zijn specifieke regelingen voor landbouw en visserij, maar die lijken hier weinig relevant. Voor de de-minimisverordening geldt grofweg hetzelfde.

[110] Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (2020). Handleiding Algemene Groepsvrijstellingsvordering [europadecentraal.nl]

[111] Europese Commissie (2014). Kaderregeling betreffende staatssteun voor onderzoek, ontwikkeling en innovatie [eur-lex.europea.eu]

[112] Europese Commissie (2014). Richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicofinancieringsinvesteringen [eur-lex.europa.eu]

[113] Europese Commissie (2014). Richtsnoeren staatssteun ten behoeve van milieubescherming en energie 2014-2020 [eur-lex.europa.eu]

Het bovenstaande betekent dat Invest-NL in sommige gevallen enige ruimte heeft om niet volledig marktconform te opereren.

Tot slot hebben we uitvoering besproken op welke wijze Invest-NL invulling geeft aan de 'transparantie' randvoorwaarde. Enerzijds doet het dit door op de website en in de (publiek beschikbare) jaarverslagen precies te tonen welke investeringen doen en welke ontwikkelactiviteiten ze uitvoeren. Invest-NL geeft daarbij aan dat het tot doel heeft om de komende tijd de financieringsvoorwaarden transparanter te maken voor de markt. Dit maakt het voor de markt duidelijk wanneer ze wel of niet bij Invest-NL kunnen aankloppen, en ondernemers weten hierdoor beter waar de besluitvorming van Invest-NL op gebaseerd is. Dit scheelt veel tijd en frustratie, zowel aan de kant van de aanvragers als aan de kant van Invest-NL. Verder behelst de transparantie randvoorwaarde een informatieplicht aan de aandeelhouder (Financiën) en subsidieverstrekker (EZK). Om verder invulling te geven aan de transparantie-eis neemt Invest-NL deel aan de tweejaarlijkse transparantie benchmark van EZK.

Hoewel de randvoorwaarden als logisch worden ervaren wordt er wel aangegeven dat de controle van investeringen op het voldoen aan deze randvoorwaarden veel tijd kost. Met name de controles op staatssteun en additionaliteit zijn zeer tijdrovend. Dit verklaart daarmee deels de langere *lead times* van Invest-NL. De algehele conclusie is dus dat de gestelde randvoorwaarden begrijpelijk zijn en dat Invest-NL deze goed kan hanteren. Echter, uit de voorgaande dossieranalyse wordt ook duidelijk dat slechts een zeer beperkt aantal van de aanvragen voldoet aan al de gestelde randvoorwaarden en dat er dus slechts een hele selecte groep cases overblijft waarin Invest-NL kan en mag investeren (het smalle "paadje" waarop Invest-NL moet opereren, we lichten dat in paragraaf 3.4.6 nader toe). De randvoorwaarden beperken Invest-NL dus wel degelijk in haar opereren. Niettemin is Invest-NL gegeven de doelen en randvoorwaarden in staat gebleken om enkele tientallen transacties per jaar te doen en verwacht ze dat ook komende jaren het volume deze orde van grootte heeft.

Het feit dat er slechts een select aantal cases overblijft voor Invest-NL hoeft overigens niet problematisch te zijn. Het is in principe een indicatie dat de markt toch beter functioneert dan verwacht: wanneer de cases binnen de strategische scope van Invest-NL (de transitiedomeinen) voor een groot deel worden opgepakt door marktpartijen dan lijken de leemtes in het financieringslandschap beperkt[114]. Dit geldt voor de huidige situatie van de kapitaalmarkt, met een grote hoeveelheid privaat kapitaal. Wel kan het beeld per deelmarkt sterk verschillen. Onder andere marktcondities (bijvoorbeeld ten tijde van laagconjunctuur, wanneer er minder privaat kapitaal beschikbaar is) blijven er, onder dezelfde randvoorwaarden, waarschijnlijk meer cases over voor Invest-NL. Vanuit dit perspectief is het dan ook belangrijk om Invest-NL in de 'gereedschapskist' te hebben.

3.4 Reflectie op enkele aspecten van de Investeringstaak

3.4.1 Thematische focus Invest-NL

In artikel 3 van de Machtigingswet is omschreven wat het doel is van Invest-NL, namelijk "*indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen en aan het bieden van*

[114] Deze conclusie is gebaseerd op de cases die Invest-NL bereiken. Een andere mogelijke verklaring voor het beperkte aantal cases dat overblijft is dat bedrijven (die qua omvang en sector passen bij Invest-NL) zich niet (of niet nog eens) melden bij Invest-NL. Bijvoorbeeld omdat deze bedrijven niet voldoende bekend zijn met Invest-NL of omdat ze eerder een afwijzing hebben ontvangen en daardoor zijn afgeschrikt.

ondernemingsfinanciering". De wet zelf geeft met andere woorden geen aanwijzing in welke domeinen Invest-NL bij voorkeur moet investeren. Invest-NL mag -zoals de Memorie van Toelichting ook aangeeft - die terreinen zelfstandig bepalen. In een aanvullende overeenkomst tussen EZK en Invest-NL zijn die terreinen wel wat nader omschreven, maar nog altijd in vrij algemene termen (zie paragraaf 2.1). Zoals de Memorie van Toelichting van de wet aangeeft gaat het om *"(transitie)onderwerpen als energie, verduurzaming (waaronder de circulaire economie en van de gebouwde omgeving), mobiliteit, voedsel, digitalisering, zorg, veiligheid, onderwijs en verder ook doorgroei van startups en scale-ups."*.[115] Overigens zijn ook een aantal terreinen expliciet uitgesloten (zie hiervoor paragraaf 3.3).

Uit het meest recente jaarverslag (over 2021) blijkt dat Invest-NL voor wat betreft de twee taken – de transitietaak en de meer generieke taak van doorgroei van startups and scale-ups – de transitiedoelstelling prioriteit geeft. Letterlijk wordt opgemerkt dat "*Uitgangspunt van onze strategie is dat wij de hoogste prioriteit geven aan het financierbaar maken van de transitie naar een CO_2-neutralere en circulaire economie*" (Jaarverslag 2021, p. 22).

Eerder heeft Invest-NL aangegeven haar investeringen te verdelen over vijf zogenaamde buckets (inclusief een richtgetal voor de investeringsmiddelen die Invest-NL wil alloceren via elk van de buckets), te weten:

1. Carbonneutral and cicular economy (€1100-1200 miljoen)
2. Life sciences & health (€80 miljoen)
3. Growth & Innovation (€250-350 miljoen)
4. Crisis support (€100 miljoen)
5. General debt funds (€70 miljoen)[116]

In een volgende aanscherping zijn er thema's onderscheiden en binnen elk thema weer focus areas.

Verder wordt opgemerkt dat "*kapitaal is vrijgemaakt om te investeren in specifieke thema's en het innovatieve MKB*" (Jaarverslag 2021, p. 22). Vervolgens wordt aangegeven dat vijf leidende thema's zijn geïdentificeerd, te weten (2022, p. 23):

1. Energy/Ventures: het financieren van start- en scale-ups met innovatieve technologie bijvoorbeeld op het gebied van opwek en opslag van duurzame energie.
2. Energy/Projects: het financieren van multi-stakeholderprojecten bijvoorbeeld rond de distributie van energie.
3. Bio/Circulair: het financieren van bedrijven die actief zijn in de bio- en circulaire economie met een bijzondere belangstelling voor bioplastics en kritische materialen.
4. AgriFood: het financieren van bedrijven die bijvoorbeeld bijdragen aan de eiwittransitie, de precisielandbouw en de circulaire landbouw.
5. Life Sciences & Health: met name gericht op nieuwe ontwikkel- en verdienmodellen in medicijnen en medtech en in het financieren van de transitie naar De Juiste Zorg Op De Juiste Plek.

Naast vijf leidende thema's geeft Invest-NL zelf aan te werken aan Deep Tech (met een verwijzing naar het in 2022 gestarte Deep Tech Fund in samenwerking met EZK). Deep Tech moet gezien worden als het zesde thema. Non-bancaire financiering via fondsen van het MKB en het versterken van het aanbod van risicokapitaal voor innovatieve start- en scale-ups

[115] Tweede Kamer, vergaderjaar 2018–2019, 35 123, nr. 3 [zoek.officielebekendmakingen.nl]

[116] Merk op dat de genoemde bedragen optellen tot de welbekende € 1700 mln., maar dat EZK voor DFF (€ 25 mln.), voor DACI (€ 50 mln.) en het Deeptech Fund (€ 175) aan aanvullende middelen via Invest-NL wegzet (zie Strategy update, 202, p. 11).

moet gezien worden als het zevende thema (Zie jaarverslag 2021, p. 24). Dit geeft aan dat Invest-NL een specifieke transitiedoelstelling die ze zelf steeds specifieker maakt, combineert met een generieke doelstelling die breed blijft en derhalve wel haast per definitie via indirecte investeringen via fondsen vorm krijgt. Dit laatste simpelweg omdat het Invest-NL aan de benodigde kennis ontbreekt om op alle mogelijke terreinen waarop deze bedrijvigheid werkzaam zijn deskundig te zijn. Verder geldt dat veel van deze bedrijven soms ook kleinere tickets nodig hebben dan de ondergrens van €5 miljoen die Invest-NL (tot voor kort) hanteerde als uitgangspunt bij haar directe deelnemingen. Ook geeft Invest-NL aan dat uit oogpunt van additionaliteit indirect investeren volgens hen een veiliger manier van opereren is omdat ermee de kans verkleind wordt dat private financiering wordt weggedrukt.

Met bovengenoemde allocatie beoogt Invest-NL enerzijds te voldoen aan de opdracht om specifieke maatschappelijke transitie opgaves te helpen versnellen en anderzijds aan de meer generieke opdracht om (generiek/non-thematisch) innovatief MKB te (helpen) financieren. De kennisontwikkeling bouwt Invest-NL zoveel mogelijk op in de bovengenoemde thema's. Daar waar het gaat om financiering van generiek Innovatief MKB werkt Invest-NL veelal samen met bestaande fondsen waaronder het European Investment Fund (EIF)

Geleidelijk aan begint Invest-NL ook binnen de transitiedomeinen zelf steeds specifieker onderwerpen te kiezen waarop ze wil inzetten. Dat is een logische ontwikkeling, want om succesvol direct te kunnen investeren in specifieke deelmarkten is veel specialistische kennis vereist. Dit raakt aan de discussie in hoeverre Invest-NL nu wel of niet moet uitgroeien tot een lead-investor op specifieke deelgebieden. Een keuze voor nauw afgebakende deelgebieden betekent wel dat Invest-NL zeer waarschijnlijk op andere transitiedeeldomeinen (die buiten de selectie vallen) een beperktere rol zal spelen. Ook roept het de vraag op wat de positie van het leidende transitiethema LSH is. Hoewel Invest-NL de expertise in het team aan dit thema nog aan het opbouwen is, is de investeringsdoelstelling bescheidener dan op de transities gericht op duurzaamheid, terwijl het ook een domein is dat specialistische kennis vergt om succesvol te kunnen investeren. Invest-NL kiest hier echter wel bewust voor minder deelgebieden binnen het thema, ook omdat er al veel ander publiek en privaat kapitaal beschikbaar is op sommige deelthema's.

Onderstaand gaan we – overwegend op basis van de interviews - in op de verhouding tussen beide doelstellingen, de investeringsafbakening zelf, de gerelateerde vraag of Invest-NL zich wel of niet (tenminste op de transitiethema's waarop zij zich richt) moet ontwikkelen tot lead-investor, de vraag hoe directe en indirecte (via fondsen) investeringen zich tot elkaar verhouden en tot slot de vraag hoe financieel en maatschappelijk rendement van Invest-NL zich tot elkaar verhouden.

3.4.2 Verhouding tussen diepe en brede doelstelling Invest-NL

Een relevante vraag is de diepe en brede doelstelling die Invest-NL zich in de praktijk tot elkaar verhouden? Invest-NL is vanaf de start gebonden aan een dubbele doelstelling. Naast investeringen om transities te financieren is de nadrukkelijke wens van de wetgever ook geweest te voorzien in ondernemingsfinanciering in de breedte. EZK houdt nadrukkelijk in de gaten of Invest-NL voldoende aandacht besteedt aan brede mkb-financiering en Deep Tech. Invest-NL heeft een split gemaakt in het beschikbare investeringsbedrag en streeft uiteindelijk 65-70% in te zetten op CO2-neutraliteit en circulair en 30-35% op LSH, Deep Tech en het brede MKB. Uiteraard overlappen de beide doelstellingen wanneer start- en scale-ups op circulariteit en CO2-neutraal worden gefinancierd of wanneer bij fondsinvesteringen al zo goed als mogelijk is wordt voorgesorteerd op fondsen die vooral in CO2-neutraliteit en/of circulariteit investeren. Ook al wordt via een fund-of-funds geïnvesteerd (bijvoorbeeld via EIF) dan is het mogelijk afspraken te maken over niet alleen het gewenste

risicoprofiel, maar ook over thema's en sectoren waarop bij voorkeur wordt geïnvesteerd. De diepe en de brede doelstelling vragen echter om een andere manier van werken en de vraag is legitiem of het verstandig is om in een - naar internationale maatstaven - bescheiden NPI als Invest-NL beide te combineren. Invest-NL geeft daarentegen aan dat het beschikt over voldoende algemene financieringskennis om ook rondom de brede doelstelling investeringen te doen en fondsen uit te voeren en acht het combineren van de diepe en brede doelstelling dan ook goed mogelijk. Wel blijft de vraag hoe Invest-NL een optimum kan vinden tussen diepte en breedte.

3.4.3 Investeringsafbakening

Een relevante volgende vraag is dan in hoeverre Invest-NL zelf de investeringsafbakening die is meegegeven bij oprichting (en verder in aangescherpt middels een bijlage aan de aanvullende overeenkomst tussen de Staat en Invest-NL) verder heeft aangescherpt in de afgelopen jaren? Invest-NL heeft met de definitie van de eerdergenoemde vijf buckets, de uitwerking in 7 thema's en focus area's voor elk van de thema's in ieder geval op de diepte-doelstelling gekozen voor een verdere focus. Die nadere afbakening is in belangrijke mate gebaseerd op de marktverkenningen die de ontwikkeltak (Business Development) van Invest-NL uitvoert. Voorbeelden hiervan zijn de thema's circulaire en precisielandbouw binnen agrofood en de warmtetransitie (binnen bucket van Energy/Projects). Overigens kunnen die marktverkenningen er ook toe leiden dat geconstateerd wordt dat de investeringsbereid vanuit markt groter blijkt dan aanvankelijk ingeschat. Dit is bijvoorbeeld geconstateerd ten aanzien van de eiwittransitie. Naar aanleiding van een dergelijke constatering dient Invest-NL haar positie opnieuw in te schatten om te bezien of en wat haar toegevoegd waarde is. Het is momenteel nog niet zo dat voor de onderwerpen/domeinen waarop Invest-NL zich nadrukkelijk richt er sprake is van bundeling van projecten waardoor nadrukkelijker richting gegeven zou kunnen worden aan de ontwikkeling van deelmarkten.

De meeste interviewpartners zien de verdere focus die Invest-NL heeft aangebracht, maar geven aan dat de focus van Invest-NL nog altijd (te) breed is, dat niet duidelijk is hoe deelgebieden waarop investeringen worden gedaan worden gekozen. Zij dringen aan op een zo duidelijk mogelijk investeringsagenda. Over hoever die specialisatie moet gaan lopen de meningen uiteen. Enerzijds is focus en vooral kennisontwikkeling op specifieke domeinen en toepassingen een vereiste om te kunnen investeren. Anderzijds moeten de domeinen/toepassingen voldoende breed zijn om nog enigszins te kunnen spreiden in het investeringsportfolio. Ook wordt opgemerkt dat het huidige budget beperkt lijkt om echt impact te maken, zeker indien grote meer infrastructurele projecten gefinancierd moeten worden.

3.4.4 Lead-investorschap

Een logische volgende vraag als het gaat om investeringsafbakening is de vraag of Invest-NL moet ambiëren uit te groeien tot een lead-investor? Als lead-investor ben je de koploper c.q. kennispartner op een deelgebied of domeindomein. Er wordt in de markt naar de lead-investor gekeken om tot een realistische waarde- en risico inschatting te komen. Een lead-investor kan dus andere partijen aanzetten om te co-investeren (crowding-in) in een vaak zeer specialistische investeringspropositie. Het vereist diepgaande kennis om een dergelijke propositie goed te kunnen beoordelen, wellicht zelfs op te werken tot een propositie en ook het vermogen om partijen ook na financiering goed te kunnen begeleiden. In de wereld van (private) venture Capital zijn de partijen die uitgroeien tot lead-investor zeer gespecialiseerde VC partijen met aanzienlijke budgetten, al dan niet in de vorm van gespecialiseerde

fondsen[117]. Het kost tijd (jaren) om uit te groeien tot lead-investor en veel deal ervaring binnen een bepaalde sector is essentieel om voldoende ervaring en een kundig team op te bouwen.

Uit de gesprekken met Invest-NL is naar voren gekomen dat Invest-NL de ambitie heeft om vanaf 2023 op een aantal domeinen als lead-investor te opereren, zeker daar waar private partijen die rol nog niet hebben. Ook wordt aangegeven dat de financiering van het brede MKB hoofdzakelijk via fondsen zal verlopen. Gesprekspartners schetsen een beeld hoe Invest-NL kan uitgroeien van impact investor naar lead of thematic investor (voor een omschrijving zie paragraaf 2.3.3.). In de strategy update uit voorjaar 2022 wordt gesproken over de 5-jaarsontwikkeling van Invest-NL waarbij Invest-NL zich na de start van 'focused explorer' (2020), zou moeten ontwikkelen tot 'committed partner' (2021-2022) om zich tenslotte vanaf 2023 te ontwikkelen tot 'trusted advisor & leading impact investor'. Hier moet volgens hetzelfde strategie document sprake zijn van een "*shaper of the market*" (p. 21). Uit hetzelfde document (p. 12) blijkt dat Invest-NL alleen de rol van lead-investor voor zichzelf ziet weggelegd voor bucket 1 & 2. Voor deze buckets geldt dat er binnen Invest-NL voldoende kennis aanwezig is en dat er onvoldoende VC's in de markt aanwezig zijn. Voor de overige buckets geldt dat er in deze markten vooral indirect (via fondsen) of 'direct' via het, samen met EZK opgezette, Deep Tech fonds, wordt geïnvesteerd. Hier treedt Invest-NL dus eerder op als co-investeerder.

Marktpartijen, wetenschappers en ook andere partijen die we hebben geïnterviewd zijn vaak kritischer over de mogelijkheden uit te groeien tot lead-investor. Hoewel het niet voor onmogelijk wordt gehouden door diverse gesprekspartners worden er wel diverse kritische noten gekraakt. Zo wijzen zij onder andere op de superieure kennispositie die de positie van lead-investor vereist op smalle specialistische deelmarkten en dat dit een proces van jaren is en dat het onwaarschijnlijk is dat Invest-NL nu al – enkele jaren na oprichting – een dergelijke positie kan claimen en specialistische deelmarkten beter kent dan gevestigde partijen. Zij wijzen erop dat duidelijkheid nodig is: in welke segmenten en sectoren wil je een rol als lead-investor hebben, hoeveel risico wordt er daarbij geaccepteerd en welke budgetten zijn er beschikbaar. De vraag is gesteld of Invest-NL op deelmarkten niet eerder een tussenpositie inneemt waarbij Invest-NL voldoende kennis heeft van de markt en financiële instrumenten en bijbehorende voorwaarden om aanbiedingen van marktpartijen op waarde te kunnen schatten. Vraag is dan ook of Invest-NL als eerste moet investeren in gevallen waar evident sprake is van marktfalen en daar co-investeerders bijtrekt (crowding-in) of dat het ook mogelijk is dat Invest-NL een financiering mogelijk maakt door als laatste aan te sluiten en daarmee als het ware de financiering rond maakt. In beide scenario's lijkt Invest-NL echter waarde te kunnen toevoegen. Invest-NL zal dus moeten inschatten of er al een lead-investor is (of valt te verwachten) bij een bepaalde deal, zo niet dan kan Invest-NL de rol van lead-investor op zich nemen.

Veel gesprekspartners zien voor Invest-NL eerder een rol weggelegd als leider in een bepaald transitiepad (coördinerende rol of co-investeerder) dan als dé kennispartner/marktleider. Ook wordt opgemerkt dat Nederland maar een beperkt aantal lead-investors kent en dat Nederlandse partijen zich vaak aansluiten bij Europese partijen. Ook wordt er opgemerkt dat vooralsnog de bekendheid van Invest-NL beperkt is en dat - in internationaal vergelijk - Invest-NL een relatief kleine speler is. Ook is genoemd dat het ontbreken van duidelijkheid

[117] Zoals bijvoorbeeld het geval was met de investering van Invest-NL in een AI-fonds van Capital IT of de investering in Dutch Security TechFund van TIIN Capital). Het kost veel tijd en menskracht om hier aparte teams voor op te richten en daarom wordt ervoor gekozen hier vooral via fondsen in te investeren.

over normrendement kan leiden tot enige terughoudendheid aan de kant van Invest-NL en dat helpt niet om de rol van lead-investor ook daadwerkelijk te kunnen spelen.

Kortom, de visies ten aanzien lead-investor status en de wenselijkheid daarvan op deelsegmenten lijken te verschillen. Invest-NL geeft aan dat deze ambitie niet een doel op zich is, maar wordt gezien als een noodzakelijk middel om in die sectoren die moeilijk financierbaar blijken, en belangrijk zijn voor de versnelling van de maatschappelijke transities, een crowding in effect van privaat risicokapitaal te sorteren. Invest-NL zou naar buiten toe duidelijk kunnen communiceren op welke deelgebieden ze zich wil ontwikkelen/positioneren als lead-investor.

3.4.5 Verhouding tussen directe en indirecte investeringen

Een vierde vraag die bovenkomt als het gaat om de investeringsafbakening is de verhouding tussen directe en indirecte verhoudingen. Zoals aangegeven is het aandeel fondsinvesteringen vooral in 2021 en 2022 behoorlijk toegenomen en eind 2021 bestond 65% van de portefeuille van Invest-NL uit indirecte investeringen. De indirecte investeringen zijn enerzijds veel bekritiseerd[118], deels ook in de interviews, maar worden tegelijkertijd door veel respondenten (inclusief marktpartijen) niet als onlogisch gezien. Invest-NL zelf geeft aan de wens en noodzaak van het doen van directe investeringen te begrijpen en heeft ook nadrukkelijk de ambitie daarin strategisch ook verder te groeien. Dit zou ertoe kunnen leiden dat in de toekomst het aandeel directe investeringen in de totale portefeuille wellicht weer toeneemt. Echter, Invest-NL geeft ook aan te verwachten dat indirecte investeringen een substantieel deel zal blijven van haar activiteiten.

Voor een NPI als Invest-NL dat nog maar net uit de startblokken is, heeft het indirect investeren een aantal belangrijke voordelen. Deze argumenten zijn benoemd door een flink aantal respondenten.

- In de eerste plaats passen indirecte investeringen relatief goed bij een beginnende investeringsinstelling. Het kan zo effectief en efficiënt voortbouwen op de kennis die bij fondsbeheerders in de markt bestaat, zeker zolang de eigen kennis van specifieke deelmarkten nog ontbreekt. Sterker nog, het kan een investeringsinstelling als Invest-NL ook helpen bij het opbouwen van kennis en een kennisnetwerk.
- Een tweede voordeel is dat 'snel meters gemaakt kunnen worden'. Er is een zekere druk om het investeringsbudget aan te wenden. Via de indirecte route kunnen snel meerdere focusgebieden van Invest-NL bediend worden en is ook meer capaciteit beschikbaar om meerdere en ook kleinere tickets te verstrekken dan de €5 miljoen die Invest-NL aanhoudt bij directe investeringen. Een ander bijkomend voordeel is dat indirecte investeringen kunnen fungeren als hefboom om Europees geld op te halen en te richten op investeringen in Nederland. Wat betreft dit laatste wordt vaak als nadeel genoemd dat fondsinvesteringen niet inhoudelijk en geografisch te richten zijn, maar dat is slechts gedeeltelijk waar. Ook de fondsen waar je als Invest-NL in investeert kun je op inhoudelijk thema's of domeinen richten (bijvoorbeeld duurzaamheid, Deep Tech of deelsegmenten daarbinnen). Als het gaat om geografisch richten van investeringen die via internationale fondsen lopen worden sideletters opgesteld waarin partijen zich verbinden om investeringen te doen voor een totaalbedrag van ten minste twee keer de toezegging van Invest-NL in partijen die in Nederland zijn gevestigd of actief zijn.[119] Het is nog de vraag in hoeverre iets

[118] NRC (2022). Het geld uit overheidsfonds Invest-NL komt nauwelijks direct bij Nederlandse bedrijven terecht [nrc.nl] ; FD (2022). Meer lef nodig bij Invest-NL [fd.nl]

[119] Invest-NL heeft ons voorbeelden hiervan getoond.

dergelijk ook kan worden afgedwongen bij het niet nakomen ervan (immers het werkt niet als alle fondsinvesteerders dezelfde behandeling vragen). Het geeft wel aan dat ook bij fondsinvesteringen enigszins geografisch richting kunnen worden gegeven[120]. Verder kunnen via indirecte investeringen ook specifieke fondsen worden gerealiseerd die anders niet of later tot stand zouden zijn gekomen en een belangrijke rol kunnen spelen bij financieringen in specifieke deelmarkten. Verder is het zo dat indirecte investeringen ook een goede manier zijn om additionaliteit te borgen: er worden immers ook private financieringen meegenomen, zowel op fondsniveau (co-financiers in het fonds) als op verstrekkingen niveau (andere investeerders bij de financieringen van het fonds). Tot slot, niet onbelangrijk, vindt via fondsinvesteringen meer spreiding van risico's plaats dan bij directe investeringen.

Aan indirecte investeringen zijn ook serieuze nadelen verbonden en die zijn ook benoemd door meerdere respondenten.

- In de eerste plaats is minder duidelijk waar je als Invest-NL in investeert omdat er meer afstand is tot de uiteindelijke investering. Invest-NL geeft daarbij wel aan dat het betrokken is bij het opstellen van het fondsmandaat en criteria, waarmee je wel indirect invloed uitoefent op individuele transacties. Ook wordt er een investeringsstrategie vastgesteld voorafgaand aan de financieringsronde wat duidelijk richting geeft aan (toekomstige) investeringen. Toch is het uiteindelijk aan de beheerder van een fonds om te beslissen waarin precies wordt geïnvesteerd en de indirecte investering zal bijvoorbeeld moeilijker te koppelen zijn aan heel specifieke opgaven of transities op het gebied van CO2-neutraliteit en circulariteit.
- Een tweede belangrijk nadeel is dat het Invest-NL niet helpt om een autoriteitspositie op te bouwen die nodig is als zij zich op specifieke deelmarkten wil ontwikkelen tot lead-investor. Sterk uitgedrukt – en zo is het door sommige interviewpartners geformuleerd – is het een 'zwaktebod' of 'beleggen met belastinggeld'. Het draagt niet bij aan vestigen van je naam als lead of cornerstone investor. Dit hoeft echter niet direct een probleem te zijn in sectoren waarin Invest-NL niet voorziet lead-investor te worden. Zaak is dat het niet ten koste gaat van het realiseren van een lead-investor positie op domeinen waar Invest-NL dit wel voorziet of ambieert.
- Als derde nadeel wordt gezien dat het lastiger is te bepalen of juist de deelname van in dit geval Invest-NL leidt tot extra crowding-in van private-cofinanciers. Er zijn immers zeer waarschijnlijk meerdere publieke en private co-financiers.
- Een vierde en laatste nadeel is dat het moeilijker is om de effectiviteit van Invest-NL vast te stellen. Zijn succesvolle indirecte investeringen te herleiden tot de fondsbeheerders of ook aan Invest-NL.

We willen nog een aantal observaties meegeven die wellicht helpen een positie te bepalen als het gaat om de vraag of en de mate waarin Invest-NL investeert in fondsen.

- In de eerste plaats lijkt de strategie van Invest-NL primair te gaan over wat zij op de geselecteerde transitieopgaven wil bereiken. Zeker als Invest-NL niet alleen bij wijze van aanloop, maar ook op structurele basis een flink aandeel van haar middelen wegzet via fondsinvesteringen (momenteel circa 65% van de gecommitteerde middelen) kan hier in de strategie van Invest-NL ook dieper op worden ingegaan.
- Een tweede observatie betreft de investeringen in internationale fondsen in combinatie met de investeringsverplichting in Nederland. Bij investeringen in fondsen is

[120] Invest-NL is momenteel bezig met een rondgang langs andere landen en NPIs hoe zij met dit vraagstuk omgaan. De resultaten van deze rondgang zijn nog niet beschikbaar ten tijde van deze evaluatie.

niet helemaal uit te sluiten dat middelen "weglekken" naar andere landen. Daarom vraagt Invest-NL nu systematisch om een inspanningsverplichting (twee keer het geïnvesteerde bedrag door Invest-NL moet geïnvesteerd worden in Nederlandse ondernemingen) van deze fondsen. Invest-NL rapporteert hier ook over in haar jaarverslagen. Ook moet niet vergeten worden dat juist bij investeringen van fondsen van in het bijzonder EIF er een "verdubbelaar" op de fondsinvesteringen zit die substantieel is. Het feit dat Invest-NL naar verwachting binnenkort als NPI met InvestEU-status[121] kan fungeren helpt om EU-investeringsmiddelen voor Nederland aan te trekken.

- Tot slot is door een enkele interviewpartner opgemerkt dat Invest-NL met de gecombineerde aanpak van en indirecte investeringen en directe investeringen vanaf de start wellicht wat op twee gedachten hinkt. Veel NPI's kiezen aanvankelijk voor indirecte investeringen en mogelijk pas in tweede instantie voor het model van directe investeringen daar waar daadwerkelijk de markt evident faalt. Het model met een hoog aandeel directe investeringen vraagt om gespecialiseerde investmentteams en maakt de uitvoering ook relatief wat duurder.

3.4.6 Afweging financieel en maatschappelijk rendement

In deze paragraaf gaan we eerst in algemene termen in op het vraagstuk van de afweging financieel versus maatschappelijk rendement. Daarna gaan we kort in op twee afgeleide vraagstukken, te weten: het normrendement (paragraaf 3.4.7) en de vraag hoelang Invest-NL kan blijven investeren alvorens zij zich terugtrekt en het investeren aan de markt overlaat (exitbeleid, zie paragraaf 3.4.8)). In box 5 gaan we in op de wijze waarop Invest-NL de maatschappelijke impact of rendement van projecten beoordeelt.

Het is evident dat er een spanning bestaat tussen financieel en maatschappelijk rendement. De positie van Invest-NL is daarbij fundamenteel anders dan een reguliere private equity partij of venture Capitalist. Laatstgenoemden worden niet afgerekend op hun maatschappelijke rendement (anders dan via de publieke opinie en via druk van investeerders) en kennen een hoge (financiële) rendementseis. Het is zeer risicovol om de gehele portfolio hoog risicodragend inrichten, vanwege de hogere rendementseis op portfolioniveau in relatie de verhoogde kans op defaults ('een zeperd'). Invest-NL mag overigens wel haar hele portfolio hoog risicodragend inrichten (mits gericht op transitieopgaven en start- en scale-ups gericht op innovatie en groei), zolang er op portfolioniveau sprake is van een positief rendement. Deze werkwijze is vergelijkbaar met die van High Risk Mutual Funds. Invest-NL zou bij deze benadering wel een zeer hoge prijs moeten hanteren voor haar kapitaal, ook in het kader van marktconformiteit (al kan hier, zoals beschreven in Box 4, in sommige gevallen van worden afgeweken).

[121] Invest-NL heeft een aanvraag gedaan *implementing partner* te worden, maar is afhankelijk van beoordeling door de Europese Commissie.

Box 5: Meten van maatschappelijk rendement door Invest-NL.

Invest-NL streeft ernaar om het maatschappelijke rendement/impact van haar investeringen te kwantificeren. Het beoordelen van impact is dan ook een belangrijk onderdeel van haar investeringsbeleid. Echter, het kwantificeren van maatschappelijke impact is een lastige opgave. Enerzijds is er de vraag welke parameters je moet meenemen om de impact van een investering te bepalen, en vervolgens hoe deze te kwantificeren. Er zijn immers legio methodieken om impact te meten, allen met hun eigen voor- en nadelen. Anderzijds is er onzekerheid over de daadwerkelijke impact van een case: bewerkstelligt een nieuwe technologie daadwerkelijk een minder CO_2-intensieve productie van een bepaald product? En zo ja, wat is het toekomstige productievolume? Om onzekerheden zo veel mogelijk te verminderen heeft Invest-NL een meetmethodiek opgesteld, die waar mogelijk gestandaardiseerd is. Invest-NL bepaalt de maatschappelijke impact van een investering op basis van[122]:

1. (Reductie in) CO_2/broeikasgas emissie: Invest-NL maakt bij het meten van emissies onderscheid tussen emissies van (geproduceerde) producten en emissies uit bedrijfsactiviteiten. Het meet de impact op emissies op basis van het *Greenhouse Gas* (GHG) *Protocol*. Dit protocol onderscheid 15 typen emissies, verdeeld over drie scopes (1: direct, 2: indirecte emissies gerelateerd aan ingekochte energie, 3: overige indirecte emissies). Invest-NL meet in ieder geval de emissies binnen scope 1 en 2.
2. FTE: Invest-NL houdt het aantal FTE bij van de bedrijven waarin het investeert, maar belangrijk nog: het bepaalt ook het aantal FTE's dat werkzaam is bij deze bedrijven én toe te schrijven is aan Invest-NL. Het heeft daarbij ook oog voor de diversiteit in senior functies bij deze bedrijven. Werkgelegenheid is hierbij geen doel op zich gezien de krapte op de arbeidsmarkt. Het doel is wel om op lange termijn innovatieve werkgelegenheid beschikbaar te maken.
3. R&D uitgaven: Invest-NL gebruikt de R&D uitgaven van de bedrijven waarin het investeert als indicator voor de bijdrage de het bedrijf levert aan innovatie. Ze gebruiken hiervoor de gegevens uit de financiële jaarrekening van de onderneming.
4. Circulariteit: Sinds kort meet Invest-NL ook de circulariteit van de bedrijven waarin het investeert. Het hanteert hierbij de Circular Transition Indicators (CTI) ontwikkeld door World Business Council for Sustainable Development (WBCSD). Deze methodologie meet het hergebruik van zowel de gebruikte grondstoffen als de uitstroom van producten. Ook wordt het gebruik van kritische materialen gemonitord.

Deze impactbepaling vindt plaats in samenwerking tussen Invest-NL en het bedrijf of fonds waarin het wil investeren[123]. Allereerst wordt door het betrokken dealteam bepaald of de propositie naar verwachting voldoende impact bewerkstelligt. Als het oordeel positief is, wordt er verder contact opgenomen met het bedrijf om relevante data te verzamelen. Op basis van deze data voert Invest-NL een impact assessment uit. De impact engineer van Invest-NL valideert vervolgens de impact assessment (en de onderliggende data). Bij een positief oordeel worden er impact doelen gesteld met het betreffende bedrijf die worden opgenomen in de *term sheets*.

Een meer gedetailleerde omschrijving van de wijze waarop Invest-NL de maatschappelijke impact van investeringen bepaalt, is te vinden in het Jaarverslag van 2021.

[122] Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021 [Invest-nl.nl]

[123] Invest-NL (2021). Policy Impact assessment, management and reporting

Hoe groot het positieve (financiële) rendement moet zijn blijft enigszins in het midden. De Memorie van Toelichting bij de Machtigingswet geeft aan dat "*er een voldoende hoog rendement [zal] worden gehaald waardoor het kapitaal in stand blijft en mogelijk kan groeien*" (p. 23). Als het gaat om additionaliteit en daarmee samenhangend de verhouding tussen financieel en maatschappelijk rendement, noemt dezelfde Memorie van Toelichting bij de Machtigingswet dat Invest-NL allereerst twee manieren waarop het kan helpen de financieringsmarkt los te trekken, te weten door als eerste de bereidheid te tonen om te investeren en daarmee andere investeerders tegen dezelfde voorwaarden (pari passu) mee te trekken of door als Invest-NL te voorzien in het laatste missende deel in een financiering eveneens tegen dezelfde voorwaarden als de andere financiers. De Memorie van Toelichting noemt echter ook een derde wijze, namelijk een situatie waarbij "Invest-NL als enige een financieringsdeel met hogere risico's en/of een langere looptijd neemt", mits dit hogere risico of langere looptijd marktconform wordt beprijsd. Opmerkelijk is wel de volgende toevoeging: "*Als de maatschappelijke baten dit rechtvaardigen kan van dit laatste*[124] *worden afgeweken, namelijk als er met de financiering specifieke doelstellingen worden nagestreefd die niet tegen marktconforme voorwaarden kunnen worden bereikt. Daarbij dient iedere individuele investering wel een positieve businesscase en rendementsverwachting te hebben en dient op portefeuilleniveau voldaan te blijven worden aan de randvoorwaarden van de financiële transactie*" (Memorie van Toelichting, p. 50). Dit lijkt aan te geven dat Invest-NL enige ruimte is gegund om maatschappelijk rendement te realiseren zolang dit op portfolioniveau maar tot een positief rendement leidt. Dit zijn dan investeringen die niet helemaal marktconform zijn, maar die bijvoorbeeld wel een maatschappelijke transitie aanjagen. In ultima forma zou dit ook een project kunnen zijn met een maatschappelijke zeer grote impact en een financieel rendement van 0 (of zelfs minder). Dit vraagt wel om een visie wanneer het opportuun is om een dergelijke niet marktconforme investering te doen. Het illustreert wederom de permanente spanning tussen marktfalen, additionaliteit en marktconformiteit zoals we die eerder omschreven (zie paragraaf 2.3.1). Het illustreert verder ook de noodzaak om ex ante dat maatschappelijk rendement zo goed mogelijk in te kunnen schatten.

Een meerderheid van de door ons geïnterviewde gesprekspartners geeft aan dat de focus van Invest-NL primair op impact en minder op rendement moet liggen: rendement halen is een randvoorwaarde, maatschappelijke transities versnellen is het doel. Sommigen gaan daarbij zover door te stellen dat als investeringen echt bijdragen aan het innovatiever en duurzamer maken van Nederland dat het dan zelfs niet erg zou zijn als Invest-NL niet volledig revolverend is. Dat gaat overigens in tegen de eerdergenoemde uitgangspunt genoemd in Memorie van Toelichting dat sprake zou moeten zijn van een voldoende hoog rendement waardoor het kapitaal in stand blijft en mogelijk kan groeien.

In de gesprekken die we met Invest-NL zelf hebben gevoerd geeft zij aan dat Invest-NL er binnen haar mandaat voor heeft gekozen het maatschappelijke rendement voorop te stellen en economisch rendement als sluitende voorwaarde te stellen. Invest-NL geeft daarbij ook aan dat de huidige investeringen van Invest-NL inherent zo onzeker zijn dat het überhaupt lastig is om portfoliorendementen in te schatten. Ook geeft Invest-NL aan dat alle investeringen maatschappelijke impact moeten hebben. Tot slot geeft Invest-NL aan in die gevallen waar maatschappelijk impact groot is, maar economisch rendement vooralsnog onvoldoende ook te willen kijken naar vormen van *blended finance* (combinaties van subsidie en financiering) om op termijn dit maatschappelijk rendement te kunnen verzilveren.

[124] Bedoeld wordt hier: marktconform beprijzen van hogere risico's dan wel langere looptijden.

3.4.7 Vraagstuk normrendement

Een eerste afgeleide vraag van de discussie rond de afweging maatschappelijk versus financieel rendement betreft het normrendement waar we ook al in paragraaf 3.3 (bij de bespreking van de randvoorwaarden waaronder Invest-NL functioneert) aan refereerden. Het normrendement is niet vastgesteld in de Machtigingswet. In de Memorie van Toelichting is aangegeven dat het eerste normrendement na officiële oprichting van de vennootschap zou worden vastgesteld door het Ministerie van Financiën na overleg met EZK en Invest-NL. De aandeelhouder herijkt het normrendement iedere drie jaar (p. 50).[125] In de Memorie van Toelichting is ook aangegeven dat het streven is het startkapitaal in stand te laten en mogelijk zelfs te laten groeien (p.23). Het vaststellen van een normrendement is ook een vereiste om de kapitaaltransactie in Invest-NL te laten kwalificeren als een deelneming die niet meetelt voor het EMU-saldo en het uitgavenkader. De laatste wens maakt dus dat er een normrendement moet worden vastgesteld en dat die ook niet kunstmatig te laag mag worden vastgesteld. Eurostat en CBS houden dit in de gaten (voor de Europese Commissie) en kijken in hoeverre dit normrendement in lijn is met het normrendement van vergelijkbare National Promotional Institutions.

Met het vaststellen van een normrendement kan de overheid richting Invest-NL mogelijk signaleren hoeverre zij financieel rendement mag opofferen tegen maatschappelijk rendement. Het vaststellen is voor de overheid een balanceeroefening. Enerzijds is immers marktconform opereren vereist (en dus een prikkel het normrendement niet te laag vast te stellen, men wil immers niet de indruk wekken te subsidiëren). Anderzijds moet de overheid rekening houden met een opeenstapeling van hoogrisicoprojecten (wat juist een prikkel is het normrendement niet te hoog vast te stellen).[126] Natuurlijk moet er in potentie rendement te behalen zijn met een investering, anders is de case niet duurzaam c.q. is er sprake van subsidie. Belangrijk verschil met reguliere aanbieders van risicokapitaal is dat Invest-NL bereid zou moeten zijn een grotere onzekerheid (dus een groter risico) en langere looptijden te accepteren. Belangrijk is op portfolioniveau te blijven kijken en normrendement geen leidend principe op case-niveau te laten worden. Enkele goede exits kunnen veel failures goed maken.

Tegelijkertijd is zeker in de beginfase van een NPI als Invest-NL uitermate lastig om een normrendement vast te stellen en vooral te meten, omdat Invest-NL nog in opbouw is, een portfolio van investeringen nog wordt opgebouwd (en bijvoorbeeld nieuwe bedrijven zonder trackrecord notoir moeilijk te waarderen zijn) en het een tijdje duurt voordat investeringen gaan renderen. Het normrendement zal verder moeten gelden op portfolio of organisatieniveau. Omdat aannemelijk is dat een flink aantal investeringen zal mislukken, is op de investeringen die wel succesvol zijn ook een zeer aanzienlijk rendement – ver boven het normrendement - vereist om op portfolio- of organisatieniveau een plus te realiseren.

Een groot aantal interviewpartners heeft aangegeven dat het ontbreken van een normrendement mogelijk heeft geleid tot onduidelijkheid. Het zou mogelijk ook ertoe bijgedragen kunnen hebben dat Invest-NL extra kritisch de haar voorgelegde individuele cases heeft beoordeeld en derhalve een voorzichtige start als het gaat om directe investeringen. Invest-NL geeft aan dat die perceptie mogelijk in de markt bestaat[127], maar dat het bij het

[125] Het voornemen (en belofte aan de Tweede Kamer) is dat het normrendement voor de eerste keer eind 2022 wordt vastgesteld.

[126] Deze balanceeroefening hebben we in paragraaf 3.4.6 al toegelicht.

[127] Invest-NL geeft aan dat er in de beginjaren een substantieel van de aanvragen voor financiering en Business Development contacten is geweest waarin om subsidie in plaats van revolverende financiering werd gevraagd. Deze mismatch verklaart deels het grote aantal afwijzingen in de beginjaren.

vormgeven van transacties geen beperking heeft ervaren door het nog niet bekend zijn van een normrendement. Invest-NL geeft aan niet veel druk te ervaren om een dergelijk 'normrendement' te halen. Invest-NL geeft aan uit te zijn gegaan van een eigen risico/rendementsmodel op basis van een positieve rendementseis en van gelijke voorwaarden met de andere private investeerders (pari passu). Vraag daarbij is wel in hoeverre deze rendementseis voldoende ruim – dat wil zeggen op portfolioniveau of voor Invest-NL als geheel in plaats van individuele cases - is gehanteerd. Dat is belangrijk, omdat alleen zo ruimte ontstaat ook incidenteel cases met een minder hoog rendement te accepteren met een grote maatschappelijke impact. Bij het vaststellen van het normrendement is de huidige hoge inflatie een complicerende factor (zie onderstaande box).

Box 6: Huidige hoge inflatie als complicerende factor bij vaststellen normrendement.

Er is een positieve correlatie tussen inflatie en rentestanden. Ten tijde van het schrijven van het rapport lijkt deze wetmatigheid te zijn verdwenen. De rentes zijn laag, maar de inflatie is hoog. In paragraaf 3.4.7 is dat ook weergegeven. De inflatie ligt aanzienlijk hoger dan de risk free rate. De lage risk free rate zal waarschijnlijk gaan betekenen dat het normrendement relatief laag zal liggen. Een hoog normrendement zou betekenen dat de speelruimte van Invest-NL klein wordt. Er ligt echter een risico in de situatie dat het normrendement lager is dan de inflatie. Hoewel de nominale waarde van het kapitaal dat Invest-NL gebruikt dan in stand blijft, zal op de lange termijn de reële waarde van het kapitaal door de inflatie afnemen c.q. deels verdampen.

Het lijkt aanbevelingswaardig niet te lang te wachten met het vaststellen van een normrendement en het ministerie van Financiën heeft dan ook aangegeven dat het normrendement eind 2022 kan worden verwacht[128]. Niet omdat Invest-NL hier vervolgens ook op de millimeter precies op kan sturen, dat is zeker met een portfolio in opbouw onmogelijk, maar vooral ook als signaal naar de markt dat Invest-NL enerzijds geen subsidies verschaft en anderzijds ook mogelijkheden heeft bij een voldoende grote maatschappelijk impact toch te financieren waar private partijen dit niet of onvoldoende kunnen. Zoals uit onder andere de dossieranalyse met afgewezen aanvragen is gebleken heeft Invest-NL op een relatief afgebakend gebied de meeste toegevoegde waarde. Het gaat vooral om investeringen met een grote (aantoonbare) maatschappelijke impact op specifieke transitiepaden die niet of beperkt op de reguliere markt voor durfkapitaal gefinancierd kunnen worden, een gerede kans op een positief rendement hebben en ook niet in het werkingsgebied van subsidieregelingen vallen. Het vergt een zorgvuldige communicatie om de investeringsvoorstellen die hierin vallen aan te trekken en voor zover dit niet automatisch gebeurt deze voorstellen ook mede zelf actief vorm te geven via onder andere de ontwikkeltaak (zie hoofdstuk 4). Het idee van verschillende van onze gesprekspartners is dat Invest-NL dan weet waar het aan toe is en dat het beter in staat is om binnen de gestelde kaders met 'vrijheid' te werken als het normrendement duidelijk is. Invest-NL geeft aan dat ze het uitblijven van een normrendement niet als beperking ziet voor haar handelen.

3.4.8 Complicerende factor van participeren in volgende investeringsrondes

Een tweede afgeleide vraagstuk van de verhouding tussen financieel en maatschappelijk rendement is het vraagstuk in hoeverre Invest-NL kan participeren in volgende investeringsrondes (en zo bijvoorbeeld niet meteen behoeft te 'verwateren'). We kunnen dat ook aanduiden als het exit-beleid van Invest-NL. Het moment van exit is het moment dat

[128] Het vaststellen van het normrendement drie jaar na oprichting is een toezegging aan de Tweede Kamer.

investeerders als Invest-NL bij aandelenvermogen het rendement kunnen maken dat nodig is. Het is belangrijk dat spelers als Invest-NL zelf kunnen bepalen wanneer dat moment van exit is. De timing zal sterk afhangen van de ontwikkeling van de investering, en de private overname-mogelijkheden die op enig moment ontstaan. Dit is van belang als een groeibedrijf ook in volgende financieringsrondes niet alle financiering uit de markt kan krijgen, maar ook voor Invest-NL zelf om niet te verwateren als grote private financiers instappen. Wat 'ruimte' voor een goed exit-beleid is dus nodig.

Zoals we in paragraaf 2.5 al constateerden, bestaat er onder Nederlandse scale-ups behoefte aan grotere financieringsrondes en groeikapitaal. In deze behoefte wordt zoals aangegeven in paragraaf 2.5 voor een belangrijk deel voorzien door buitenlandse participatiemaatschappijen. Invest-NL heeft vanwege haar ruime investeringsbeleid (tussen €5 miljoen en €50 miljoen) mogelijkheden om samen met (buitenlandse) co-investeerders door te investeren in startups en scale-ups om zo de Nederlandse investeringen in deze snelgroeiende MKB-bedrijven te versterken. Het kunnen doorinvesteren in vervolgrondes door Invest-NL is volgens verschillende geïnterviewden – niet in de laatste plaats vertegenwoordigers van Invest-NL zelf - ook nodig zodat Invest-NL het normrendement op portefeuilleniveau kan behalen. Het is immers zeer lastig om in een zeer risicovolle markt een normrendement te halen wanneer je niet in volgende rondes mag doorinvesteren in succesvolle ondernemingen (de echte 'plussen' die je dan financiert moet je snel loslaten). Beperkingen op de exit-mogelijkheden zullen rendementsverwachtingen negatief beïnvloeden.[129]

Op het moment dat vervolginvesteringen ook door private partijen zouden kunnen worden gedaan, dan zou je kunnen beredeneren dat er in principe geen additionele rol meer is voor spelers als Invest-NL die aanvullend op de markt moeten functioneren. Echter, voor het behalen van het normrendement op portfolioniveau is het nodig om dan nog met private partijen te kunnen co-investeren in vervolgrondes. Invest-NL heeft tot dusver bescheiden meegedaan in tweede ronde investeringen, maar het vraagstuk van participeren in volgende investeringsrondes zal naar verwachting komende jaren steeds vaker actueel zijn. De additionaliteitseis geldt met andere woorden vooral aan het begin bij het aangaan van de initiële investering, maar moet mogelijk minder streng gehanteerd worden bij vervolginvesteringen. Zowel EZK als Invest-NL lijken deze visie te onderschrijven.

Net als bij het normrendement is op het punt van exit-beleid behoefte aan duidelijkheid. In de Machtigingswet en in de Memorie van Toelichting wordt weliswaar uitgebreid gesproken over additionaliteit, maar wordt geen duidelijkheid gegeven welke ruimte er is voor Invest-NL om door te financieren en zelf haar exit-beleid vorm te geven. Hier lijkt een rol weggelegd voor de twee meest direct betrokken departementen EZK en Financiën om in samenspraak met Invest-NL op dit punt meer helderheid te verschaffen. De indruk van enkele interviewpartners is dat er momenteel veel aandacht is voor de initiële investeringen van Invest-NL, maar dat het nog ontbreekt aan een duidelijk exit perspectief. Er is opgemerkt dat het goed zou zijn als Invest-NL ook meer kijkt naar vragen over herfinanciering en doorfinancieren. Bij het structureren van financieringsvraagstukken kan een investeringsmaatschappij als Invest-NL veel waarde toevoegen. Het is hoofdzakelijk aan Invest-NL om het exitbeleid vorm te geven (binnen de randvoorwaarden die vanuit de wet gelden).

Al met al komt uit de deelparagrafen 3.4.5-3.4.7 het beeld naar voren dat sinds de oprichting van Invest-NL onvoldoende duidelijk is geweest hoe financieel en maatschappelijk rendement zich tot elkaar verhouden en wat prevaleert: hoewel Invest-NL aangeeft dat

[129] Overigens is de maximale exposure per bedrijf maximaal € 50 miljoen exposure per bedrijf; dit moet voorkomen dat Invest-NL te veel investeert in één 'topper' en beperkt ook de risico's in de totale portfolio.

maatschappelijk rendement het doel is en financieel rendement de randvoorwaarde, was het nog onvoldoende duidelijk hoe deze twee in de praktijk tegen elkaar worden afgewogen. Nu dat zich inmiddels uitkristalliseert is het zaak dit ook zo duidelijk mogelijk te communiceren om zo de juiste financieringsaanvragen aan te trekken (c.q. mede te ontwikkelen). Als onderdeel hiervan zou het volgens ons goed zijn als op korte termijn ook meer duidelijkheid over specifiek het verwachte normrendement van Invest-NL op portfolioniveau komt. Dit normrendement zal naar verwachting eind 2022 bekend worden gemaakt. Op een vergelijkbare manier is het gewenst dat er meer duidelijkheid ontstaat omtrent het exit-beleid van Invest-NL inclusief de mogelijkheden om bestaande financieringen te herstructureren.

3.5 Compliance milieu-, arbeidsomstandighedenwetgeving en MVO

In deze paragraaf behandelen we de onderzoeksvraag in hoeverre Invest-NL tijd en geld steekt in projecten met organisaties en ondernemingen die compliant zijn met milieuwetgeving, arbeidsomstandighedenwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Dit komt in paragraaf 3.5.1 aan bod. Daarnaast kijken we op welke wijze Invest-NL borgt dat zijzelf compliant is met relevante wet- en regelgeving op het gebied van milieuwetgeving, arbeidsomstandighedenwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen (paragraaf 3.5.2).

3.5.1 ESG in het investeringsproces

Invest-NL voert meerdere analyses uit om te bepalen of bedrijven of fondsen voldoen aan milieuwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Hierbij let Invest-NL op potentiële negatieve impact van de investering op milieu en maatschappij, maar ook op mogelijke (toekomstige) financiële risico's voor de investering ten gevolge van bepaalde sociale en milieu-risicofactoren. De toetsen die Invest-NL uitvoert om te bepalen of bedrijven en fondsen voldoen aan milieuwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen staan beschreven in het Impact en Environmental, Social en Governance (ESG) beleid van Invest-NL. De belangrijkste aspecten van dit beleid zijn:[130]

- Invest-NL toets haar activiteiten en investeringen aan internationale richtlijnen, bijvoorbeeld: UN Global Compact, OECD Guidelines for Multinational Enterprises, UN Guiding Principles on Business and Human Rights en de UN Principles on Responsible Investment.
- Invest-NL heeft een uitsluitingenbeleid. In dit beleid staat beschreven met welke partijen Invest-NL per definitie geen zaken doet, bijvoorbeeld bedrijven die actief zijn in sectoren als wapenhandel, alcohol en tabak of gericht zijn op de traditionele waardeketen van fossiele brandstoffen.
- Invest-NL heeft een engagement beleid. Het doel van dit beleid is om belangrijke ESG-thema's bespreekbaar te maken met de bedrijven en fondsen waarin Invest-NL investeert om uiteindelijk aan te sturen op verbeteringen. Denk hierbij aan thema's als het gebruik van schaarse materialen, activiteiten die ten koste gaan van biodiversiteit of het gebrek aan diversiteit in het management of bestuur.
- Invest-NL heeft een thematisch ESG-raamwerk/checklist ingericht. Dit raamwerk helpt de deal teams om snel een beeld te krijgen van relevante ESG-risico's in de verschillende sub-sectoren binnen een thema. Daarnaast levert het raamwerk een gerichte ESG due diligence-vragenlijst op die direct relevant is voor het bedrijf of fonds dat vraagt om een financiering.

[130] Invest-NL (2022). Invest-NL mpact en ESG-beleid [Invest-nl.nl]

- Invest-NL heeft verdere stappen gemaakt op het gebied van ESG-afspraken in investeringsovereenkomsten. In deze overeenkomsten worden de uitsluitingen gewaarborgd, evenals een focus op diversiteit in het aannamebeleid voor senior functies en bestuursfuncties.
- Invest-NL heeft in 2021 een proces ingericht om ook tijdens de beheerfase (dus na afronden van het investeringsproces) de ESG-status en voortgang te monitoren.

Middels genoemde aspecten van het impact en ESG-beleid maakt Invest-NL een inschatting van de ESG (Environmental, Social en Governance) risico's en kansen van een investering. De raad van commissarissen houdt toezicht op de uitvoering van het Impact en ESG-beleid.

Uit de dossieranalyse (zie paragraaf 3.2.3) bleek dat op basis van deze ESG-analyses harde go/no-go beslissingen worden genomen. Als Invest-NL niet overtuigd is van de milieu-impact van een investering, of als ze twijfels hebben over de governance van een bedrijf dan is dit een reden voor afwijzing, ook als de businesscase hoopvol is. Dit blijkt uit een voorbeeld waarbij Invest-NL contact heeft opgenomen met de auteur van de *Lifecycle analysis* van een propositie nadat ze niet overtuigd waren van de potentiële CO_2-reductie van de betreffende propositie. Toen in dit gesprek duidelijk werd dat CO_2-reductie daadwerkelijk gering was, is besloten de propositie af te wijzen. De propositie heeft uiteindelijk elders in de markt financiering gevonden. In de dossieranalyse zijn meerdere vergelijkbare voorbeelden naar voren gekomen, waarbij op basis van een geringe CO_2-reductie of twijfels over de governance proposities zijn afgewezen.

3.5.2 ESG-beleid Invest-NL

Hierboven zagen we dat Invest-NL hoge eisen stelt aan het ESG-beleid van de bedrijven en fondsen waarin het investeert. Invest-NL heeft echter ook duidelijke interne richtlijnen en eisen op het gebied van ESG. De belangrijkste aspecten van het interne ESG-beleid zijn[131]:

- Invest-NL toetst haar eigen bedrijfsvoering aan de eerdergenoemde international richtlijnen als de UN Global Compact, OECD Guidelines for Multinational Enterprises en de UN Guiding Principles on Business and Human Rights.
- Invest-NL heeft een gedragscode opgesteld, in deze gedragscode staan de principes integriteit, respect en professionaliteit centraal. Deze dienen als leidraad voor het professioneel gedrag van de medewerkers en wordt besproken met nieuwe medewerkers bij indiensttreding.
- Invest-NL besteedt aandacht aan inclusie en diversiteit, en houdt hier rekening mee in het aannamebeleid.
- Invest-NL probeert haar CO_2-voetafdruk en materiaalgebruik te beperken. Zo wordt voor kantoorinrichting materiaal hergebruikt en is het gebouw verduurzaamd. Ook rapporteert Invest-NL jaarlijks haar eigen emissies.
- Invest-NL toets haar leveranciers eenmalig op MVO- en ESG-beleid als er sprake is van inkopen boven de €50.000.
- Invest-NL heeft een klachtenregeling die door stakeholders kan worden gebruikt om klachten te delen.
- Invest-NL heeft een Speak-Up/klokkenluidersregeling. Via deze regeling kunnen werknemers misstanden vroegtijdig en laagdrempelig aankaarten.

De RvC houdt toezicht op het algehele beleid, waar ook het interne ESG-beleid onderdeel van uitmaakt.

[131] Invest-NL (2022). Invest-NL impact en ESG-beleid [Invest-nl.nl]

4 Evaluatie Ontwikkeltaak

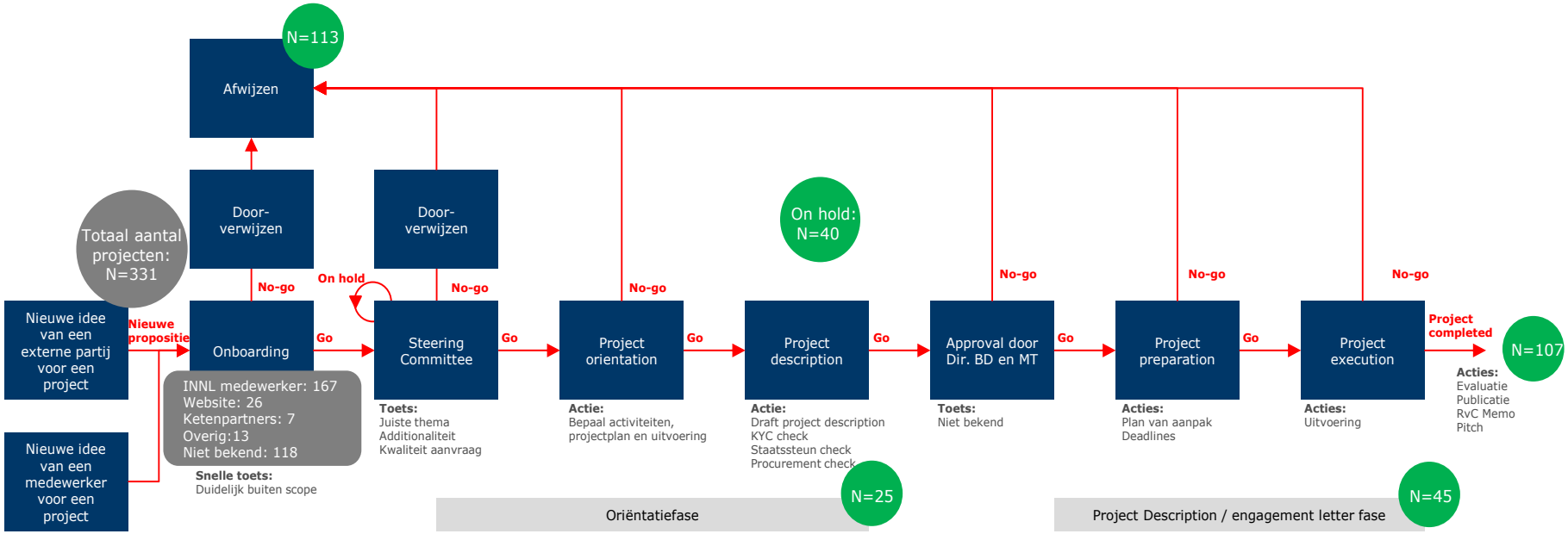
In dit hoofdstuk behandelen we de Ontwikkeltaak van Invest-NL. Dat doen we door eerst inzicht te geven in de wijze waarop de Ontwikkeltaak (of Business Development) wordt uitgevoerd (paragraaf 4.1). Dat doen we door eerst – net als bij de Investeringstaak – te kijken naar de inrichting van de workflow: hoe komt Invest-NL binnen de Ontwikkeltaak tot proposities/projecten. In deze meer feitelijke paragraaf zullen we vervolgens zo concreet mogelijk activiteiten benoemen die onder de labels marktontwikkeling, propositiebegeleiding en financiële productontwikkeling schuilgaan. Vervolgens kijken we specifiek naar de samenwerking tussen de investeringskant en de ontwikkelkant van Invest-NL (paragraaf 4.3) en tenslotte de afstemming zoals die plaatsheeft tussen (overwegend) de ontwikkelkant van Invest-NL en de verschillende departementen (paragraaf 4.4).

4.1 Wijze waarop ontwikkeltaak wordt uitgevoerd

4.1.1 Workflow Ontwikkeltaak

In deze paragraaf gaan we in op de werkwijze van de ontwikkeltaak van Invest-NL. Op basis van een analyse van documentatie, een databestand die door Invest-NL is aangeleverd en een toelichtend gesprek is een inzicht in de workflow van de ontwikkeltaak verkregen. Onderstaande figuur toont een schematische weergave van deze workflow. Projecten binnen Business Development komen tot stand door ofwel een nieuw idee van een externe partij voor een project, ofwel een nieuw idee voor een project van een medewerker van Invest-NL. In totaal zijn er 331 mogelijke projecten in het **onboarding proces** gekomen. De meeste projecten zijn tot stand gekomen door Invest-NL medewerkers (167 van de 331). Verder zijn 26 projecten via de website bij Invest-NL terechtgekomen, 7 via ketenpartners (zoals RVO en provincies), 13 projecten op een overige manier en bij 118 projecten is niet gecodeerd hoe deze in het onboarding proces zijn gekomen. In het onboarding proces wordt gekeken of een project duidelijk niet binnen de scope valt. Als dit het geval is, wordt het voorstel afgewezen en eventueel doorverwezen. Na het onboarding proces vindt er een overleg in het **steering committee** plaats, waar wordt gekeken naar de additionaliteit van het project, de kwaliteit van de aanvraag en naar het juiste thema waarbinnen het project past. Hier wordt besloten of een project doorgaat naar de volgende fase in het proces (Go BD), dat het wordt afgewezen (No go) of dat het wordt doorverwezen naar het Capital team (Go CAP).

Na de steering committee volgt de **project orientation** en **project description** fase. Hierin wordt het projectplan verder uitgewerkt en worden de activiteiten gedefinieerd. Verder wordt er een KYC (Know Your Customer) check gedaan, alsmede een staatssteun check en een procurement check. Vervolgens gaat het project, na **goedkeuring door de directeur van Business Development en het managementteam** waarbij ook naar het budget wordt gekeken, naar de **project preparation** fase. Hierin wordt het plan van aanpak definitief opgesteld met de deadline en vervolgens wordt het project uitgevoerd in de **project execution** fase. In totaal zijn er 107 projecten compleet uitgevoerd bij de ontwikkeltaak. Verder zijn er 113 voorstellen voor projecten afgewezen en zijn 40 ontwikkelprojecten 'on hold'. Er zijn (per 14 juli 2022) 25 projecten in de oriëntatiefase en 45 projecten in de project description fase.



Figuur 17. Schematische weergave van de uitkomsten van de workflow van de Ontwikkeltaak van Invest-NL.

In de volgende subparagrafen zullen we de activiteiten van Invest-NL behorend bij de Ontwikkeltaak of Business Development in meer detail bespreken. We zullen daarbij eerst de resultaten van Business Development in 2020 en 2021 presenteren op basis van de jaarverslagen 2020 en 2021 en de Eindevaluatie Invest-NL Business Development 2021 die door Invest-NL zelf is opgesteld voor primair EZK en Financiën (paragraaf 4.1.2). Vervolgens bespreken we in welke mate deze resultaten ook zichtbaar zijn en gebruikt worden door de markt (paragraaf 4.1.3). Tot slot bespreken we de mate waarin Invest-NL heeft samengewerkt met andere partijen voor de uitvoering van de Business Development activiteiten (paragraaf 4.1.4).

4.1.2 Activiteiten behorend bij Ontwikkeltaak

Productontwikkeling, propositiebegeleiding en marktonderzoek

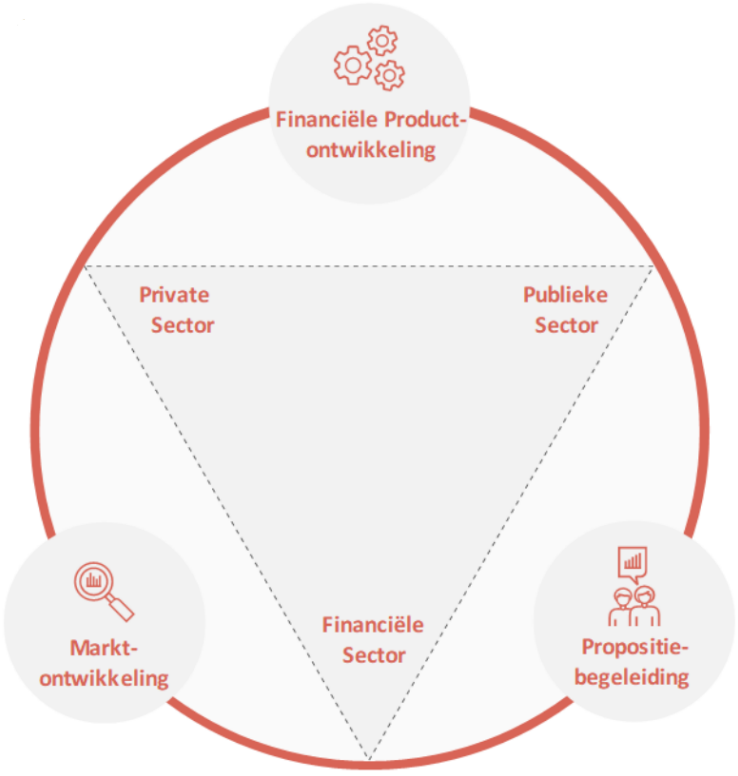
In paragraaf 2.2.1 hebben we de Business Development taken beschreven die Invest-NL via de Machtingswet heeft meegekregen. In de praktijk hebben die taken en bijbehorende handelingen zich vertaald in drie activiteiten[132], namelijk:

- **Financiële productontwikkeling**: het ontwikkelen van nieuwe financieringsinstrumenten. Denk hierbij bijvoorbeeld aan het opzetten van nieuwe investeringsfondsen met partners als het EIF en het realiseren van financiële instrumenten met gebruik van Europese middelen. Ook worden projectstandaarden voor financiering opgesteld. Het doel is om het aanbod van risicokapitaal in de markt en de investeringsbereidheid van financiers te vergroten.
- **Propositiebegeleiding**: het adviseren en ondersteunen van ondernemers/ondernemingen met het oplossen van knelpunten, bijvoorbeeld het verbeteren van de businesscase en het bieden van specifieke expertise voor het opschalen van innovatieve scale-ups (door professionele dienstverlenende partners aan te bieden). Het doel is om op deze manier de financieringsmarkt te verdiepen en te verbreden om daarmee het financieringslandschap verder uit te breiden.
- **Marktonderzoek/marktontwikkeling:** het uitvoeren van marktonderzoek ten behoeve van kennisopbouw om daarmee inzicht te bieden in nieuwe markten en deze verder te ontwikkelen. Dit gebeurt hoofdzakelijk door het verbinden van partijen in onderzoeken waarin kennis, data en expertise wordt gedeeld. Het uiteindelijke doel van de marktonderzoeken is om de financierbaarheid van innovatieve bedrijven te vergroten en de snelheid van financieringsbeslissingen te verhogen.

De samenhang zoals Invest-NL die zelf ziet is weergegeven in onderstaande figuur. Business Development levert marktontwikkeling, propositiebegeleiding en productontwikkeling aan bedrijven of consortia van partijen om tot een concrete financieringsvraag te komen. Bedrijven en/of projecten worden door Business Development opgenomen in de portfolio indien de bedrijfsactiviteiten zich richten op de ontwikkeling van een carbonneutrale en/of circulaire economie of bijdragen aan een toekomstgerichte toegang tot zorg. Vaak beginnen de projecten met een incomplete of niet voltooide financieringsvraag waarvoor nog diverse concrete marktontwikkelingsvraagstukken dienen plaats te vinden. Een specifieke onderneming wordt dan meegenomen in een generiek marktonderzoek om de propositie te positionering in de markt. Indien er vervolgens een specifiek begeleidingstraject kan worden opgetuigd om een eerste projectontwikkeling, commercieel salestraject of technische implementatie te voltooien, kan Business Development een begeleiding aanbieden in de vorm van een First Time Right (FTR) traject. Een FTR kan bestaan uit het aanbieden van

[132] Invest-NL. Business development [invest-nl.nl]

professionele juridische, technische of commerciële ondersteunende dienstverlening waarvoor Business Development externe partijen inhuurt.



Figuur 18. Schematische weergave van activiteiten behorend bij de Ontwikkeltaak. Bron: Invest-NL (2022). Eindevaluatie Business Development 2021.

In deze paragraaf gaan we verder in op de onderzoeksvraag welke ontwikkelactiviteiten Invest-NL heeft ontplooid op de hierboven beschreven gebieden. Dit doen we op basis van de jaarverslagen van 2020 en 2021. Tabel 3 en Tabel 4 geven een globaal overzicht van de resultaten van Business Development in respectievelijk 2020 en 2021.

Tabel 3: Globaal overzicht resultaten Business Development 2020. De focus op duurzaamheid gaat specifiek over circulariteit/CO2-neutraliteit. Bron: Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021.

	Gerealiseerd 2020	Waarvan gericht op duurzaamheid
Productontwikkeling	4	1
Propositiebegeleiding	5	4
Marktonderzoek	8	6

Tabel 4: Globaal overzicht resultaten Business Development 2021. De focus op duurzaamheid gaat specifiek over circulariteit/CO2-neutraliteit. Bron: Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021.

	Gerealiseerd 2021	Waarvan gericht op duurzaamheid	Werk in uitvoering eind 2021	Waarvan gericht op duurzaamheid
Productontwikkeling	3	1	12	9
Propositiebegeleiding	7	5	16	14
Marktonderzoek	12	10	29	23

Uit bovenstaande tabellen wordt duidelijk dat het merendeel van de resultaten marktonderzoeken zijn, een groot deel van deze onderzoeken (29) is nog in uitvoering. De meerderheid (80%) van de marktonderzoeken is gericht op circulariteit of CO2-neutraliteit (duurzaamheid). In totaal heeft Invest-NL de afgelopen twee jaar 28 proposities begeleid, waarvan er nog 16 in uitvoering zijn. Ook hier is het merendeel (82%) gericht op de thema's circulariteit en CO2-neutraliteit. Tot slot heeft Invest-NL tot eind 2021 19 producten ontwikkeld, waarvan er nog 12 in uitvoering waren. Ongeveer twee derde van deze producten (63%) is gericht op circulariteit of CO2-neutraliteit. In onderstaande tabellen zijn de resultaten in meer detail weergeven.

Tabel 5: Overzicht van het aantal afgeronde opdrachten Business Development in 2020. Bronnen: Invest-NL (2021). Jaarverslag 2020; Invest-NL (2021). Eindevaluatie Business Development 2020.

Afgeronde projecten eind 2020	Naam project	Toelichting
Productontwikkeling	TOPSS	Tijdelijk Overbruggingskrediet innovatieve start- en scale-ups, bedoeld voor startups en scale-ups die ondanks de coronacrisis willen en kunnen doorgroeien, maar geremd worden door het verminderde aanbod van risicokapitaal.
	ROMs Range Extender	Co-investment samenwerking tussen ROM's en Invest-NL voor tickets van minder dan €5 miljoen.
	Dutch Future Fund	Fonds gericht op opschalen innovatieve MKB-ondernemingen, gericht op een breed scala aan sectoren.
	First Time Right Facility	Programma gericht op informeren, voorlichten, adviseren en begeleiden van ondernemingen met een waardevolle propositie en de ambitie en het potentieel om op te schalen.
Propositiebegeleiding	E-waste recycling	Optimaliseren van het verdienmodel van E-waste recycling, waarbij private partijen, financiers en publieke partijen samenkomen.
	Ondergrondse waterkrachtcentrale	Ondersteuning van consortiumvorming en verder ontwikkelen van financieringsvraag voor de ontwikkelfase van een ondergrondse waterkrachtcentrale.
	Biodegradable Plastics	Samenbrengen van partijen om duidelijke financieringsvraag te creëren rondom biologisch afbreekbaar plastic.
	Verkenning van de verduurzamingsopgave binnenscheepvaart	Invest-NL werkt drie opties uit waarop de binnenvaart verduurzaamt kan worden. Het doel is om uiteindelijk een duidelijke financieringsvraag te creëren.
	Ontwikkeling van laadinfrastructuur	Invest-NL verkent wie/wat nodig is om tot een geschikt en gedragen laadinfrastructuur-ontwerp (publiek, privaat of combinatie) te komen. Indien de verkenning uitzicht geeft op een mogelijke investeringspijplijn zal Invest-NL BD de regierol in eerste fase op zich nemen.
Marktonderzoek	Marktonderzoek Wind op Zee	Onderzoek naar de businesscase voor wind op zee en de perceptie van investeerders op wind op zee.
	Kansen voor thermische opslagsystemen	LTW-A heeft Invest-NL benaderd voor ondersteuning in de onderzoeksfase: 1. opstellen van businesscases (inzicht kosten en opbrengsten voor betrokken partijen); 2. uitwerken van governance-/exploitatiemodellen; 3. beoordelen business-/organisatieplan en 4. analyse impact geboden alternatieven en 5. adresseren van het marktordeningsvraagstuk.
	Marktonderzoek warmteopslag	Samen met CE Delft heeft Invest-NL marktonderzoek uitgevoerd om de potentiële marktgrootte en potentiële bijdrage van thermische opslag in Nederland op termijn te onderzoeken.
	Foodvalley 2030	Onderzoek naar de knelpunten die agrifood innovaties ervaren tijdens opschaling.
	Circular Service Platform	Onderzoek naar hoe het Circular Service Platform moet worden ingericht zodat verschillende typen financiers kunnen investeren in circulaire assets.
	Verduurzaming Warmteontwikkeling Rotterdam VVE	Haalbaarheidsonderzoek naar de verduurzaming van gemengd bezit woningcorporaties
	Circular@Scale	Programma gericht op circulariteit in de bouwsector met een focus op het versnellen van kennisdelen en het adresseren van de knelpunten van circulaire ondernemingen.

Tabel 6: Overzicht aantal afgeronde opdrachten Business Development in 2021. Bron: Invest-NL (2022). Jaarverslag 2021.

Afgeronde projecten per 2021	Naam project	Toelichting
Productontwikkeling	Dutch Alternative Credit Instrument	Fonds met als doel de non- bancaire financieringssector verder te versterken en te laten groeien.
	ROM Range Extender	Co-investment samenwerking tussen ROM's en Invest-NL voor tickets van minder dan €5 miljoen.
	Deep Tech Fund	Fonds opgericht door EZK en Invest-NL gericht op kennisintensieve start- en scale-ups in de Deep Tech sector (fotonica, kwantumtechnologie etc.)
Propositiebegeleiding	Seizoensgebonden warmteopslag	Ontwikkelen van concrete handvatten en richtlijnen voor initiatiefnemers (o.a. gemeenten, warmtecoöperaties) om bedrijven die warmteopslag technologieën te helpen een voet aan de grond te krijgen bij warmteprojecten.
	PEF & FDCA onderneming	Uitwerken van een investering die nodig is om eerste commerciële PEF/PDCA (basis van nieuw type biobased plastic) fabriek te ontwikkelen.
	Alternatief geneesmiddel FSHD	Onbekend
	Warmteproject in Randstad	Project met als doel om hiermee zowel eigen financiering van warmtenetten mogelijk te maken, maar ook marktomstandigheden te creëren en financieringsmodellen op te zetten waarmee zowel publieke als private partijen daar ook in kunnen stappen.
	Energy Storage	Onbekend
	Energy Storage in Limburg	Onbekend
	Bio-LNG Solution	Onbekend
Marktonderzoek	Positionering/Marktanalyse kritieke metalen	Onderzoek naar de hoeveelheid kritieke metalen die nodig is voor de energietransitie.
	Positionering/Marktanalyse lichtgewicht zonnepanelen	Onderzoek naar de markt voor innovatie, lichtgewicht zonnepaneelsystemen.
	Positionering/Marktanalyse Battery energy storage in NL	Whitepaper over de samenhang van markten en de belangrijkste markt- en technologieontwikkelingen rondom batterijsystemen in het Nederlandse elektriciteitsnet.
	Positionering/Marktanalyse Gesloten Distributie Systeem (GDS) met opslag	Onderzoek naar de markt voor GDS systemen.
	Marktconsultatie waterstof	Onbekend
	Haalbaarheid/Business Case Analyse Gesloten distributiesystemen (GDS)	Onderzoek dat inzicht geeft in de barrières en kansen in de financierbaarheid van GDS systemen.
	FCR Marktonderzoek	Marktanalyse van FCR (frequentiebalancering), onderdeel van energieopslag project

Afgeronde projecten per 2021	Naam project	Toelichting
	Financierbaarheid Gesloten Distributie Systemen (GDS)	Onderzoek dat inzicht geeft in de belemmeringen die financiers ervaren bij het financieren van Gesloten Distributie Systemen (GDS) met opslag.
	Marktanalyse Circular Critical Raw Materials	Onbekend
	Community of Practice – Sustainable Finance Lab	Onbekend
	ScaleupNation Circular@Scale	Onbekend
	Haalbaarheid/Business Case lichtgewicht zonnepanelen	Verkenning van de barrières en mogelijke oplossingsrichtingen voor projectfinanciering van nieuwe lichtgewicht zonnepanelen.

Een specifieke vorm van productontwikkeling die hier nog niet is genoemd, maar door gesprekspartners als zeer waardevol wordt aangemerkt, is de rol die Invest-NL speelt bij het mobiliseren van Europese middelen (zie box hieronder).

Box 7. Mobiliseren van Europese middelen

Een belangrijke taak van de Business Development afdeling van Invest-NL, die valt onder productontwikkeling, is het mobiliseren van Europese financiële middelen. In de afgelopen jaren heeft Invest-NL twee grote fondsen opgezet in samenwerking met het European Investment Fund: het Dutch Future Fund (DFF) en het Dutch Alternative Credit Instrument (DACI). Daarnaast is Business Development ook verantwoordelijk voor het verwerven van de implementing partner status van EU-Invest door Invest-NL. Dit maakt het gemakkelijker EU-middelen te laten landen in Nederland.

In 2020 hebben Invest-NL en EIF samen het DFF-fonds opgericht, een fonds gericht op investeringen in groei- en durfkapitaalfondsen. Invest-NL en EIF hebben beide €150 miljoen gecommitteerd, in totaal is er dus €300 miljoen beschikbaar gesteld voor investeringsfondsen die zich richten op innovatieve Nederlandse groeibedrijven. Inmiddels zijn er 13 durf- en groeikapitaalfondsen succesvol gefinancierd middels het DFF-initiatief, die in totaal €3,2 miljard aan risicokapitaal hebben opgehaald.

In 2021 hebben Invest-NL, het ministerie van EZK en EIF het Dutch Alternative Credit Instrument opgezet (DACI). Invest-NL en het ministerie van Economische Zaken committeerden beide €50 miljoen aan dit mandaat, het EIF committeerde €100 miljoen. DACI is gericht op het verstrekken van kapitaal aan niet-bancaire financiers, die op hun beurt het Nederlandse MKB bedienen. Het gaat specifiek om fondsen die het MKB steunen met primair leningen onder de €2 miljoen. Invest-NL heeft de afspraak gemaakt dat bij deze fondsen gemiddeld minimaal 2 euro terecht bij Nederlandse bedrijven voor iedere euro die Invest-NL investeert.

Uit de hierboven genoemde voorbeelden blijkt dat Invest-NL in staat is geweest om Europese middelen te mobiliseren. Een taak die door veel gesprekspartners als essentieel wordt bestempeld.

De meest concrete resultaten van Business Development zijn de (financiële) producten die ontwikkeld zijn. In 2020 en 2021 zijn er in totaal zeven financiële producten ontwikkeld, waarvan twee in samenwerking met EIF (DACI en DFF). Bij de ontwikkeling van deze producten is Invest-NL ook duidelijk additioneel aan de markt. Het beeld over het belang en de additionaliteit van de marktonderzoeken en propositiebegeleiding is gemengder. We zullen hier verder op ingaan in subparagraaf 4.1.3.

Naast de huidige activiteiten die Invest-NL uitvoert op het gebied van Business Development zien gesprekspartners nog andere mogelijkheden voor de ontwikkeltak van Invest-NL:

- Adviesvragen: verschillende departementen geven aan dat overheid vaker adviesvragen bij Invest-NL zou kunnen neerleggen. Op een dergelijke manier was Invest-NL ook betrokken bij het opstellen van de warmtewet. Zo kan de kennis van Invest-NL beter benut worden.
- *Deep dives*: het organiseren van *deep dives*, brainstrom sessies waarbij experts of bepaalde thema's samenkomen om de diepte in te duiken rondom het betreffende thema, wordt ook gezien als een kans voor Invest-NL. Op deze manieren kan in een neutrale setting gewerkt worden aan het lostrekken van markten.

Een belangrijk aandachtspunt bij de uitvoering van de activiteiten van Business Development blijft het voorkomen van overlap met de activiteiten van marktpartijen. Uit de gevoerde gesprekken blijkt dat er incidenteel al overlap is tussen de activiteiten van Invest-NL en marktpartijen. Om te voorkomen dat dit in de toekomst vaker gebeurt moet Invest-NL actief contact blijven onderhouden met haar belangrijkste stakeholders/marktpartijen.

4.1.3 Zichtbaarheid van activiteiten Business Development

In tegenstelling tot private actoren dient Invest-NL de resultaten van haar Business Development activiteiten – want gesubsidieerde - publiek beschikbaar te maken en bijvoorbeeld te delen met andere financiers. De Business Development activiteiten dienen ook 'breed' te worden opgezet, zodat de markt of sector als geheel hier profijt van heeft. Zo bezien dient de subsidie om een kennis- of intelligencefunctie in het leven te roepen die moet helpen om uiteindelijk specifiek transitieopgaven beter financierbaar te maken en eventuele marktfalens te bestrijden. In die zin dient de subsidie de totstandkoming van een publiek goed die tot stand komt via een private instelling.

Hoewel het doel van Invest-NL dus is om kennis breed beschikbaar te maken, lijkt deze in praktijk nog maar beperkt neer te slaan bij marktpartijen. Het beeld dat naar voren komt op basis van de gevoerde gesprekken is dat de activiteiten van de Business Development afdeling van Invest-NL beperkt zichtbaar zijn voor andere actoren in de markt: het merendeel van de gesprekspartners geeft aan niet of nauwelijks bekend te zijn met de activiteiten en resultaten van de Business Development afdeling van Invest-NL[133]. Dit kan uiteraard anders liggen voor direct betrokkenen, bijvoorbeeld die partijen die direct betrokken zijn bij propositiebegeleiding.

Op basis van de gevoerde gesprekken met de verschillende gesprekspartners ontstaat het volgende beeld over de drie activiteiten van Business Development:

- De marktonderzoeken van Invest-NL dragen bij aan haar eigen kennisopbouw en stelt Invest-NL in staat om zich te specialiseren op een aantal onderwerpen, wat uiteindelijk bijdraagt aan de ambitie om lead-investor te worden. Het feit dat dergelijke marktonderzoeken niet breed bekend zijn in de markt geeft echter wel aan dat er nog veel ruimte is voor verbetering[134], hetzij op inhoudelijk of communicatief gebied. Zolang deze studies namelijk niet door de markt worden gelezen en gebruikt valt het te betwijfelen of dergelijke onderzoeken bijdragen aan het bredere (publieke) doel van Business Development.
- Met haar propositiebegeleiding maakt Invest-NL proposities financierbaar, het feit dat deze taak niet alom bekend is, betekent niet dat deze trajecten niet waardevol zijn. Wel is het zo dat voor een groot deel van de proposities die begeleid zijn het nog onduidelijk is of deze financiering zullen vinden in de markt. De proposities die financiering hebben gevonden hebben dit in alle gevallen gevonden in de markt (wat te prijzen is omdat het toont dat deze cases niet voor "eigen gewin" worden gedaan). Echter, verwacht zou mogen worden dat tenminste enkele cases ook door Invest-NL Capital opgepikt zouden worden om tot financiering te komen. Propositiebegeleiding heeft (tot op heden) nog niet bijgedragen aan het vullen van de eigen portfolio. Dit

[133] Bij de oprichting van Invest-NL is er bewust voor gekozen om het te presenteren als één bedrijf. Dit heeft er achteraf wellicht voor gezorgd dat de bekendheid van Business Development beperkt is.

[134] Dit sluit echter niet uit dat op deelmarkten de bekendheid groter is. Op specifieke deelthema's als bijvoorbeeld *cable pooling* of de activiteiten van het Versnellingshuis op het thema circulaire economie is de bekendheid groter. We hebben het hier specifiek over de *brede* bekendheid van Business Development.

is overigens ook geen expliciet doel van de Business Development afdeling van Invest-NL, dat een breder, publiek doel dient. Het gevolg is wel dat het lastig is voor Invest-NL om de bijdrage van haar activiteiten aan de totstandkoming van private financiering aan te tonen. Er is ook kritiek vanuit enkele partijen op het feit dat Invest-NL überhaupt aan propositiebegeleiding doet. Zij zijn van mening dat propositiebegeleiding typisch een taak is voor bestaande marktpartijen, zoals private investeerders, en zien hier geen (additionele) rol weggelegd voor Invest-NL.

- Veel gesprekspartners zijn niet op de hoogte van het feit dat de ontwikkeling van financiële producten een taak is van de Business Development afdeling van Invest-NL. Toch is dit een zeer belangrijke taak van Invest-NL. Zo zijn er de afgelopen twee jaar verschillende financiële producten ontwikkeld en speelt Invest-NL een cruciale rol in het mobiliseren van Europese middelen. Het duidelijker communiceren over deze taak zien we dan ook als een kans voor Invest-NL.

Al met al lijkt het dus nodig de zichtbaarheid van de Invest-NL activiteiten te verbeteren en goed bij te houden wanneer een Business Development activiteit specifiek bijdraagt aan het financierbaar maken van investeringsprojecten op de transitiegebieden, hetzij door andere financiers of Invest-NL zelf. Omdat we in hoofdstuk 3 al tot de conclusie kwamen dat het aantal proposities dat uiteindelijk in aanmerking komt voor financiering door Invest-NL bescheiden is, zou wellicht een groter aantal financieringen tot stand moeten komen via de ontwikkeltaak van Invest-NL (ook hier dient additionaliteit gewaarborgd te worden).

4.1.4 Samenwerking met andere partijen

In de afgelopen jaren heeft Invest-NL met verschillende partijen samengewerkt. De belangrijkste stakeholders zijn:

- Klanten
- Medewerkers
- Co-financiers
- Departementen (specifiek de ministeries van EZK en Financiën)
- European Investment fund en de Europese Commissie

In deze paragraaf zullen we de samenwerking van Invest-NL met deze verschillende stakeholders beschrijven. We doen dit op basis van de beschikbare documentatie (m.n. jaarverslagen) en de bevindingen uit onze interviews.

Klanten

Invest-NL staat in nauw contact met haar klanten. Zo heeft Invest-NL frequent contact met haar klanten via de mail, telefoon of teams. Ook blijk uit gesprekken dat Invest-NL haar (potentiële) klanten op locatie bezoekt wanneer mogelijk. In 2021 heeft Invest-NL ook een klanttevredenheidsonderzoek[135] uitgevoerd. Uit dit onderzoek bleek dat het contact met de medewerkers van Invest-NL als zeer prettig wordt ervaren, dit werd ook meermaals bevestigd in de gesprekken die wij hebben gevoerd met verschillende stakeholders. De medewerkers worden ook als goed benaderbaar ervaren. Er kwamen in het klanttevredenheidsonderzoek ook een aantal verbeterpunten naar voren. Zo worden de doorlooptijden als te lang ervaren, en is het klanten niet altijd duidelijk wat Invest-NL precies te bieden heeft (de zichtbaarheid is beperkt). Deze aspecten worden herkend door onze gesprekspartners, zowel door stakeholders als Invest-NL zelf. Een kritiekpunt dat we verder uit de gesprekken ophalen is dat beslissingen van Invest-NL door sommige ondernemers niet altijd begrepen

[135] De steekproef van dit onderzoek was overigens zeer klein.

worden. Dit hangt waarschijnlijk vooral samen met het feit dat er in de eerste twee jaren veel aanvragen zijn afgewezen (omdat de scope van Invest-NL nog niet geheel duidelijk was) en dat sommige aanvragers lang op deze afwijzing hebben moeten wachten. Verder halen we op dat de zware *term sheets* soms leiden tot onbegrip bij ondernemers.

Tevens wordt in de gesprekken aangegeven dat Invest-NL een organisatie is die zich sterk ontwikkeld heeft (en nog steeds sterk in ontwikkeling is), recente ervaringen met Invest-NL zijn dan ook vaker positief dan ervaringen kort na oprichting. Dit jaar zal er een breder klanttevredenheidsonderzoek worden uitgezet, waarbij een completer beeld van de ervaringen van klanten wordt verwacht.

Medewerkers

Invest-NL ziet haar medewerkers als een van de belangrijkste stakeholders. Er worden meerdere malen per jaar ontwikkelingsgesprekken gehouden waarin medewerkers hun ambities en behoeften kunnen ventileren, en er is een digitale tool ontwikkeld waarmee ook tussen deze momenten de dialoog gestimuleerd wordt. Ook is er in 2021 een SpeakUp-regeling geïmplementeerd en is er een vertrouwenspersoon benoemd. Over de tevredenheid van medewerkers over hun werk bij Invest-NL kunnen we op basis van de gevoerde gesprekken geen uitspraken doen.

Co-financiers

De samenwerking van Invest-NL met co-financiers concentreert zich hoofdzakelijk rondom (potentiële) transacties. Wel heeft Invest-NL in de afgelopen twee jaar met vrijwel alle Nederlandse Venture Capital partijen gesproken om zo de markt beter te leren kennen. Dit doet Invest-NL ook door de werkgroep Circulaire Economie van het Platform voor Duurzame Financiering van De Nederlandsche Bank voor te zitten[136].

De ervaringen van co-financiers met Invest-NL zijn wisselend. Enerzijds horen we positieve verhalen over succesvolle samenwerkingen met Invest-NL, deze voorbeelden staan ook beschreven in de jaarverslagen. Anderzijds zijn er ook partijen die minder positieve ervaringen met Invest-NL hebben, veelal vanwege onduidelijkheid over waar Invest-NL nu precies voor staat (ook door de veelheid aan activiteiten die ze uitvoeren).

Ministerie van Financiën en EZK

Als Staatsdeelneming vindt regulier overleg plaats tussen de aandeelhouder (Minister van Financiën) en Invest-NL. Ook met de beleidspartner, het ministerie van EZK, vindt regelmatig overleg plaats. Met de overige beleidsmatig betrokken ministeries (o.a. BZK, VWS en IenW) vindt periodiek overleg plaats. De afstemming met deze ministeries behandelen we in een aparte paragraaf (zie paragraaf 4.3).

RVO

Op basis van de gevoerde gesprekken blijkt dat de samenwerking met RVO met name plaatsvindt op basis van kennisuitwisseling. Er zijn ook regelmatig gesprekken over de mogelijke uitvoering van nieuwe regelingen, maar hier is het tot op heden niet van gekomen. Er zijn dus connecties die met name op projectbasis worden aangehaald, dit proces is niet geformaliseerd.

[136] Binnen dit platform werken financiële instellingen samen om financieringsknelpunten op het gebied van de Circulaire Economie aan te pakken.

European Investment Fund

Invest-NL werkt nauw samen met het European Investment Fund (EIF). Zo participeren ze samen in durf- en groeikapitaalfondsen, om meer risicokapitaal beschikbaar te maken voor het innovatieve MKB in Nederland. Op deze manier worden dus Europese middelen gemobiliseerd voor de Nederlandse markt. De belangrijkste fondsen die de afgelopen jaren zijn opgezet zijn (zoals eerder beschreven) Dutch Alternative Credit Instrument (DACI) en het Dutch Future Fund (DFF). Volgens de jaarverslagen van Invest-NL vindt er contact plaats rondom elk concreet financieringsvoorstel onder DACI of DFF. Ook is er regelmatig contact rondom de pijplijn van deze fondsen. Tot slot is Invest-NL ook aandeelhouder van het EIF en neemt het zodoende ook deel aan de daar aan gerelateerde bijeenkomsten. Het positieve beeld dat Invest-NL schetst over haar Europese samenwerking wordt bevestigd in de gevoerde gesprekken met onder andere het EIF en de EIB (Europese Investeringsbank).

Europese Commissie (EC)

Invest-NL beschrijft in haar jaarverslagen dat het rondom de aanvraagprocedure voor InvestEU garanties geregeld contact heeft met de EC. In 2021 hebben Invest-NL en de EC contact gehad met betrekking tot het beantwoorden van vragen over de InvestEU procedure, het informeel doorspreken van de garantieproducten en het geven van feedback op concept InvestEU templates en processen. We hebben in deze evaluatie niet gesproken met (leden van) de EC en kunnen dus geen uitspraken doen over het oordeel van de EC over de samenwerking met Invest-NL.

4.2 Samenwerking tussen Business Development en Capital

Bij private partijen zijn over het algemeen alle Business Development activiteiten gericht op het vullen van de pijplijn van de Capital afdeling. Het mandaat van Invest-NL is echter breder en het werk dat door Business Development wordt verricht dient publiek beschikbaar te worden gemaakt en de markt als geheel te dienen. De Business Development afdeling van Invest-NL is dan ook in lijn met dit doel ingericht.

De thematische focus van de Business Development afdeling van Invest-NL verschilt niet sterk ten opzichte van de Capital afdeling: beide zijn gericht op activiteiten (Business Development) of investeringen (Capital) die een bijdrage leveren aan het realiseren van maatschappelijke transitieopgaven of aan de Nederlandse economie. Door de overeenkomsten in de thematische focus ondersteunen de activiteiten van de ontwikkeltaak ook de kennisopbouw van professionals die zich bezighouden met de Investeringstaak. Zoals eerder beschreven is deze kennis echter niet exclusief bestemd voor Invest-NL zelf. De vraag is dan ook opportuun of Invest-NL kan uitgroeien tot lead-investor op geselecteerde (transitie)thema's als zij die kennis telkens moet delen met andere financiers? Invest-NL geeft duidelijk aan deze zorg niet te delen omdat private partijen ook met de kennis gedeeld door Invest-NL nog echt veel stappen moeten doorlopen voordat ze zelf volwaardig kunnen investeren in deze domeinen. Invest-NL zal in die gevallen een belangrijke kennispartner blijven voor marktpartijen.

Het is dan ook niet zo dat de activiteiten van Business Development (met name de propositiebegeleiding) dienen te leiden tot exclusieve investeringen door de Capital afdeling. Na de onderzoek en ontwikkelfase kan een propositie opgewerkt worden tot een investeringscasus. Er wordt dan gecontroleerd of de markt (nog steeds) niet kan voorzien in de financiering, met andere woorden: is Invest-NL nog additioneel? De praktijk leert dat er tot op heden geen proposities zijn begeleid door Business Development die hebben geleid tot een investering door Capital. In alle gevallen is de financiering dus door de markt opgepakt, voorbeelden zijn de ontwikkeling van bio-methanol tankers en seizoensgebonden warmteopslag. Er is momenteel wel een aantal proposities dat vanuit Business Development is

overgedragen aan Capital en mogelijk leiden die binnen afzienbare termijn tot een investering vanuit Capital.

De Business Development en Capital afdeling van Invest-NL zijn dus duidelijk van elkaar gescheiden afdelingen met verschillende taken, maar met een gemeenschappelijk doel.[137] Het is echter wel zo dat Business Development bedrijfsgevoelige informatie binnen haar eigen systemen managet en deze niet deelt, tenzij het betreffende bedrijf er omwille van een potentiële investeringspropositie toestemming voor geeft. Ook is de urenadministratie van beide afdelingen gescheiden. Wanneer Business Development taken uitvoert voor Capital (en vice versa) worden deze uren bijgehouden en per kwartaal verrekend.

Verder ontstaat op basis van de gevoerde gesprekken het beeld dat de Business Development en Capital afdeling kort na oprichting wellicht te separaat opereerden. De samenwerkingen tussen Business Development en Capital is in het afgelopen jaar verbeterd door themateams te vormen. Hierdoor werken beide afdelingen niet meer in silo's maar worden deze 'geblend' rondom de verschillende focusgebieden van Invest-NL. Op basis van de gesprekken met Invest-NL lijken zowel Capital als Business Development tevreden over de huidige samenwerking.

4.3 Afstemming met departementen

Strikt genomen is Invest-NL een private entiteit waar de overheid 100% aandeelhouder van is en Invest-NL opereert als 'organisatie op afstand'. Niettemin zouden de twee meest direct betrokken departementen (Financiën en EZK) in de verleiding kunnen komen zich directer met de investeringen van Invest-NL te bemoeien. Dit is voor zover wij kunnen nagaan niet het geval. Wel is er een verschil in het type betrokkenheid van beide departementen. Financiën stelt zich op als aandeelhouder en laat veel over aan Invest-NL zelf en bewaart naar eigen zeggen voldoende afstand tot Invest-NL. Uitgangspunt is de in juli 2022 geactualiseerde Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid van het Ministerie van Financiën.[138] Er is een hoge investeringsdrempel voordat investeringen langskomen bij het ministerie. Bij de investeringsafbakening heeft Financiën wel een consultatierol. Daarnaast is er als onderdeel van het MVO-beleid een lijstje met 'uitsluitingen'; gebieden waarin Invest-NL per definitie niet mag investeren. Daar waar Financiën vooral betrokken is als aandeelhouder is EZK meer beleidsmatig betrokken. Ook EZK houdt gepaste afstand, maar wendt zich sporadisch tot Invest-NL om verduidelijking te vragen rondom (niet) verstrekte investeringen, en hoe in de praktijk bepaalde criteria worden toegepast. Er is ook contact tussen EZK en de Capitalkant van Invest-NL over financiering van start- en scale-ups in algemene zin en op beider initiatief. EZK wordt evenals Financiën geconsulteerd over het investeringsbeleid, maar het is volgens EZK aan Invest-NL om uiteindelijk te bepalen waar ze in investeren. EZK heeft wel aangedrongen op de totstandkoming van fondsen als DFF, DACI en meer recent het Deep Tech fonds (een coproductie tussen EZK en Invest-NL). Binnen EZK zijn aparte accounthouders voor Invest-NL aangesteld.

EZK heeft daarnaast ook een subsidierelatie met Invest-NL waar het de ontwikkeltaak betreft (zie ook paragraaf 2.1 en paragraaf 4.2) en die gericht is op marktontwikkeling, propositiebegeleiding en financiële productontwikkeling. Waarbij wel sprake is van een intensiever afstemming, hoewel EZK ook aangeeft nog te zoeken naar het juiste niveau van detail.

---

[137] In dit verband wordt wel gesproken over Chinese walls. Dit betreft niet zozeer de scheiding tussen Capital en Business Development alswel de situatie waarbij verschillende ondernemingen met eenzelfde technologie in de portfolio van Invest-NL zitten of partijen met conflicterende belangen in de supply chain.

[138] Ministerie van Financiën (2022). Nota Deelnemingenbeleid Rijksoverheid 2022 [rijksoverheid.nl]

Invest-NL verantwoord de inzet van deze subsidiemiddelen (€ 7,6 miljoen in 2021) jaarlijks.[139] Een zichtbaar resultaat van de ontwikkeltaak van Invest-NL zijn de ontwikkeling van de diverse fondsen en het kwalificeren van Invest-NL als implementing partner voor Invest-EU. Invest-NL kan op specifieke vraagstukken (bijvoorbeeld vraagstukken en oplossingen op het gebied van elektrificatie) relevante kennis inbrengen en zo ook als strategisch adviseur dienen. Hiervan was bijvoorbeeld in relatie tot EZK sprake bij de ontwikkeling van de WCW (warmtewet 2). Deze wet moet nog ingediend worden bij het parlement.

Op project- en onderwerpniveau heeft Invest-NL direct contact met de diverse vakdepartementen (inclusief EZK met een belangrijke beleidsverantwoordelijkheid op het gebied van Energie en Klimaat). De departementen hebben geen inspraak op individuele investeringen, maar kunnen natuurlijk wel de dialoog aangaan met Invest-NL en wensen doorgeven. Het is aan Invest-NL de taak om aan te geven met welke onderwerpen en dossiers ze aan de slag gaat. Invest-NL doet dat in de praktijk zowel reactief als proactief. De ervaringen van de gesprekspartners van de verschillende departementen zijn wisselend; van positief (proactief meedenken op specifieke dossiers en daar onderzoek op uitvoeren) tot negatief (uitvoeren van een onderzoek dat feitelijk al door departement zelf was uitgevoerd). Invest-NL manifesteert zich in de regel als een prettige en toegankelijke gesprekspartner met op specifieke dossiers relevante kennis. Daarentegen ontstaat ook het beeld dat Invest-NL onderbenut wordt, waarschijnlijk omdat Invest-NL (nog) niet op het netvlies staat bij alle departementen en binnen de relevante departementen ook slechts bij een beperkt aantal mensen. Hier valt dus nog winst te behalen. Daarbij speelt overigens wel mee dat door de toenemende focus van Invest-NL op CO_2-neutraal en circulariteit lang niet alle departementen met hun specifieke transitieopgaven bij Invest-NL terecht kunnen (en andersom).

Invest-NL zou haar zichtbaarheid verder kunnen verbeteren door de communicatie rondom de ontwikkeltaak te verbeteren. Zo zou Invest-NL duidelijker kunnen communiceren hoe het onderzoek/productontwikkeling van Invest-NL bijdraagt aan het creëren van markten (en het oplossen van specifieke transitievraagstukken) en wat de toegevoegde waarde van Invest-NL is buiten het gecommitteerde bedrag van Capital.

[139] Invest-NL (2022). Eindevaluatie Invest-NL Business Development 2021.

5 Evaluatieontwerp Invest-NL 2026

Deze evaluatie betreft een tussentijdse evaluatie en een volledige evaluatie is voorzien voor 2026. In dit hoofdstuk zetten we de mogelijkheden voor zowel een summatieve – als het niet anders kan – een formatief evaluatieontwerp op een rij. We schetsen eerst de uitgangspunten bij het creëren van een evaluatieontwerp (paragraaf 5.1). Vervolgens schetsen we dan voor de twee hoofddoelstellingen van Invest-NL afzonderlijk – te weten 1) meer financiering voor startups/scale-ups en 2) meer financiering voor transitieopgaven – wat de mogelijkheden zijn (respectievelijk paragraaf 5.2 en 5.3).

5.1 Uitgangspunten bij creëren van een evaluatieontwerp

In het evaluatietraject waar dit rapport uit voortkomt is er geen ruimte om te bepalen wat het effect is van de investeringsactiviteiten van Invest-NL. Daarvoor is het nog te vroeg. De effectvraag dient wel aan bod te komen in de 'volledige' evaluatie die is voorzien voor 2026. Het meten van effecten vraagt gedegen kennis van wat beleid beoogt en hoe het wordt ingezet. Om de volgende evaluatie zo goed mogelijk te informeren worden er in dit hoofdstuk enkele lessen getrokken voor het creëren van een passend evaluatieontwerp.

Leidend bij het doen van effectmetingen is de vraag welke tussen- en einddoelen er nagestreefd worden, en via welke stappen die bereikt dienen te worden (zie ook de beleidstheorie zoals beschreven in paragraaf 2.2.). Een effectmeting levert idealiter uitspraken over de mate waarin de stappen van invloed zijn op de diverse doelen. Daarbij zijn doelen van de hoogste orde (de *outcomes*) het interessantst, maar komt betrouwbaarheid van causale uitspraken vaak in het geding doordat veranderingen op die hoogste orde ook door veel andere (exogene) factoren beïnvloed worden. Daarom kan het goed zijn effectmetingen toe te spitsen op tussendoelen waarvan weliswaar (nog) niet empirisch vastgesteld kan worden dat ze doorwerken op einddoelen, maar waarover wel betrouwbare causale uitspraken te doen zijn.

Soms is het niet mogelijk om voor zelfs maar de tussendoelen valide metingen en vergelijkingen uit te voeren. Dit speelt bijvoorbeeld als er geen informatie is over hoe en bij wie interacterende prikkels samenkomen, en als er (dus) geen betrouwbare controlegroep is aan te wijzen. In dat geval resteert de optie om van een summatief (verantwoordend) evaluatieperspectief terug te vallen op een formatief evaluatieperspectief, met daarin o.a. aandacht voor de vraag of beleidsinspanningen in ieder geval consistent zijn met elkaar en met beleidsdoelen (inclusief de problemen die het beleid rechtvaardigen).[140] Hiermee kan niet gemeten worden wat de omvang van een eventueel effect is; het helpt hooguit om uitspraken te doen over de mate waarin het aannemelijk is dat beleidsinspanningen geschikt zijn om een positieve uitwerking te hebben. In sommige evaluatiestudies staat een dergelijke vraag centraal, maar bij evaluaties gericht op effectmeting is het formatieve perspectief nadrukkelijk slechts een ondersteunende pijler en/of een terugvaloptie. Het formatieve perspectief zal hier ook als zodanig behandeld worden.

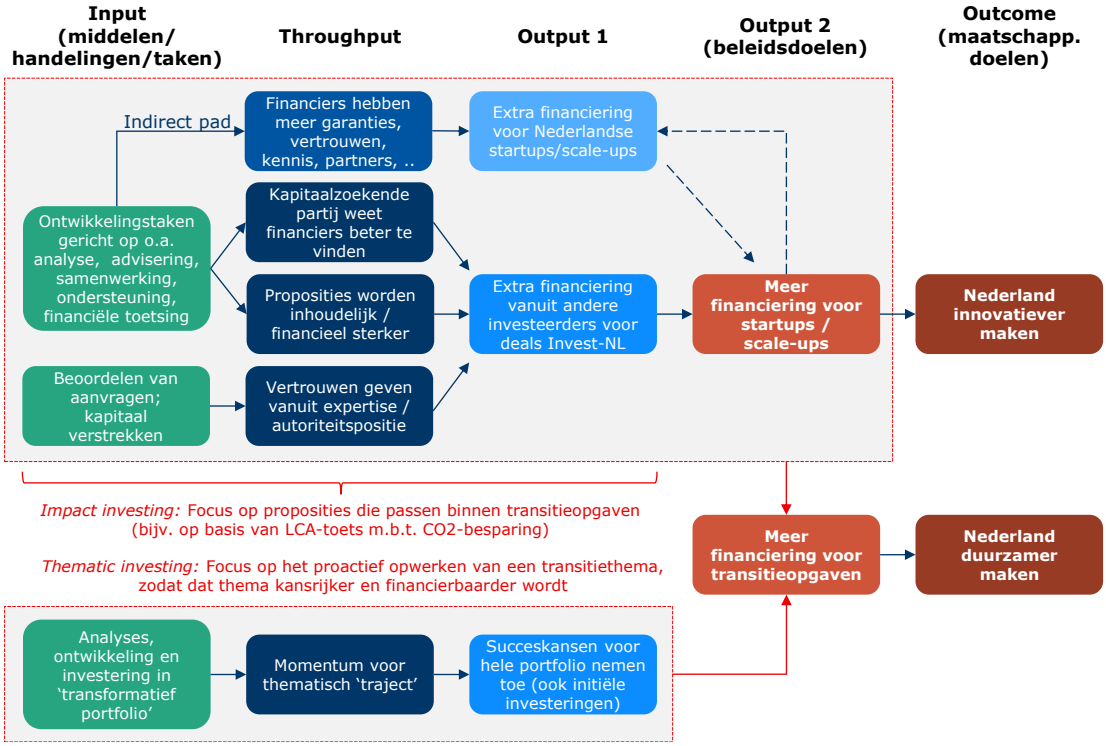
5.1.1 Doelenboom Invest-NL

Zoals besproken in hoofdstuk 2 kan er voor Invest-NL een zeer uitgebreide doelenboom opgezet worden. In de context van effectmetingen is het echter handig om niet zo compleet

[140] Janssen, Bergek & Wesseling (2021). Evaluating systemic innovation and transition programmes: Towards a culture of learning. *PLOS Sustainability and Transformation 1* (3). Zie ook: Commissie Ter Weel (2022). Durf te leren, ga door met meten.

mogelijk te zijn, maar om juist de belangrijkste inputs en outputs/outcomes te abstraheren. Dit is gedaan in Figuur 19.

In lijn met de uitgebreide doelenboom uit Figuur 3 is hier aangenomen dat Invest-NL twee hoofdmissies en onderliggende doelen nastreeft, die beide in het verlengde liggen van een keten van tussendoelen. Die tussendoelen dienen tot stand te komen als gevolg van de inzet van de 'inputs', waarbij in Figuur 19 de middelen, handelingen en taken samengevoegd zijn in de belangrijkste clusters. Wat nieuw is aan Figuur 19 ten opzichte van Figuur 3, en wat hier de meeste aandacht verdient, is de set van paden of mechanismen die van belang zijn om van inputs naar outputs te komen. Dit zijn de in blauw getoonde throughputs en outputs, die geconstrueerd zijn op basis van de in dit onderzoek verkregen inzichten.



Figuur 19: Beknopte versie van de doelenboom van Invest-NL, als basis voor evaluatieontwerp.

Het streven om Nederland innovatiever te maken op basis van meer financiering voor startups en scale-ups berust op zowel een direct als een indirect pad.

- Het **directe** pad omvat zowel de Business Development als investeringsactiviteiten van Invest-NL. Activiteiten in het kader van de Business Development vormen een antwoord op het probleem dat kapitaal-behoevende bedrijven niet altijd over de capaciteiten (en netwerken) beschikken om financiers te vinden en om een goede financieringspropositie te formuleren. De investeringsactiviteiten beogen om informatie-asymmetrie te bestrijden door de markt meer vertrouwen te geven in de kwaliteit en financierbaarheid van een propositie. In beide gevallen kan dat leiden tot een toename van financiering die verstrekt wordt door financiers anders dan Invest-NL zelf. Vaststellen of die beoogde toename in investeringen plaatsvindt lijkt een gedegen manier om effect te meten. Uiteraard is er ook uit geaggregeerde statistieken af te lezen of de totale kapitaalinvesteringen in Nederland door de jaren heen toenemen, maar dit is niet zomaar te attribueren aan de invloed die specifiek Invest-NL heeft gehad.
- Hierbij speelt dat Invest-NL ook op een relatief **indirecte** wijze een bijdrage probeert te leveren aan de intensiteit en richting van investeringen in startups/ scale-ups in

Nederland. Dit pad is bovenin Figuur 19 getekend. Een deel van de (generieke) ontwikkelactiviteiten van Invest-NL legt zich namelijk toe op het verbeteren van het financieringslandschap als geheel, en niet per se alleen voor de casussen waarbij Invest-NL ook ondersteunt in het verbeteren van de businessmodellen en financiële structuur (of waarbij ze vervolgens zelfs zelf investeert, hetgeen vooralsnog niet heeft plaatsgevonden). Verbetering van dat financieringslandschap dient tot stand te komen door bij te dragen aan initiatieven die ertoe kunnen leiden dat financiers meer kennis hebben van de mogelijkheden in Nederland, de institutionele condities die hier van toepassing zijn, de partners waar ze mee zouden kunnen schakelen (in de eerste plaats andere financiers), et cetera. Algemene verbetering van het financieringslandschap kan ook leiden tot een stijging van investeringen in Nederland, wat bovendien ook weer een zelfversterkend effect kan hebben (aanwezigheid van kapitaal kan andere investeerders en kapitaalzoekende partijen trekken, wat weer tot meer interesse van buitenlandse investeerders kan leiden). Dergelijke 'systeemeffecten' zijn echter erg moeilijk kwantitatief causaal in beeld te brengen, vandaar de stippellijn in Figuur 19.

Het tweede doel bestaat uit het bevorderen van transities middels het vergroten van financiering voor oplossingen die kunnen bijdragen aan transitieopgaven. De interventiegrond komt voort uit het probleem dat een maatschappelijke vraag (zoals een minder vervuilende economie) te latent en te gefragmenteerd is (*demand failure*), waardoor marktpartijen als startups/scale-ups en financiers er niet voldoende op inspelen. Daaraan gekoppeld is het probleem dat er bij sommige maatschappelijke opgaven meerdere oplossingsrichtingen zijn die concurreren om middelen, waardoor de markt wenkende perspectieven mist en uiteindelijk alle richtingen stagneren (*directionality failure*). Zoals besproken in sectie 2.3.3 kan een investeringsbank of -instelling hier via twee strategieën op reageren: via *impact investing* en via *thematic investing* (zie ook Figuur 19).

Hieronder werken we – op hoofdlijnen - de evaluatiemogelijkheden voor beide hoofddoelen afzonderlijk uit.

5.2 Doel: Meer economische welvaart o.b.v. meer financiering voor startups/scale-ups

Het eerste doel dat hier besproken wordt betreft het vergroten van financieringsmogelijkheden voor startups en scale-ups, hetgeen uiteindelijk weer door moet werken in een toegenomen economische welvaart in Nederland. Of de totale financieringsmogelijkheden (en de weerslag daarvan in feitelijke investeringen) groeien kan afhangen van veel factoren, inclusief zowel de 'indirecte' financieringslandschap-inspanningen van Invest-NL als macro-economische veranderingen en ontwikkelingen op internationale financiële markten. Om vast te stellen of ook Invest-NL van invloed is geweest helpt het om dicht te blijven bij de ondernomen activiteiten en de daarmee bereikte doelgroep. Dat impliceert een voorkeur voor het meten van een toename van investeringen (door andere financiers) in de doelpopulatie van Invest-NL, hetgeen overeenkomt met het hierboven beschreven 'directe' investeringspad in de doelenboom uit Figuur 19.

Hoeveel Invest-NL investeert in proposities uit haar eigen portfolio is bekend, net als de overige financiering die de bijbehorende ondernemingen weten aan te trekken voor die proposities. Wat we willen weten is hoeveel financiering er wordt aangetrokken door ondernemingen die qua bedrijfsprofiel en propositie zo veel mogelijk (er zullen altijd verschillen blijven bestaan) op de 'behandelde groep' lijken, maar het zonder hulp van Invest-NL hebben moeten stellen. Die controlegroep is op meerdere manieren te construeren, wat

ook weer implicaties heeft voor de statistische modellen waar het evaluatieontwerp gebruik van kan maken.

In de twee navolgende sub-secties verschaffen we overwegingen die zich in de eerste instantie richten op het vinden van een goede controlegroep voor het vergelijken van aangetrokken financiering. Op het moment dat er een valide controlegroep in beeld is, en die een voldoende grote omvang heeft (wat allerminst zeker is), kan die uiteraard ook gebruikt worden voor analyses ten aanzien van doelen hogerop in de doelenboom. In dit geval is dat de innovativiteit en eventueel economische welvaart (in Nederland) waar de door Invest-NL gefinancierde ondernemingen mogelijk in een andere mate aan hebben bijgedragen dan de niet door Invest-NL gefinancierde ondernemingen. Binnen de omgeving van de CBS Microdata zijn er databestanden beschikbaar met informatie over de innovatieprestaties, financiële prestaties en werkgelegenheidsontwikkelingen van ondernemingen. Het koppelen van die databestanden is een gangbare praktijk in innovatiebeleidsevaluaties, en maakt het mogelijk om de hieronder besproken evaluatietechnieken (en bijbehorende modellen) toe te passen op afhankelijke variabelen die samenhangen met verschillende stadia uit de doelenboom. De crux van de voorgestelde aanpak is steeds dat de ontwikkelingen op die variabelen te herleiden moeten zijn tot de interventie vanuit Invest-NL, die zich manifesteert in het al dan niet investeren in een onderneming.

5.2.1 Evaluatieontwerp o.b.v. controlegroep van afgewezen aanvragen

Eén categorie van controlegroepen bestaat uit ondernemingen die wel bij Invest-NL in beeld zijn geweest, maar waarvan de investeringsaanvraag uiteindelijk (bij voorkeur op inhoudelijke argumenten net) is afgewezen. Over het algemeen geldt dat afgewezen ondernemingen die verder gekomen zijn in het aanvraagproces waarschijnlijk het meest op de wél gefinancierde ondernemingen. Daarnaast leveren de diverse controles en beoordelingen in het aanvraagproces (zie paragraaf 3.2) informatie die buitengewoon interessant is voor het identificeren van een zo valide mogelijke controlegroep. Daarbij gaat het om:

- **Additionaliteit-inschattingen**. De engagement committee – halverwege de funnel bij de Investeringstaak van Invest-NL – velt onder andere een oordeel over de mate waarin steun vanuit Invest-NL additioneel is ten opzichte van de financiering die marktpartijen bereid zijn te leveren. Deze informatie wordt bijgehouden en heeft een kwalitatief karakter, maar is mogelijk om te zetten in scores. In dat geval kan er gebruik worden gemaakt van een statische techniek genaamd *regression discontinuity* om een behandelgroep en een controlegroep te construeren die zoveel mogelijk op elkaar lijken. Essentie van die techniek is dat er alleen prestaties (hier: aantrekken van financiering) vergeleken worden van partijen die ongeveer dezelfde scores behaalden. Ondernemingen die evident heel goed terecht kunnen bij andere financiers, en dus een lage additionaliteitsscore behalen, vormen immers een minder goede vergelijkingsbasis dan ondernemingen die maar nét afgewezen zijn. Hetzelfde geldt voor ondernemingen waarvan de inschatting is dat Invest-NL zeer sterk een verschil kan maken; ook voor hen is er geen echte *counterfactual*. Een regression discontinuity analyse spitst zich toe op de subset van partijen die o.b.v. de scores voldoende vergelijkbaar lijken. Consequentie hiervan is dat niet alle behandelde partijen worden meegenomen, waaronder uitgerekend de partijen waar sprake zou kunnen zijn van veel additionaliteit. De kracht van de methode is dus dat er uitspraken gedaan kunnen worden over óf er een effect is, maar voor het berekenen van de gemiddelde omvang van dat effect is de methode minder geschikt. De haalbaarheid van de methode hangt uiteraard af van hoeveel afwijzingen en toekenningen er zijn, waarbij uit deze evaluatie al blijkt dat het aantal afwijzingen in de laatste fasen heel laag is. Daarnaast is de verdeling van de scores belangrijk. Des te meer de

scores van afgewezen en toegewezen aanvragers bij elkaar liggen, des te meer casussen er geselecteerd kunnen worden. Op dit moment is daar geen informatie over beschikbaar. Wat wel bekend is, is dat de additionaliteit-inschatting niet per se doorslaggevend is voor doorgang in de funnel. Dit is gunstig, in de zin dat er voor toegewezen aanvragen dus mogelijk counterfactuals zijn die zelfs een gelijke (i.p.v. alleen een net iets lagere) score kunnen hebben. Invest-NL is recent al begonnen met het beter bijhouden van additionaliteit-inschattingen. Bij voorkeur heeft dit de vorm van kwantitatieve scores die (indien mogelijk) ook met terugwerkende kracht nog worden toegekend aan cases uit het verleden.

- **Kwaliteit-inschattingen**. In het stapsgewijze proces waarin aanvragen beoordeeld worden is er ook plaats voor een kwaliteit-inschatting. Hier geldt wederom dat die vooralsnog kwalitatief van aard is. Indien de informatie wordt omgezet naar scores kan hier gebruik worden gemaakt van de *regression discontinuity* techniek zoals hierboven beschreven. In dat geval wordt er een vergelijking gemaakt tussen ondernemingen wier proposities als ongeveer even sterk zijn beoordeeld. Wederom verdient het aanbeveling om zo vroeg mogelijk te beginnen met het bijhouden van de inschattingen in de vorm van scores, en om zo transparant mogelijk te zijn over hoe die scores tot stand komen en hoe ze (dus) te interpreteren zijn.

5.2.2 Evaluatieontwerp o.b.v. controlegroep van ondernemingen die niet bij Invest-NL zijn geweest

De tweede categorie van controlegroepen bestaat uit partijen die niet de funnel van Invest-NL zijn ingegaan, maar toch vergelijkbaar lijken. De meest ruime invulling hiervan bestaat uit alle startups en scale-ups die in de evaluatieperiode een kapitaalbehoefte hadden. Ook hier is het echter wenselijk om de analyse zoveel mogelijk toe te spitsen op de subset van ondernemingen die lijkt op de door Invest-NL behandelde groep. Een hiervoor geschikte techniek is die van *propensity score matching (PSM).* Daarbij worden geobserveerde karakteristieken van ondernemingen gebruikt om vergelijkbare koppeltjes te maken van behandelde en niet-behandelde ondernemingen. Het is mogelijk om voor elke behandelde onderneming meerdere tegenhangers te selecteren, maar voor de kracht van de analyse is het aantal behandelde ondernemingen cruciaal.

De haalbaarheid van PSM hangt ook af van hoeveel informatie er over beide groepen bekend is, wat weer bepaald wordt door de bron waaruit die informatie verzameld wordt. Enkele geschikte kandidaten lijken de datasets van DealRoom, Crunchbase en de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), aangezien zij gegevens verzamelen over investeringen in Nederlandse ondernemingen (die al hebben plaatsgevonden, dus niet de kapitaalbehoefte). Daarbij gaat het o.a. om de omvang, herkomst en het moment van investering, en om enkele eigenschappen van de onderneming. Aantrekkelijk aan de data van NVP is dat die in de omgeving van de CBS Microdata al gekoppeld is aan het Algemene Bedrijvenregister (ABR), waardoor er voor de PSM ook gegevens te benutten zijn uit andere datasets. Relevant zijn hier bijvoorbeeld de aangiftes voor de omzetbelasting (BTW-bestand) en de financiële gegevens van niet-financiële ondernemingen (NFO-bestand). Of er met dergelijke bestanden goede koppeltjes te construeren zijn is niet op voorhand te zeggen, maar dat blijkt bij het doen van propensity score matching vanzelf. In die zin is het sowieso de moeite om deze techniek te proberen, en om eventueel aanvullende databestanden te benutten als aanvankelijke matchingspogingen niet resulteren in groepen die (voor zover het observeerbare karakteristieken betreft) op elkaar lijken.

Lukt het om dergelijke groepen samen te stellen, dan kan de feitelijke effectmeting (prestatie-vergelijking) gebruik maken van de *difference-in-difference* techniek. De strekking

daarvan is dat de groepen niet zomaar vergeleken worden op hun prestaties (e.g. omzet, toegevoegde waarde of werkgelegenheid) op een zeker moment, maar op de ontwikkeling die ze respectievelijk hebben doorgemaakt. Het kan immers zijn dat de behandelde groep een ander startpunt had dan de controlegroep. Zolang de trend bij beide groepen vóór de interventie (investering door Invest-NL) gelijk is maakt dat niet uit. Een difference-in-difference analyse wijst uit of de trend bij de behandelde groep ná de interventie er anders uit is gaan zien, en dus of er sprake is van een effect. Zoals altijd is de betrouwbaarheid van deze methode sterk afhankelijk van het aantal observaties waarop de analyse kan berusten. Op dit moment is het twijfelachtig of dat aantal toereikend zal zijn voor het blootleggen van duidelijke patronen.

5.2.3 Vragen/indicatoren vanuit een formatief evaluatieperspectief

Een aanvulling op de hierboven beschreven voorkeursstrategieën (voor het meten van eventuele effecten) bestaat uit het onderzoeken van de waarschijnlijkheid dat de activiteiten van Invest-NL effect hebben gehad – en wat daar opvallend bevorderend of juist belemmerend in is. Het hanteren van een formatief evaluatieperspectief heeft als voordeel dat statistische bevindingen beter geïnterpreteerd kunnen worden, en dat er wellicht lessen te trekken zijn over wat er anders kan. Op basis van de doelenboom lijkt het zinvol om nader stil te staan bij in ieder geval de volgende vragen/indicatoren, waarbij de benodigde data hoofdzakelijk verkregen zal moeten worden uit portfolio-analyse, deskresearch (e.g. visies en rapportages van Invest-NL zelf) en interviews.

- Is er empirisch bewijs voor de veronderstelde knelpunten en de kapitaalbehoefte? Het is aannemelijk dat beleid kansrijker is als het knelpunt dat interventie legitimeert ook werkelijk bestaat. In dit geval kan een gedegen analyse van ontwikkelingen bij andere publieke en private financiers al enig zicht geven op het vermeende tekort aan financieringsmogelijkheden voor een specifiek soort doelgroep en tickets. Daarnaast zijn er ook studies die bijhouden waarom ondernemingen financieringsproblemen ervaren, zoals de Financeringsmonitor van het CBS. Dergelijke informatie biedt een basis om te verifiëren dat de diagnose van onderliggende problemen (markt-/systeem-/transitiefalen) correct is.

- Opereert Invest-NL conform principes waar andere financiers waarde aan hechten (m.b.t. bijvoorbeeld de kwaliteit van de *due diligence* en ervaring van de medewerkers): en ontstaan er zo naams- en propositiebekendheid die passen bij een autoriteitspositie? De logica zoals vervat in de doelenboom gaat er nu van uit dat Invest-NL informatie-asymmetrie bestrijdt door vanuit die autoriteitspositie vertrouwen te geven aan andere investeerders, die vervolgens ook bereid zijn om in te stappen in risicovolle proposities. Los van het econometrisch aantonen van de beoogde causale crowding-in kan het helpen om na te gaan of de ondernomen activiteiten in ieder geval in lijn zijn met het veronderstelde mechanisme om die crowding-in te bewerkstelligen. Hiertoe bestaan verschillende mogelijkheden:

    - Portfolio-analyse kan uitwijzen of de participaties van Invest-NL op de eerste plaats een relatief hoog risicoprofiel kennen, hetgeen een minimale voorwaarde is voor het vergroten van financieringsmogelijkheden in dat segment van de financieringsmarkt.

    - Om te bepalen of Invest-NL een autoriteitspositie opbouwt kan er gebruik worden gemaakt van interviews/enquêtes onder andere investeerders, en met partijen die het financieringslandschap overzien.

- Een relevante indicator is ook of, op deelmarkten waar privaat aanbod te sterk achterblijft, het aandeel financiering (vanuit Invest-NL) via fondsen afneemt. De aanname is daarbij dat het indirect door fondsen laten uitvoeren van investeringen, hetgeen op korte termijn zinvol kan zijn om kennis op te doen, maar beperkt bijdraagt aan het opbouwen van een imago dat eigen deskundigheid uitstraalt en daarmee vertrouwen geeft.
- Volgens dezelfde logica is het raadzaam na te gaan of Invest-NL met haar uitgevoerde activiteiten inderdaad opschuift naar een *lead impact investor,* hetgeen ze volgens haar strategie ook beoogt.

5.3 Doel: Bevorderen transities o.b.v. meer financiering voor transitieopgaven

Het tweede doel bestaat uit het bevorderen van transities. Invest-NL kan dit bespoedigen door de financierbaarheid van proposities (en ondernemingen) die daaraan bijdragen te vergroten. Zoals besproken in paragraaf 2.3.3 kan het gewenste effect op twee manieren tot stand komen: door de reguliere investeringsstrategie toe te spitsen op enkel proposities die passen bij maatschappelijke doelstellingen (*impact investing*), of via een aparte investeringsstrategie gericht op het zelf langdurig aanjagen van een transitiethema (*thematic investing*). Aangezien momenteel beide strategieën in beeld zijn bespreken we voor allebei hoe de bijbehorende evaluatiemogelijkheden eruitzien.

5.3.1 Evaluatieontwerp voor 'Impact investing' strategie

Bij impact investing zijn de interventiegrond en de ondernomen activiteiten identiek aan de in sectie 5.2 besproken opzet, behalve dat de investeringsbank ook toetst op aanvullende maatschappelijke criteria. Vanuit de ambitie om in ieder geval de energietransitie te bevorderen voert Invest-NL een LCA uit die aantoont in welke mate een propositie zou kunnen leiden tot een reductie van CO_2-emissies in de keten waar die propositie onderdeel van is. De uitkomsten van die LCA wegen mee in het proces dat uiteindelijk tot een investeringsbeslissing leidt.

Om te bepalen of Invest-NL een invloed heeft op de financierbaarheid van transitieopgaven kan er in principe gebruik worden gemaakt van dezelfde overwegingen en technieken die aangereikt zijn voor het doel van meer financieringsmogelijkheden (voor startups/scale-ups) in het algemeen. De belangrijkste aanpassing is dat de analyse zich moet beperken tot een behandelgroep en een controlegroep waarvan bekend is dat die positief scoren op relevante maatschappelijke criteria. Voor de behandelgroep kan dat de LCA zijn. Mogelijk zijn er enkele aanvragen die ook zo ver komen dat er een LCA voor is opgesteld, maar die om een andere reden toch geen financiering ontvangen. Zij vormen dan een bruikbare controlegroep; gegevens uit andere databronnen (van bijv. DealRoom, Crunchbase of NVP) kunnen laten zien hoe de aangetrokken financiering van die transitie-relevante proposities/ondernemingen zich verhoudt tot de financiering die de door Invest-NL geholpen ondernemingen uiteindelijk hebben verkregen. Heeft de laatste groep meer succes, dan is dat een signaal dat Invest-NL een positieve bijdrage heeft op de financierbaarheid van (oplossingen voor) transitieopgaven. Het is denkbaar dat ook in 2026 de omvang van deze twee groepen nog maar beperkt is. In dat geval kan er overwogen worden om de geïdentificeerde counterfactual te benutten in een meer kwalitatieve vergelijking. In zowel de kwantitatieve als kwalitatieve variant kan de effectmeting zich richten op financierbaarheid van transitierelevante ondernemingen, als op de economische prestaties van die subset van ondernemingen (zie ook hiervoor sectie 5.2).

Als aanvulling op het onderzoeken van de financierbaarheid van transities zegt de evaluatie die voorzien is voor 2026 idealiter ook iets over het effect van de hoogste orde: voortgang in die transities zelf. Dit vereist dat voor zowel de behandelde als de controlegroep bekend is hoe ze presteren op indicatoren die nauw samenhangen met bijdragen aan een transitie, zoals de feitelijk gerealiseerde besparing van CO_2-emissies. Op dit moment lijken daar helaas nog geen goede databronnen voor te zijn. Het is aan te bevelen om te blijven volgen in welke mate ondernemingen de komende jaren voldoende valide duurzaamheidsrapportages publiceren die benut kunnen worden om hun prestaties te vergelijken.

5.3.2 Evaluatieontwerp voor 'Thematic investing' strategie

Tenslotte dienen we rekening te houden met het scenario dat Invest-NL intensiever inzet op de strategie van thematic investing. Op dit moment werkt Invest-NL al wel met thema's die specifieke aandacht krijgen, maar die zijn nog relatief ruim afgebakend. Mocht de afbakening nauwer worden, als reactie op het '*directionality failure*' transitiefalen, dan ontstaat de mogelijkheid om te vergelijken of proposities binnen de afbakening meer financiering weten aan te trekken dan proposities die er qua scope net buiten vallen. Indien Invest-NL bijvoorbeeld chemisch recyclen prioriteert, en mechanisch recyclen juist niet (of andersom), dan kan gemeten worden of de financiering op het geprioriteerde thema werkelijk toeneemt. Uiteraard kan zo'n toename ook komen door exogene factoren en selectie-effecten; Invest-NL kan bijvoorbeeld het thema dat tractie begint te krijgen prioriteren. Indien er desondanks géén significant verschil wordt gevonden in ontwikkelingen in financierbaarheid is dat in ieder geval een relevante indicatie voor het ontbreken van een effect.

Ter aanvulling op bovengenoemde (imperfecte) evaluatie-aanpak is het weer te overwegen om ook vanuit een formatief evaluatieperspectief analyses uit te voeren. Uitgaande van de doelenboom uit Figuur 19 kunnen die analyses betrekking hebben op de vraag in hoeverre Invest-NL weet en/of bepaalt wat kansrijke transitiethema's zijn, en wat die nodig hebben. Daarnaast is het relevant om op basis van portfolio-analyse en interviews na te gaan in hoeverre Invest-NL een transformatief portfolio ontwikkelt; krijgen (vroege) twijfelgevallen bijvoorbeeld het voordeel van de twijfel, op basis van het argument dat ze een golf kunnen ontketenen van soortgelijke of zelfs complementaire proposities op hetzelfde transitiepad? Mogelijk zijn er ook indicatoren die iets zeggen over de mate waarin de gevolgde investeringsstrategie een lange termijn karakter heeft, bijvoorbeeld blijkend uit bovengemiddeld lange financierings- of investeringstermijnen.

6 Conclusies en aanbevelingen

Op basis van de uitgevoerde analyses presenteren we in dit hoofdstuk de belangrijkste bevindingen van de tussentijdse evaluatie van Invest-NL. Eerst formuleren we de belangrijkste conclusies van deze tussentijdse evaluatie (paragraaf 6.1) en vervolgens enkele aanbevelingen (paragraaf 6.2). Bij beide hanteren we zo veel mogelijk de volgorde zoals we die in de voorgaande hoofdstukken hebben gehanteerd.

6.1 Conclusies

Met de oprichting van Invest-NL eind 2019 beschikt Nederland – net als de meeste economisch ver ontwikkelde landen – weer over een nationale financierings- en ontwikkelingsinstelling. Weer omdat in 1999 met de privatisering van de Nationale Investerings Bank (NIB, voor 1962 de Herstelbank) hieraan voorlopig een einde. Invest-NL is wel anders vormgegeven dan de NIB. Volgens de Machtigingswet Invest-NL heeft Invest-NL tot doel om, indien de markt hierin onvoldoende voorziet, bij te dragen aan het financieren en realiseren van maatschappelijke transitieopgaven door ondernemingen en aan het bieden van toegang tot ondernemingsfinanciering. Voor de financieringsactiviteiten kon Invest-NL bij oprichting beschikken over een budget van €1,7 miljard. Voor de ontwikkelactiviteiten stelt EZK jaarlijks een subsidie ter beschikking van ruim €10 miljoen.

Juist door de privatisering van NIB moest Invest-NL van de grond af aan worden op- en uitgebouwd. In deze tussentijdse evaluatie hebben we onderzocht hoe Invest-NL invulling heeft gegeven aan de taken uit de Machtigingswet, welke resultaten Invest-NL heeft geboekt, en wat de toegevoegde waarde is van Invest-NL als nationale financierings- en ontwikkelingsinstelling. Een volledige evaluatie komt pas in 2026 – zeven jaar na oprichting - aan de orde. Deze tussentijdse evaluatie is vooral een goed moment om "een blik onder de motorkap van Invest-NL te werpen" en te kijken hoe Invest-NL – zowel de Investeringstaak als de Ontwikkeltaak - zich ontwikkelt en tevens als een goed moment om na te denken over het evaluatieontwerp voor de evaluatie in 2026.

Onderstaand presenteren we de belangrijkste conclusies zoals die uit onze analyses naar voren komen. We vatten ze onderstaand kort samen en hanteren daarbij de volgorde van de hoofdstukken 2-5. We geven daarbij als disclaimer mee dat we ons realiseren dat Invest-NL een nog jong instituut is dat ruim 2,5 jaar geleden werd opgericht en van scratch af moest worden opgebouwd in een periode waarin ook de Corona-epidemie volop speelde. We zien het dan vooral als *work in progress* van een nieuwe NPI die enerzijds geleidelijk aan vorm krijgt en waarbij in korte tijd al een berg werk is verzet, maar waarbij anderzijds de organisatie, de strategie en haar positionering vis-a-vis de overheid nog niet zijn "uitgetrild", de investeringsportfolio en selectieprocessen nog in opbouw zijn en waarvan de reputatie in de markt nog verder moet groeien. Het is tegen die achtergrond dat conclusies en aanbevelingen moeten worden gelezen.

6.1.1 Mandaat Invest-NL en positie in het financieringslandschap

In hoofdstuk 2 hebben we Invest-NL uitgebreid beschreven aan de hand van de beleidstheorie. We hebben daarbij gekeken naar de beleidstheorie zoals die uit het mandaat (de Machtigingswet) blijkt, de theoretische onderbouwing die te geven is voor dit mandaat en (uiteindelijk) hoe de beleidstheorie zich verhoudt tot de activiteiten die door Invest-NL in de praktijk worden uitgevoerd. Ook hebben we gekeken hoe Invest-NL past in het Nederlandse financieringslandschap. De belangrijkste conclusies op deze punten zijn de volgende:

1. **De set aan taken (en de ruime investeringsafbakening) die Invest-NL bij oprichting heeft meegekregen, geven Invest-NL in principe behoorlijke manoeuvreerruimte. Van de zes mogelijke taken zijn er momenteel drie ingevuld.[141] Het mandaat is met andere woorden ruimer dan het actuele gebruik.** De belangrijkste beperking zit in de set van 9 randvoorwaarden gekoppeld aan de directe en indirecte financieringstaak (taak B, met additionaliteit en toets op staatssteun als meest bewerkelijke randvoorwaarden), het feit dat Invest-NL niet zelf financiële middelen kan aantrekken en de manier waarop de combinatie van eisen van (bestaan van) marktfalen, additioneel aan de markt en marktconform opereren door Invest-NL wordt geïnterpreteerd. Het mandaat voorziet in zes taken en aan drie daarvan geeft Invest-NL momenteel invulling. Naast de Investeringstaak en de Ontwikkeltaak is dat de taak die voorziet in samenwerking met instellingen/organen van de EU en andere ontwikkelings- en financieringsinstellingen in Nederland en de EU. Dit is een taak waarvan de betekenis niet moet worden onderschat. Het simpelweg kunnen beschikken over een NPI als EU-lidstaat (net als de meeste andere EU-lidstaten) is een belangrijk winstpunt. Met Invest-NL als NPI wordt het eenvoudiger Europese middelen aan te trekken.

2. **De wijze waarop de kapitaalstorting voor de financieringsactiviteiten van Invest-NL is vormgegeven gecombineerd met de eis van marktconformiteit en de rendementsdoelstelling zoals die voorkomt uit het deelnemingenbeleid van de Rijksoverheid maakt dat rendementsoverwegingen voor Invest-NL relatief belangrijk zijn. Dit beperkt de speelruimte van Invest-NL om te investeren in maatschappelijke transities.** Voor de financieringsactiviteiten van Invest-NL is eenmalig €1,7 miljard door middel van een kapitaalstorting (in tranches) beschikbaar gesteld. Deze kapitaalstorting is dusdanig vormgegeven dat deze telt als financiële transactie in het kader van het EMU-saldo. Om negatieve effecten op het EMU-saldo te vermijden dient deze kapitaalstorting in Invest-NL te kwalificeren als een financiële transactie. Dat stelt eisten aan het te behalen normrendement. Ook het deelnemingenbeleid van de Staat is daarin een bepalende factor. Hierin is bepaald dat deelnemingen financieel zelfstandig levensvatbaar moeten zijn, onder andere door het stellen van een rendementsdoelstelling. Bovendien geldt dat de holding en dochters van Invest-NL kapitaalvennootschappen zijn. Het bestuur heeft daardoor een verantwoordelijkheid voor het waarborgen van het voortbestaan van de vennootschap, die zonder het bereiken van voldoende rendement failliet zou kunnen gaan. Dat betekent dat investeringsbeslissingen door Invest-NL niet louter vanuit het publieke belang kunnen worden genomen, zonder ook voldoende acht te slaan op het financieel renderen van die investering. In dat licht bezien is het normrendement waartoe nog moet worden besloten een interessante casus.

3. **Bij een strikt economische definitie van marktconformiteit gaan de drie eisen die aan het functioneren van Invest-NL zijn gesteld (marktconformiteit, additionaliteit en het adresseren van marktfalen) slecht samen. Bij een staatssteunrechtelijk of stimulerende definitie is er wel degelijk enige ruimte of *operating window* voor Invest-NL om tot investeringen te komen die bijdragen aan maatschappelijke transities.** Om te bepalen hoe groot de daadwerkelijke ruimte of *operating window* is voor Invest-NL om tot directe en indirecte financieringen te komen, hebben we drie perspectieven op marktconformiteit onderscheiden, te weten een economisch perspectief (1), een staatssteunrechtelijk perspectief (2) en een stimulerend perspectief (3). Afhankelijk van het gehanteerde

[141] Zie taak a, b en f in figuur 3 in paragraaf 2.2.

perspectief is er in principe een kleiner (1e perspectief) of groter *operating window* (2e en 3e perspectief) voor Invest-NL om te financieren. De *operating window* (of gerelateerd aan de centrale figuur in paragraaf 2.3.2., de "breedte van het paadje") verschilt daarbij niet alleen op basis van het gekozen perspectief, maar zal in de praktijk ook per deelmarkt verschillen. In alle gevallen is er slechts een beperkt aantal gevallen waarin sprake is van marktfalen, additionaliteit en marktconformiteit in staatssteun-technische zin (geen ongeoorloofde staatssteun). Dit zien we in de praktijk van Invest-NL terug omdat een groot aantal financieringsaanvragen resulteert in een (vooralsnog) relatief bescheiden portfolio van directe investeringen (die overigens wel gestaag groeit). Een relatief bescheiden aantal aanvragen past precies in het *operating window* van Invest-NL.

4. **Binnen haar *operating window* lijkt Invest-NL tot dusver wat betreft haar directe investeringen vooralsnog vooral voor een *impact investment* strategie en minder voor een *thematic investment* strategie te opteren.** Invest-NL heeft alleen in sommige gevallen enige ruimte om niet volledig marktconform te opereren. Zo kan Invest-NL bij het aanvaarden van een ander (hoger of langduriger) risico dan andere marktpartijen dit tot uiting laten komen in een extra risico-opslag. Verder kan Invest-NL voor een specifieke investering proberen een of enkele marktpartijen te 'verleiden' een risicovolle (co-)investering te doen tegen dezelfde voorwaarden als Invest-NL. Dit leidt voor Invest-NL zeer waarschijnlijk op portfolioniveau tot een lager rendement dan dat van marktpartijen, maar het mandaat laat hiervoor ruimte. Echter, de vraag zal dan telkens zijn of een dergelijke handelswijze in lijn is met Europese staatssteun wetgeving (zie Box 4). Als het doorbreken van transitiefalen meer (of ook) als uitgangspunt wordt genomen – falens die maken dat wenselijke en maatschappelijk breedgedragen transities uitblijven – komen twee investeringsstrategieën in beeld, te weten *impact investing* (feitelijk een extra toets of een propositie bijdraagt aan een gewenste transitie) en *thematic investing* (door proactief en langduriger een aanjaagfunctie te vervullen op een specifiek transitiethema en zo de financierbaarheid te laten toenemen). In de eerste strategie blijven mogelijk weinig proposities over (wat we tot voor kort ook lijken te zien bij Invest-NL). Bij de tweede strategie zijn sommige investeringen (tijdelijk) niet marktconform, maar hiervoor lijkt het mandaat voldoende ruimte te bieden. Invest-NL lijkt momenteel wat betreft directe investeringen vooral de eerste van de twee investeringsstrategieën aan te hangen.

Uit een analyse van de Nederlandse kapitaalmarkt aangevuld met de interviews blijkt het volgende:

5. **Het is aannemelijk dat er sprake is van leemtes in de financieringsmarkt op het gebied van transitieopgaven en klimaatinvesteringen.** Echter, op basis van de uitgevoerde dossieranalyse ontstaat het beeld dat de daadwerkelijke leemte momenteel kleiner is dan wellicht bij oprichting van Invest-NL werd verwacht. In veel gevallen pakken marktpartijen investeringen op die binnen de strategisch scope van Invest-NL vallen. Invest-NL is dan niet meer additioneel en moet deze investeringen aan de markt overlaten. Durf- en groeikapitaal hebben in Nederland de afgelopen jaren een sterke groei doorgemaakt (in het bijzonder voor de grotere investeringsrondes), ook in de transitiedomeinen. Desalniettemin lijkt, gezien de omvang van de opgaven, een bredere beschikbaarheid van risicodragend kapitaal op de transitiedomeinen circulair en CO_2 neutraal (en in mindere mate gezondheidszorg) geen kwaad te kunnen. Op geselecteerde deelmarkten kan bovendien sprake zijn van een situatie waarin onvoldoende privaat (vroege fase) risicokapitaal voorhanden is.

6. **Met de oprichting van Invest-NL is een groot investeringsbudget beschikbaar gekomen voor maatschappelijke transities.** Daarbij moet wel worden opgemerkt dat deze bedragen beperkt zijn in relatie tot het beschikbare kapitaal op de risicokapitaalmarkt. Ten indicatie, in 2020 haalden Nederlandse participatiebedrijven bijna €7 miljard op bij beleggers. Ook is het evident dat het beschikbare kapitaal van Invest-NL niet voldoende is om de diverse transities te bekostigen, het kan met dit kapitaal echter wel bepaalde (deel)transities aanjagen, private en andere publieke investeerders verleiden mee te investeren in deze transities (*crowding-in*) en ook Europese middelen aantrekken.

7. **Invest-NL heeft vanwege haar ruime investeringsbeleid mogelijkheden om samen met (buitenlandse) co-investeerders door te investeren in startups en scale-ups om zo de Nederlandse investeringen in deze snelgroeiende MKB-bedrijven te versterken. Invest-NL heeft ook via haar (fonds-in) fondsinvesteringen in Nederlandse durfkapitaal- en groeifondsen de mogelijkheid om het Nederlandse financieringslandschap verder te verstevigen en groeifondsen in omvang te doen laten toenemen.** Deze indirecte investeringen kunnen een effectieve en efficiënte manier zijn om een kennispositie te verwerven, een netwerk op te bouwen, indirect ook kleinere tickets en het bredere MKB te bedienen, en mede door het mobiliseren van Europees middelen de Nederlandse risicokapitaalmarkt voor de transitiedomeinen verder te verstevigen, in goede, maar vooral ook in slechte tijden als relatief minder risicokapitaal voor transitieopgaven beschikbaar is. Belangrijk nadeel van deze indirecte investeringen is dat ze minder (dan directe investeringen anders dan door de keuze van de fondsen waarin geïnvesteerd wordt) daadwerkelijk gericht of gestuurd kunnen worden waardoor er het risico bestaat dat ze mogelijk minder goed bijdragen aan het realiseren van de doelstellingen van Invest-NL. Wel is het zo dat Invest-NL aangeeft dat het alleen investeert in fondsen die een duidelijke 'match' hebben met de sectoren waar Invest-NL zich op focust. Ook geeft Invest-NL aan dat er bij fondsinvesteringen afspraken gemaakt kunnen worden over prestaties op niet-financiële indicatoren. De vraag is hoe de balans moet liggen tussen directe en indirecte investeringen en of het aandeel van (momenteel) ca. 60-65% indirecte investeringen in de totale portfolio niet te hoog is.

8. **Invest-NL is additioneel ten opzichte van andere beleidsinstrumenten gericht op risicokapitaal zoals de Seed Capital regeling, de dakfondsen DVI I en II en de fondsen van de ROM's en richt zich in de regel op grotere investeringsrondes.** ROM's en Invest-NL werken al samen – bijvoorbeeld bij doorgeven van investeringsvragen voor co- of vervolginvesteringsvragen en ook bij vormgeving Deep Tech Fund. Momenteel wordt ook gekeken naar mogelijkheden voor afstemming tussen Invest-NL en het Nationaal Groeifonds (*blended finance*).

6.1.2 Evaluatie Investeringstaak

In hoofdstuk 3 hebben we beschreven en geanalyseerd hoe de Financieringstaak van Invest-NL zich heeft ontwikkeld. Naast een feitelijk beeld hebben we daarin gereflecteerd op enkele aspecten die sterk bepalend zijn voor de verdere ontwikkeling van de Investeringstaak van Invest-NL. We komen wat betreft de Financieringstaak tot de volgende conclusies:

9. **Invest-NL heeft ruim tweeënhalf jaar na oprichting (september 2022) tot en met eind september 2022 afgerond €605 miljoen gecommitteerd aan investeringsvolume. Hiervan is 37% direct geïnvesteerd (€225 miljoen), 63% betreft indirecte investeringen via fondsmandaten (€380 miljoen).** Het

aandeel directe investeringen is daarmee toegenomen van 15% in 2020 tot de genoemde 37% in 2022 en de verwachting is dat dit percentage verder toeneemt. Tot 21 september 2022 waren in totaal 52 investeringen gedaan in fondsen en bedrijven.

10. **De workflow bij de Investeringstaak van Invest-NL is logisch ingericht. Er is in de eerste jaren van haar bestaan een groot aantal aanvragen gedaan.** Na een eerste schifting (onboarding fase waaruit 907 aanvragen/projecten zijn gekomen) zijn tot midden juli 2022 413 voorstellen het Invest-NL investeringsproces ingestroomd en nader beoordeeld in een stapsgewijs proces. Het grootste deel van deze voorstellen is in de eerste twee fasen van de funnel (Steering Committee en First Capital Analysis) afgewezen, voornamelijk doordat de markt nog onvoldoende bekend was met de opdracht en scope van Invest-NL en ook Invest-NL zelf haar focus nog moest vinden. Inmiddels weet de markt beter welk typen aanvragen bij de focus van Invest-NL aansluiten en neemt het aantal aanvragen en het aandeel afwijzingen af. Tot medio juli heeft nog geen 10% van de aanvragen die het investeringsproces bij Invest-NL ingaan geleid tot een directe of indirecte investering.

11. **Het merendeel van de aanvragen is afgewezen op harde formele gronden zoals additionaliteit (22% van de afwijzingen) of de match met de strategische scope (26% van de afwijzingen) en nauwelijks op een meer subjectieve inschatting van de business case. Slechts 14% is afgewezen omdat Invest-NL het businessplan niet overtuigend vond of de aanvraag van onvoldoende kwaliteit**. Dit geeft aan dat het merendeel van de niet gedane investeringen dus niet voorkomt uit risico-aversie van Invest-NL (zoals in de media weleens werd gesuggereerd) maar uit het goed functioneren van de private markt. Dit geldt voor de set van 413 aanvragen als geheel. Het blijkt ook uit een aanvullende meer gedetailleerde analyse van 19 afgewezen aanvragen die we hebben uitgevoerd. Dit zijn allen aanvragen die heel ver in het beoordelingsproces zijn gekomen (laat in de funnel) maar uiteindelijk niet hebben geleid tot een investering. Formele redenen, veel meer dan inschattingen van de business cases door Invest-NL, blijken vaak de oorzaak voor afwijzing. Relatief vaak blijken toch nog derde financiers bereid in te stappen en is er dus geen sprake is van additionaliteit. Uiteindelijk blijft er zo maar een heel beperkte set van proposities over waarop Invest-NL kan instappen. Anders geformuleerd: **er is maar een klein domein waarop enerzijds proposities passen binnen de opdracht van Invest-NL en de markt niet haar werk doet**. Dat zou ook kunnen betekenen dat Invest-NL – om daadwerkelijk tot voldoende goede investeerbare proposities te komen – relatief minder reactief moet opereren er meer proactief moet inzetten op het initiëren en (door)ontwikkelen van proposities (van *impact* naar een *thematic investment* strategie?). Echter lijkt Invest-NL al redelijk proactief bedrijven te benaderen, gezien ruim 60% van de aanvragen die in het investeringsproces zijn gekomen tot stand kwam door een proactieve benadering van Invest-NL medewerkers.

12. **De operationele datahuishouding van Invest-NL omtrent het aanvraagproces van financieringen behoeft verbetering.** Voor de analyses is gewerkt met een door Invest-NL ter beschikking gesteld databestand met veel data over aanvragen. Dit bestand beoogt alle aanvragen (inclusief toegekende aanvragen) te documenteren op 63 eigenschappen of kenmerken. Dit bestand – hoewel in ontwerp fraai gemaakt - is vooralsnog gemankeerd omdat veel eigenschappen niet zijn ingevuld, er geen eenduidige codering is gebruikt en er fouten in de dataset zitten. De ontwikkeling van een dergelijke database vergt tijd, is arbeidsintensief en Invest-NL spant zich in om dit bestand op orde te krijgen.

13. **Invest-NL checkt systematisch op de randvoorwaarden die gesteld worden aan investeringen en ontwikkelactiviteiten. Het beeld is dat de gestelde randvoorwaarden Invest-NL logisch zijn gezien het type en de hoeveelheid kapitaal dat Invest-NL beheert.** Wel gaan een aantal checks gepaard met veel uitzoekwerk en administratieve handelingen, wat de handelingssnelheid van Invest-NL negatief beïnvloedt. Het oordeel van stakeholders is wel dat Invest-NL, onder de geldende randvoorwaarden, tot dusverre tamelijk voorzichtig heeft geopereerd en mede daardoor nog een bescheiden portfolio van investeringen heeft.

14. **Invest-NL is een belangrijk instrument in de 'gereedschapskist' van de overheid.** Logischerwijs beperken de randvoorwaarden de mogelijkheden van Invest-NL om te investeren, waardoor er onder de huidige marktcondities een beperkt aantal investeerbare cases overblijft. De dossieranalyse heeft aangetoond dat een substantieel deel van de cases binnen de strategische scope van Invest-NL (de transitiedomeinen) wordt opgepakt door marktpartijen. De leemtes in het financieringslandschap, en daarmee de toegevoegde waarde van Invest-NL lijken daarmee momenteel aan de bescheiden kant. Dat wil echter niet zeggen dat dit altijd zo zal zijn. Indien kapitaalmarkten minder goed gaan functioneren, in het geval van een economische depressie bijvoorbeeld, wordt de speelruimte van Invest-NL (en dus de toegevoegde waarde) een stuk groter.[142] Analoog aan de semantiek in het Corona-dossier, zou de overheid Invest-NL altijd in haar gereedschapskist moeten hebben. Vanuit dit perspectief bezien is het uitstekend om Invest-NL nu volwassen te laten worden, zodat zij er kan staan als zij echt heel hard nodig is.

15. **Geleidelijk aan heeft Invest-NL binnen de transitiedoelstelling steeds specifieker leidende thema's gekozen** (te weten Energy/ventures, Energy/Projects, Bio/Circular, Agrifood en Life Sciences & Health). Naast deze verdieping zijn Deep Tech en het versterken van het aanbod van risicokapitaal voor innovatieve start- en scale-ups aangemerkt als respectievelijk thema 6 en 7 in de breedte. Wat betreft de transitiedoelstelling kiest Invest-NL sterk voor circulair en CO_2 neutraal. Dat betekent wel dat Invest-NL zeer waarschijnlijk op andere transitiedeeldomeinen die buiten de selectie vallen niet of nauwelijks een rol kan spelen. Ook roept het de vraag op wat de positie van het leidende transitiethema LSH is. Hoewel Invest-NL de expertise in het team aan dit thema nog aan het op- en uitbouwen is, lijkt de investeringsdoelstelling bescheidener dan op de transities gericht op duurzaamheid, terwijl het ook een domein is dat specialistische kennis vergt om succesvol te kunnen investeren. De diepte en de breedte doelstelling vragen echter om een andere manier van werken en de vraag is legitiem of het verstandig is om in een - naar internationale maatstaven - bescheiden NPI als Invest-NL beide te combineren. Ook is de vraag hoe Invest-NL een optimum kan vinden tussen diepte en breedte.

16. **De visies ten aanzien van een *lead-investor* status voor Invest-NL en de wenselijkheid daarvan op deelsegmenten lijken te verschillen.** In ieder geval lijkt er strategische onduidelijkheid of Invest-NL nu wel of niet wil, kan en moet uitgroeien tot *lead-investor*. Het lijkt in de eerste plaats aan Invest-NL om daar niet alleen voor haarzelf maar ook voor de buitenwereld duidelijkheid over te scheppen. Een positie als *lead-investor* vergt een uitstekende kennispositie op specifieke

[142] Dit zou zich kunnen uiten in aanpassing van de tabellen met rentepercentages en *safe harbour* premies zoals de Commissie die als referentie afgeeft. Daarnaast worden de tabellen deels automatisch gecorrigeerd doordat ze gebaseerd zijn op een opslag op de *risk free rate* en die laatste bewegen mee met de markt.

deelmarkten en absolute duidelijkheid richting de markt in welke segmenten en sectoren Invest-NL een rol als *lead-investor* heeft/ambieert, hoeveel risico er daarbij wordt geaccepteerd en welke budgetten hiervoor beschikbaar zijn. Veel gesprekspartners zien voor Invest-NL eerder een rol weggelegd als leider in een bepaald transitiepad (coördinerende rol of co-investeerder) dan als dé kennispartner/marktleider.

17. **Het vooralsnog relatief grote aandeel indirecte investeringen van Invest-NL is veel bekritiseerd, maar worden door veel partijen in de markt niet als onlogisch gezien.** Niet alleen passen indirecte investeringen bij een beginnende investeringsinstelling (die het nog deels aan kennis op deelmarkten ontbreekt en zo kan voortbouwen op kennis die bij fondsbeheerders in specifieke deelmarkten bestaat), maken het mogelijk snel 'meters te maken', dempen het risico van enkel directe investeringen enigszins, maken het mogelijk om kleinere tickets beschikbaar te krijgen (< €5 miljoen.) en kunnen fungeren als hefboom om Europees geld op te halen of te richten op investeringen in Nederland. Bovendien kan door een nauwkeurige selectie van specifieke fondsen (en eventueel aanvullende afspraken met de fondsen) enige sturing worden gegeven aan de investeringen (maar minder direct en specifiek dan bij directe investeringen). Nadelen van indirecte investeringen ten opzichte van directe investeringen zijn onder andere dat minder goed is vast te stellen waar je als Invest-NL nu precies in investeert, het draagt niet perse bij aan het opbouwen van een autoriteitspositie (die voor het verwerven van bijvoorbeeld een *lead-investor* status wel gewenst is), het is moeilijker om vast te stellen in hoeverre deze investeringen bijdragen aan *crowding-in* (wat juist een belangrijk argument is om te investeren in een NPI) en de doeltreffendheid van de investeringen is lastiger vast te stellen. Het is daarom een lastige afweging. Wel is genoemd dat veel NPI's eerst kiezen voor het indirecte investeringen model – inclusief de daar bijbehorende typen specialisten – en mogelijk pas in tweede instantie voor het model van directe investeringen daar waar daadwerkelijk de markt evident faalt. Het model met een hoog aandeel directe investeringen vraagt om gespecialiseerde investmentteams en maakt de uitvoering ook relatief wat duurder.

18. **De trade-off tussen economisch en maatschappelijk rendement voor een NPI als Invest-NL is complex.** Het is wel belangrijk te beseffen dat de positie fundamenteel anders is dan die van een private equity partij of venturecapitalist (hoge financiële rendementseisen en daardoor grotere noodzaak hoog risicodragende investeringen te balanceren met minder risicovolle investeringen). Een NPI als Invest-NL kent minder stringente financiële rendementseisen – hoewel vooralsnog onduidelijk is hoe hoog dat daadwerkelijk is door het ontbreken van een uitspraak van de Staat over het vereiste normrendement op portfolioniveau – en wordt juist sterker afgerekend op de bijdrage aan maatschappelijk rendement. De meerderheid van de door ons gesproken gesprekspartners geeft aan dat de focus primair op maatschappelijke impact en minder op economisch rendement moet liggen. Het adagium daarbij is: rendement halen is een randvoorwaarde, maatschappelijke transities versnellen is het doel. Ook Invest-NL heeft er binnen haar mandaat naar eigen zeggen voor gekozen maatschappelijk rendement voorop te stellen. Dat mandaat zelf gunt Invest-NL enige ruimte om maatschappelijk rendement te realiseren zolang dit op portfolioniveau op termijn maar tot een positief (economisch) rendement leidt.

19. **Het is belangrijk dat de overheid (zoals aangekondigd) op korte termijn een normrendement voor Invest-NL vaststelt.** Niet omdat Invest-NL hier vervolgens

ook op de millimeter precies op kan sturen, dat is zeker met een portfolio in opbouw onmogelijk, maar vooral ook als signaal naar de markt dat Invest-NL enerzijds geen subsidies verschaft en anderzijds ook mogelijkheden heeft bij een voldoende grote maatschappelijk impact toch te financieren waar private partijen dit niet of onvoldoende kunnen. Invest-NL heeft de meeste toegevoegde waarde bij investeringen met een grote (aantoonbare) maatschappelijke impact op specifieke transitiepaden die niet of beperkt op de reguliere markt voor durfkapitaal gefinancierd kunnen worden, een gerede kans op een positief rendement hebben en ook niet in het werkingsgebied van subsidieregelingen vallen. Het vergt een zorgvuldige communicatie om de investeringsvoorstellen die hierin vallen aan te trekken en, voor zover dit niet automatisch gebeurt, deze voorstellen eventueel ook mede zelf actief vorm te geven via onder andere de Ontwikkeltaak.

20. **Op een vergelijkbare manier is het belangrijk dat duidelijkheid ontstaat over het exit-beleid van Invest-NL. Het is hoofdzakelijk aan Invest-NL om het exit-beleid vorm te geven (binnen de randvoorwaarden die vanuit de wet gelden) en te communiceren.** Het is belangrijk dat spelers als Invest-NL zelf kunnen bepalen wanneer dat moment van exit is. De timing zal sterk afhangen van de ontwikkeling van de investering, en de private overname-mogelijkheden die op enig moment ontstaan. Dit is van belang als een groeibedrijf ook in volgende financieringsrondes niet alle financiering uit de markt kan krijgen, maar ook voor Invest-NL zelf om niet te verwateren als grote private financiers instappen. Wat 'ruimte' voor een goed exit-beleid is dus nodig, juist ook om op termijn het gevraagde normrendement op portfolioniveau te kunnen halen. Hiervoor is het nodig om met private partijen te kunnen co-investeren in vervolgrondes. Dit vraagstuk van doorinvesteren zal naar verwachting komende jaren steeds vaker actueel zijn. De benodigde ruimte voor Invest-NL om het exit-beleid vorm te geven lijkt er te zijn binnen het mandaat.

21. **Invest-NL heeft een duidelijk en uitgebreid ESG-beleid. Dit geldt zowel voor het investeringsproces (voldoen bedrijven waarin Invest-NL investeert aan de gestelde ESG-eisen) als voor interne processen (voldoet Invest-NL zelf aan de gestelde ESG-eisen).** De raad van commissarissen houdt toezicht op de uitvoering van het Impact en ESG-beleid.

6.1.3 Evaluatie Ontwikkeltaak

In hoofdstuk 4 stonden we stil bij de Ontwikkeltaak van Invest-NL en daarbij licht nadrukkelijk de vraag naar de doeltreffendheid en doelmatigheid van de Ontwikkeltaak voor. Op basis van onze analyses komen we tot de volgende conclusies.

22. **De workflow bij de Ontwikkeltaak is net als bij de Investeringstaak geformaliseerd in de vorm van een *funnel* met opeenvolgende selectiemomenten.** In de eerdergenoemde database worden ook de proposities en projecten gekoppeld aan de Ontwikkeltaak bijgehouden, wat bijdraagt aan overzicht in de projectportefeuille en project ideeën en projecten goed documenteert. Sinds de oprichting hebben 331 projecten de onboarding fase gehaald. Ongeveer de helft van de project ideeën is afkomstig van eigen medewerkers, de andere helft is afkomstig van een externe partij. Medio juli 2022 zijn er 113 projectvoorstellen afgewezen, zijn 107 projecten uitgevoerd, zijn er 40 projecten 'onderweg'. Ongeveer 70 projecten worden nog beoordeeld. De projecten zijn gericht op het beter financierbaar maken van projecten en ondernemingen, primair op het gebied van circulariteit en carbonneutraliteit. De projecten worden ook publiek beschikbaar gemaakt en komen daarmee

niet enkel ten goede aan Invest-NL zelf, maar ook aan alle verstrekkers van risicokapitaal in de markt.

23. **De activiteiten behorend bij de Ontwikkeltaak bestaan uit marktonderzoek/marktontwikkeling, propositiebegeleiding en financiële productontwikkeling.** Deze drie typen activiteiten zijn respectievelijk gericht op het vergroten van kennis van specifieke deelmarkten en financierbaarheid van innovatieve bedrijven; het adviseren en ondersteunen van ondernemers en ondernemingen met het oplossen van knelpunten en opschalen van innovatieve bedrijven (om zo de financierbaarheid te vergroten) en het ontwikkelen van nieuwe financieringsinstrumenten. De activiteiten zijn in meerderheid gericht op circulariteit en carbonneutraliteit. Het merendeel van de projecten betreft marktonderzoek, gevolgd door propositiebegeleiding en tenslotte productontwikkeling.

24. **De resultaten van Business Development (met momenteel 33 FTE) lijken minder zichtbaar te zijn dan die van de Capital-kant van Invest-NL.** Hoewel het doel dus is om kennis breed beschikbaar te maken, lijkt deze kennis in de praktijk vooralsnog nog maar beperkt te worden opgepikt door de markt. Het beeld dat naar voren komt op basis van de gevoerde gesprekken is dat de activiteiten van de Business Development afdeling van Invest-NL beperkt zichtbaar zijn voor andere actoren in de markt. Het merendeel van de gesprekspartners geeft aan niet of nauwelijks bekend te zijn met de activiteiten en resultaten van de Business Development afdeling van Invest-NL. Dit kan uiteraard anders liggen voor direct betrokkenen, bijvoorbeeld die partijen die direct betrokken zijn bij propositiebegeleiding.

25. **Van de drie activiteiten is de ontwikkeling van financiële producten de activiteit met aantoonbaar het meeste resultaat.** Zo zijn er de afgelopen twee jaar verschillende financiële producten (waaronder DACI, DFF en Dep Tech Fund) ontwikkeld en speelt Invest-NL een cruciale rol in het mobiliseren van Europese middelen. Voor de overige activiteiten geldt dat voor de claim dat markten zijn losgetrokken alleen anekdotisch bewijs bestaat. Het is voor Business Development moeilijk erkenning te krijgen voor het werk dat onmiskenbaar is geleverd. Wat betreft propositiebegeleiding is het voor een groot deel van de proposities die begeleid zijn nog onduidelijk of deze financiering zullen vinden in de markt. De proposities die wel financiering hebben gevonden deden dit in de markt, en dus niet bij Invest-NL zelf. Propositiebegeleiding heeft dus (tot op heden) nog niet bijgedragen aan het vullen van de eigen pijplijn. Dit is overigens ook geen expliciet doel van de Business Development afdeling van Invest-NL, dat een breder, publiek doel dient. Het gevolg is wel dat het lastig is om op dit punt de bijdrage van Business Development – anders dan anekdotisch - aan de totstandkoming van private financiering aan te tonen. De marktonderzoeken dragen weliswaar bij aan de eigen kennisopbouw van Invest-NL en stelt haar in staat om zich te specialiseren op een aantal onderwerpen, maar zijn niet breed bekend in de markt, terwijl dit juist een intelligence functie is die de markt en niet primair Invest-NL moet dienen. Bij dit alles moet opgemerkt worden dat Invest-NL nog maar 2,5 jaar bestaat en een aanzienlijk deel van de energie is gaan zitten in de opbouw van de ontwikkelingsfunctie (waaronder het opbouwen van het personeelsbestand). Het jaarlijks beschikbare budget van ruim €10 miljoen wordt vooralsnog niet volledig aangewend.

26. **De thematische focus van Business Development en Capital verschillen niet sterk van elkaar en beide werken in toenemende mate samen. Echter, tot op heden zijn er geen proposities begeleid door Business Development die financiering hebben gevonden bij Capital.** Door de overeenkomsten in de

thematische focus ondersteunen de activiteiten van de Ontwikkeltaak ook de kennisopbouw van professionals die zich bezighouden met de Investeringstaak. Zoals eerder beschreven is deze kennis echter niet exclusief bestemd voor Invest-NL zelf en leert de praktijk dat er tot op heden geen proposities zijn begeleid door Business Development die financiering hebben gevonden bij Capital. Verder bestaat het beeld dat de Business Development en Capital afdeling kort na oprichting wellicht te separaat opereerden. De samenwerkingen tussen Business Development en Capital is in het afgelopen jaar verbeterd door themateams te vormen. Hierdoor werken beide afdelingen niet meer in silo's maar worden deze 'geblend' rondom de verschillende focusgebieden van Invest-NL. Een vraag die nog wel boven de markt hangt is de vraag of Invest-NL kan uitgroeien tot *lead-investor* op geselecteerde (transitie)thema's als zij die kennis telkens moet delen met andere financiers?

27. **Aansturing gebeurt op voldoende afstand: de meest betrokken ministeries (EZK en Financiën) hebben een consulterende rol bij beleidsbepaling/ investeringsafbakening. Hier stellen zij voorwaarden en grenzen, maar is geen sprake van inmenging op case-niveau.** Financiën stelt zich primair op als aandeelhouder en EZK heeft een intensiever inhoudelijk afstemming met Invest-NL vooral waar het gaat om fondsvorming ten behoeve van de brede doelstelling van Invest-NL (totstandkoming van ondernemingsfinanciering gericht op start- en scale-ups) en met de Business Development kant waar het de invulling van de subsidierelatie betreft (die via EZK loopt).

28. **Business Development interacteert proactief en reactief met de vakinhoudelijke departementen en manifesteert zich in de regel als een prettige en toegankelijke gesprekspartner met op specifieke dossiers relevante kennis en incidenteel de rol van sparringpartner, facilitator of adviseur.** Invest-NL heeft contact met diverse vakdepartementen (inclusief EZK met een belangrijke beleidsverantwoordelijkheid op het gebied van Energie en Klimaat). De departementen hebben geen inspraak op individuele investeringen, maar kunnen natuurlijk wel de dialoog aangaan met Invest-NL en wensen doorgeven. Het is aan Invest-NL de taak om aan te geven met welke onderwerpen en dossiers ze aan de slag gaat. Invest-NL doet dat in de praktijk zowel reactief als proactief. De ervaringen van de gesprekspartners van de verschillende departementen zijn wisselend; van positief (proactief meedenken op specifieke dossiers en daar onderzoek op uitvoeren) tot negatief (uitvoeren van een onderzoek dat feitelijk al door departement zelf was uitgevoerd). De ontwikkeltaak van Invest-NL wordt waarschijnlijk nog onderbenut, omdat Invest-NL (nog) niet op het netvlies staat bij alle departementen en binnen de relevante departementen ook slechts bij een beperkt aantal mensen.

6.1.4 Evaluatieontwerp Invest-NL 2026

Deze evaluatie betreft een tussentijdse evaluatie en een volledige evaluatie is voorzien voor 2026. In hoofdstuk 5 hebben we mogelijkheden voor zowel een summatieve – als het niet anders kan – een formatief evaluatieontwerp nader bekeken voor elk van de twee doelstellingen van Invest-NL afzonderlijk.[143] De belangrijkste conclusie zijn als volgt:

[143] Een summatieve evaluatie is gericht op het doen van een effectmeting waarbij een experimentele groep met een controlegroep wordt vergeleken en een causaal effect kan worden aangetoond. Een formatieve evaluatie kan geen causaliteit aantonen, maar kan slechts aannemelijk maken dat een interventie of interventies bij kunnen dragen aan een bepaald effect of resultaat. Bij evaluaties gericht op effectmeting is een formatief perspectief slechts een ondersteunende analyse of terugvaloptie.

29. **Voor het doen van een goede evaluatie moet elk van de doelstellingen (te weten: meer financiering voor start- en scale-ups en het bevorderen van transities door meer financiering te richten op bedrijven die transitieopgaven adresseren) apart worden geëvalueerd.** Invest-NL dient daartoe haar operationele datahuishouding omtrent het aanvraagproces van financieringen te verbeteren (zie aanbeveling 11). We zullen in de twee onderstaande aanbevelingen verder ingaan op de benodigde data.

30. **Voor het brede doel van meer ondernemingsfinanciering is de mate van *crowding-in* door andere financiers een goed vertrekpunt voor een betrouwbare effectmeting.** Een controlegroep kan worden geconstrueerd door de ondernemingen die wel in beeld zijn geweest bij Invest-NL, maar waarvan de aanvraag (bij voorkeur laat in de funnel) is afgewezen. Met een *regression discontinuity design* (RDD) analyse kunnen een experimentele/behandel en een controlegroep worden vergeleken die zoveel mogelijk op elkaar lijken maar waarvan de een net wel en de ander net niet is gefinancierd. Hiervoor zijn bij voorkeur kwantitatieve additionaliteitsinschattingen van financieringsaanvragen door Invest-NL. Een alternatief zou kunnen zijn om niet de additionaliteit, maar de kwaliteit van aanvragen (bij voorkeur kwantitatief) gescoord wordt op een schaal. Ook dan is een *regression discontinuity design* analyse mogelijk. In plaats van een controlegroep die in beeld is geweest bij Invest-NL kan ook een vergelijking worden gemaakt met ondernemingen met een financieringsbehoefte die niet bij Invest-NL in beeld zijn geweest maar die qua kenmerken zo goed mogelijk lijkt op de behandelgroep. Hierbij kan een *propensity score matching* (PSM) analyse worden uitgevoerd waar een behandelde onderneming met een of liefst meerdere vergelijkbare ondernemingen wordt vergeleken. Datasets van DealRoom, Crunchbase of NVP kunnen daarbij behulpzaam zijn. Het aantrekkelijke van de NVP-data is dat die al een koppeling kennen met diverse CBS-statistieken zoals die in de CBS Microdata omgeving gekoppeld zijn. Voor de feitelijke prestatievergelijking tussen de behandelde ondernemingen en de ondernemingen uit de controlegroep kan bij zowel de RDD- als de PSM-analyse in een tweede stap een *difference-in-difference* analyse worden uitgevoerd. Hierbij kan bepaald worden wat de netto invloed van de interventie of behandeling is geweest. Hierbij wordt dus gecorrigeerd voor eventuele verschillen in trendmatige ontwikkeling tussen de ondernemingen uit de behandel en de controlegroep). Een formatieve evaluatie kan ondersteunend zijn. Middels portfolio-analyse, deskresearch en interviews kan worden nagegaan of er bijvoorbeeld empirisch bewijs is voor de veronderstelde knelpunten wat betreft financiering en de kapitaalbehoefte en in hoeverre slaagt Invest-NL er in een autoriteitspositie op te bouwen op basis waarvan andere financiers besluiten ook mee te financieren. Ook kan worden gekeken naar de vraag of Invest-NL wat betreft haar activiteiten steeds meer de positie *van lead impact investor* heeft.

31. **Voor de tweede doelstelling kan een vergelijkbare aanpak worden gevolgd, zowel indien Invest-NL kiest voor *impact investing* (wat ze nu al doet) of voor *thematic investing* (wat ze mogelijk in de nabije toekomst meer doet).** Belangrijkste verschil is dat een score moet worden bepaald op een relevante transitie-indicator bijvoorbeeld een meer of minder groot verondersteld effect (blijkend uit bijvoorbeeld een LCA) op duurzaamheid. Wel is de een betrouwbare database benodigd in het geval de controlegroep geen beoordeling van Invest-NL heeft gekregen (en een PSM in plaats van een RDD-analyse opportuun) is. Mochten onvoldoende data voorhanden zijn voor een kwantitatieve analyse dan kan de vergelijking tussen behandel- en controlegroep ook meer kwalitatief worden uitgevoerd. Ook bij deze doelstelling kan een meer formatieve evaluatie behulpzaam zijn. De vraag is dan

bijvoorbeeld of Invest-NL weet wat kansrijke transitie(deel)thema's zijn en of ze er daadwerkelijk in slaagt een transformatief portfolio te ontwikkelen waarmee ze daadwerkelijk een transformatiepad mede weet vorm te geven.

6.2 Aanbevelingen

Op basis van voorgaande set van conclusies zien we een aantal mogelijkheden om doeltreffendheid en doelmatigheid van Invest-NL te verbeteren. Ook hier roepen we de disclaimer in herinnering die we aan het begin van de conclusieparagraaf formuleerden: Invest-NL is *work in progress* en bestaat nog maar relatief kort. Dat gezegd hebbende geven we de volgende aanbevelingen op het gebied van A) Mandaat en positionering; B) Operaties en strategie; C) Communicatie, en; D) Informatiehuishouding, ter overweging mee:

Mandaat & positionering.

A. **Er is geen directe noodzaak het mandaat direct aan te passen.[144] Wel kunnen mogelijk een aantal zaken op korte termijn worden verduidelijkt die Invest-NL ook helpen een duidelijker profiel in de markt op te bouwen. Dit is een gezamenlijke verantwoordelijkheid van de overheid (in het bijzonder de ministeries van Financiën en EZK) en Invest-NL zelf.** We denken daarbij aan de volgende zaken:
   - Meer duidelijkheid over wat onder marktconformiteit wordt verstaan. Dit zal Invest-NL, in samenspraak met de ministeries van Financiën (aandeelhouder) en EZK (beleidsopdrachtgever), moeten vaststellen. De drie perspectieven op marktconformiteit zoals geschetst in deze tussentijdse evaluatie kunnen daarbij behulpzaam zijn.
   - Meer duidelijkheid over welk normrendement van Invest-NL wordt verwacht en in welke mate dit normrendement op het niveau van casussen, portfolio of organisatie breed moet worden beschouwd. Het normrendement wordt eind 2022 verwacht, het Ministerie van Financiën is hiervoor verantwoordelijk. Het vaststellen van een normrendement is primair van belang als signaal naar de markt dat Invest-NL enerzijds geen subsidies verschaft en anderzijds ook mogelijkheden heeft bij een voldoende grote maatschappelijk impact toch te financieren waar private partijen dit niet of onvoldoende kunnen. Te overwegen is het normrendement op het minimum te stellen om zo Invest-NL enige bewegingsruimte te geven en de ruimte binnen het mandaat zo goed als mogelijk te benutten.[145] Een lager normrendement biedt met andere woorden meer ruimte voor maatschappelijke investeringen. Bij een duidelijke uitspraak over normrendement behoort o.i. ook een duidelijke uitspraak hoe het exitbeleid van Invest-NL is vormgegeven en welke rol Invest-NL kan speler bij niet alleen initiële investeringen, maar ook bij vervolg- en eventueel herfinancieringen. Invest-NL kan daartoe zelf een voorzet richting de ministeries van EZK en Financiën doen. Complicerende factor voor het vaststellen van het normrendement is momenteel wel de combinatie van hoge inflatie en vooralsnog lage rentestand (zie Box 6)
   - Meer duidelijkheid (ook richting de markt) over hoe financieel en maatschappelijk rendement zich tot elkaar verhouden. Het beeld dat naar voren komt uit deze

[144] Hoewel we wel constateren dat een aantal keuzes uit het recente verleden de speelruimte voor Invest-NL beperkt, bv de keuze Invest-NL als overheidsinvestering te zien, geen bancaire status te geven alsmede een dubbele doelstelling mee te geven.

[145] Wel merken we op dat Invest-NL niet op de millimeter precies kan sturen op normrendement, dat is zeker met een portfolio in opbouw onmogelijk.

tussenevaluatie is dat sinds de oprichting van Invest-NL onvoldoende duidelijk is geweest hoe financieel en maatschappelijk rendement zich tot elkaar verhouden en wat prevaleert. Invest-NL geeft aan dat maatschappelijke impact het doel is en financieel rendement een randvoorwaarde, maar hoe zich dit in de praktijk tot elkaar verhield bleef vooralsnog onduidelijk. Nu dat zich inmiddels uitkristalliseert, is het zaak dat Invest-NL dit ook zo duidelijk mogelijk communiceert om zo ook de juiste financieringsaanvragen aan te trekken (c.q. mede te ontwikkelen).

- Meer duidelijkheid over het type investor dat Invest-NL primair is: *impact investor* of een *thematic investor*, *lead-investor* of vooral een co-investor. Deze verantwoordelijkheid ligt hoofdzakelijk bij Invest-NL.
- Meer duidelijkheid over de verhouding tussen directe en indirecte investeringen (ook met het oog op de verdere op- en uitbouw van de organisatie omdat dit verschillende "takken van sport" zijn) en vooral ook duidelijk maken hoe indirecte investeringen kunnen bijdragen aan het realiseren van de strategie van Invest-NL. Ook hier is Invest-NL in de eerste plaats aan zet.
- Meer duidelijkheid over hoe Invest-NL zich verhoudt tot andere private en publieke verschaffers van risicokapitaal en hoe de werkzaamheden van Invest-NL hierop aansluiten (bijvoorbeeld op de werkzaamheden van ROM's). Dit zorgt voor duidelijkheid omtrent de financieringsmarkt bij marktpartijen. Zo zou Invest-NL meer een 'grote broer' kunnen zijn voor de ROM's en het stokje moeten overnemen wanneer cases te groot worden voor de ROM's. Deze verantwoordelijkheid ligt bij Invest-NL.
- Meer duidelijkheid over hoe Invest-NL zich verhoudt tot eveneens relatief jonge fondsen als het Nationaal Groeifonds, Klimaatfonds, Stikstoffonds etc. Momenteel wordt gekeken naar vormen van *blended finance*, maar dit kan ook betekenen dat de positionering van Invest-NL als investeerder en financier wordt verward met die van subsidieverstrekker. Dit leidt tot een onduidelijkere positionering op de financieringsmarkt. Recent is er een brief van de minister van Financiën gepubliceerd waarin de verhoudingen tussen Invest-NL[146], het Nationaal Groeifonds, Klimaatfonds en Transitiefonds wordt geschetst. Het is belangrijk deze verhoudingen helder te communiceren richting andere private en publieke partijen.

Operaties & strategie

B. **In de huidige werkwijze en strategievorming zijn een aantal zaken die verbetering behoeven.** We denken daarbij bijvoorbeeld aan de volgende zaken:
   - Het aantal aanvragen dat moet worden beoordeeld is erg groot, terwijl het aantal aanvragen dat uiteindelijk kwalificeert (bijna financierbaar is, geen subsidie zoekt, past in de investeringsafbakening) relatief beperkt is. Dit is het "smalle paadje" dat Invest-NL bewandelt tussen een voldoende liquide en functionerende markt enerzijds en subsidiegedreven proposities anderzijds.[147] Dit proces kan efficiënter worden gemaakt door duidelijk (en opnieuw) te communiceren waar Invest-NL voor staat en welk type propositie Invest-NL kan ondersteunen. Dit

[146] Minister van Financiën (2022). Kamerbrief over samenhang en voortgang fondsen [rijksoverheid.nl]

[147] Invest-NL heeft op een relatief afgebakend gebied de meeste toegevoegde waarde. Het gaat vooral om investeringen met een grote (aantoonbare) maatschappelijke impact op specifieke transitiepaden die niet of beperkt op de reguliere markt voor durfkapitaal gefinancierd kunnen worden, een gerede kans op een positief rendement hebben en ook niet in het werkingsgebied van subsidieregelingen vallen.

maakt dat het aantal aanvragen wellicht afneemt – een proces dat al is ingezet – maar de "conversie" wellicht doet toenemen. Het gaat daarbij niet alleen om een efficiënter proces in bedrijfseconomische zin, maar draagt ook bij aan een zorgvuldige en kenbare besluitvorming voor het nemen van besluiten over financieringsaanvragen. Invest-NL moet doorgaan zich in te spannen om de financieringsvoorwaarden in verband met toe- en afwijzen van financiering zo helder mogelijk te communiceren en hanteren en onderdeel te maken van de datastrategie die wordt ontwikkeld (ook met het oog op de evaluatie in 2026).

- Dit vereist ook een heldere investeringsafbakening en strategie. We zien dat Invest-NL allengs haar activiteiten preciezer afbakent, maar dat deze afbakening en strategie nog niet op alle punten voldoende helder is of voldoende helder wordt gecommuniceerd. De ambitie van Invest-NL op het gebied van LSH is bijvoorbeeld onvoldoende duidelijk.
- Ook is nog onvoldoende duidelijk – zeker voor de externe omgeving van Invest-NL - wat uiteindelijk de verhouding tussen directe en indirecte investeringen is die wordt geambieerd. Om te voorkomen dat Invest-NL te veel wordt gezien als "beleggingsinstelling met belastingmiddelen" zou de balans niet naar de indirecte investeringen (huidige situatie), maar eerder naar de directe investeringen moeten doorslaan. Het licht ook in de verwachting dat Invest-NL geleidelijk aan het aandeel directe investeringen wil laten toenemen. Grote vraag is of Invest-NL de stap wil maken van *impact investor* naar *thematic investor*. Indien het profiel verschuift naar *thematic investor* zouden de activiteiten van Business Development relatief belangrijker worden aangezien de kennispositie op de te selecteren transitiepaden nog crucialer wordt (voor opbouw autoriteitspositie). Ondanks het primair publieke karakter, is het dan wel zaak dat de kennispositie van Business Development ook leidt tot business proposities die (ook) door Invest-NL zelf opgepakt kunnen worden. Mocht dat niet het geval zijn dan wordt via een private weg met publieke financiering een market intelligencefunctie in de benen gehouden die mogelijk onvoldoende rendeert. Wanneer Invest-NL die kennis niet zelf in huis heeft, maar ze wel essentieel is voor de eventueel geprioriteerde transitiepaden, moet ze intensief samenwerken met partijen die wel over de gewenste specialistische kennis beschikken. Het is ook van belang een eenmaal gekozen focus in de kennisopbouw zo veel mogelijk vast te houden. Ook hier geldt dat het aan Invest-NL is hier meer duidelijkheid te scheppen richting de externe omgeving.
- Dan nog kan het aantal aanvragen dat uiteindelijk door Invest-NL wordt toegekend in absolute zin klein zijn. Dat hoeft niet per se negatief te zijn als dit betekent dat markten relatief goed functioneren. Het is belangrijk Invest-NL ook te zien en te positioneren als een tool in een gereedschapskist om in te zetten wanneer financieringen moeizamer tot stand komen (bijvoorbeeld in tijden van laagconjunctuur wanneer NPI's vaker grotere financieringsbedragen wegzetten). Om die reden moet de €1,7 miljard investeringsmiddelen niet overhaast worden weggezet.
- Invest-NL kan overwegen het zwaartepunt van Business Development activiteiten te verschuiven richting productontwikkeling en propositieontwikkeling en het aantal studies dat wordt verricht (nog) meer te focussen op de inhoudelijk focus van Invest-NL en de transitiepaden die Invest-NL eventueel wil faciliteren.
- Tot slot kan ook overwogen worden Invest-NL mee te laten ademen met de conjunctuur door ten tijde van hoogconjunctuur te focusseren op kennisdeling en marktontwikkeling via Business Development (en de financieringsmarkt zo goed als mogelijk haar werk laten doen) en in tijden van laagconjunctuur te focusseren

op investeringen via de Capital-kant. Dan kan Invest-NL haar aandacht focussen en meer synergie tussen Business Development en Capital bereiken.

Communicatie

C. **Zowel de hierboven genoemde punten onder mandaat en positionering als onder operaties en strategie vragen om een betere communicatie door Invest-NL.** We hebben gemerkt dat de perceptie omtrent Invest-NL ook sterk gekleurd is door de ervaringen met Invest-NL in de eerste twee jaren en beeldvorming in de media (de wens om ook indirecte investeringen te doen en de voordelen die hieraan ook verbonden zijn, kunnen bijvoorbeeld beter worden gecommuniceerd). We denken daarbij aan het volgende:

- Juist nu de positionering en werkwijzen van Invest-NL steeds duidelijker worden kan het wellicht geen kwaad in een campagne Invest-NL hernieuwd voor te stellen (bijvoorbeeld als vroege fase investeerder in specifieke technologische trajecten rond CO_2-neutraliteit en circulair met een nadruk op maatschappelijk rendement). Een dergelijke "reset" zou duidelijk met de meest direct betrokken departementen (Financiën en EZK) moeten worden afgestemd.
- Vooral de investeringen van de Capital-kant van Invest-NL liggen onder het vergrootglas. Echter, ook de activiteiten van Business Development verdienen ruimere verspreiding en aandacht, juist ook omdat ze een publiek karakter hebben en ze de hele financieringsmarkt in de breedte moeten verleiden (meer en/of eerder) te investeren in transitieopgaven. Ook hier kan een extra communicatieinspanning worden gepleegd.
- Ook moet onder het kopje communicatie nadrukkelijker de meerwaarde van een NPI, die in Europa zaken kan doen en financiële middelen kan aantrekken, voor het voetlicht worden gebracht.
- Tot het verbeteren van de communicatie rekenen we ook een meer systematische dialoog met vakdepartement die verantwoordelijk zijn voor transitiepaden die horen bij de investeringsafbakening van Invest-NL. Invest-NL kan – zeker indien gekozen wordt voor een *thematic investment* strategie – nauwer aansluiten bij de kennis- en investeringsvragen die de vakdepartementen hebben en met hen proposities opwerken. Dit vraagt ook om de nodige de politieke en bestuurlijke sensitiviteit.

Informatiehuishouding

D. **Een van de conclusies luidde dat de datahuishouding omtrent financieringsaanvragen verbetering behoeft. We bevelen aan dat Invest-NL de reeds ingezette verbeterslag voortzet, de informatiehuishouding op orde krijgt en daarvoor ook voldoende personele inzet reserveert.**[148] Dit dient twee doelen.
   - Alleen zo kan een gedetailleerd inzicht worden verkregen in haar eigen investeringsproces. Op deze wijze kan Invest-NL waar mogelijk, komen tot verantwoorde en uitlegbare besluiten en kan Invest-NL hier ook transparant over rapporteren. Wel is te overwegen het aantal items per investeringsaanvraag (nu 63) mogelijk enigszins te beperken om de administratieve last voor de eigen

[148] Wel dient in het achterhoofd gehouden te worden dat Invest-NL een privaat bedrijf is actief in private markten en in private bedrijven en projecten. Er zitten dus beperkingen aan de data die Invest-NL kan verkrijgen, bijhouden en delen (zeker van aanvragen die niet leiden tot een transactie).

medewerkers te beperken.[149] Overigens is het op een vergelijkbare manier nodig om goed bij te houden wanneer een Business Development activiteit specifiek bijdraagt aan het financierbaar maken van investeringsprojecten op de transitiegebieden, hetzij door andere financiers of hetzij door Invest-NL zelf.

- Alleen een informatiehuishouding die op orde is voor primair de investeringsaanvragen vergroot de kans op succesvolle effectevaluatie van Invest-NL in 2026. Wel moet de informatiehuishouding zo worden ingericht – bij voorkeur met een kwantitatief scoringssysteem van investeringsaanvragen op te selecteren dimensies[150]- dat typische econometrische analysemethoden *als regression discontinuity design* en *propensity score matching* kunnen worden toegepast[151]. Ook moet systematischer worden geadministreerd in welke mate afgewezen aanvragen alsnog tot financiering in de markt leiden. Dit alles is geen sinecure en nog geen garantie voor een succesvolle uitvoering van een investeringsstrategie c.q. effectevaluatie in 2026, maar zonder een dergelijke informatiehuishouding zijn beide sowieso moeilijk te realiseren.

[149] De medewerkers van Invest-NL die betrokken zijn bij projecten en de gegevens voor deze dataset invoeren (of aanleveren) moeten door het ICT-systeem beter worden geïnstrueerd of geholpen welke data ze moeten invullen bijvoorbeeld door voorcodering van antwoorden en ze zouden ook een seintje moeten krijgen wanneer een variabele niet of fout (als in onmogelijke combinatie) is ingevuld.

[150] Zie voor een eerste voorzet daartoe hoofdstuk 5 waarin de contouren van de informatiebehoefte voor een effectevaluatie in 2026 op hoofdlijnen worden geschetst.

[151] Invest-NL geeft aan dergelijke methoden in toenemende mate te gebruiken, primair ook voor het optimaliseren van haar investerings- en ontwikkeltaak.

Bijlage 1. Beantwoording onderzoeksvragen

In onderstaande tabel hebben we aangegeven welke van de door de opdrachtgever meegegeven set van onderzoeksvragen we waar in het rapport (en met gebruikmaking van welke onderzoeksmethode) beantwoorden.

Onderzoeksvraag	Paragraaf
Doel, taken en randvoorwaarden (wet)	
1. Welke onderdelen (met name over, maar niet beperkt tot, de holdingstructuur, taken, handelingen en voorwaarden voor taakuitoefening) van de Machtigingswet, die bij de start van de instelling ook voorzien waren, zijn volledig geïmplementeerd? Welke niet en waarom?	2.1 t/m 2.4
2. Hoe heeft Invest-NL haar additionele rol ten opzichte van het al bestaande instrumentarium vormgegeven? Op welke domeinen heeft Invest-NL zich gericht en hoe verhoudt zich dat tot haar specifieke doelen, taken en het geconstateerde marktfalen op die domeinen? Wat is de onderbouwing hiervan en hoe sluit dit aan op de afspraken die zijn gemaakt tussen de Staat en Invest-NL in de aanvullende overeenkomst?	2.4, 2.5, 3.4.1
3. Welke activiteiten heeft Invest-NL uitgevoerd en in hoeverre vallen die samen met de bij de wet aan de instelling toebedeelde taken, de randvoorwaarden en het gewenste doel (dit tezamen is het 'mandaat' van Invest-NL)?	2.2 t/m 2.4, 3.4.1 t/m 3.4.3
4. In hoeverre heeft Invest-NL in de praktijk voldaan aan de gestelde randvoorwaarden voor investeringen [voor zowel de directe als indirecte investeringen]?	2.2, 3.3, 3.5
5. Wat voor een invloed hebben de gestelde randvoorwaarden gehad op de door Invest-NL verstrekte financieringen en de ontplooide ontwikkelactiviteiten? Welke (en hoeveel) proposities zijn niet in aanmerking gekomen voor financiering of ontwikkeling als gevolg van welke randvoorwaarden?	3.2.2, 3.2.3, 3.3
6. Hoe beoordeelt Invest-NL de impact van potentiële initiatieven, projecten, investeringen?	3.4.6
7. In hoeverre steekt Invest-NL tijd en geld in projecten met organisaties en ondernemingen die compliant zijn met milieuwetgeving, arbeidsomstandighedenwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen?	3.5.1
8. Op welke wijze borgt Invest-NL dat zijzelf compliant is met relevante wet- en regelgeving op het gebied van milieuwetgeving, arbeidsomstandighedenwetgeving en maatschappelijk verantwoord ondernemen.	3.5.2
Investeringstaak (wet)	
9. Welke financieringsvormen heeft Invest-NL gebruikt voor het financieren van ondernemingen en wat waren hier de belangrijkste redenen voor? Welke andere financieringsvormen biedt Invest-NL aan in aanvulling op het aanbod van andere financiers?	3.1
10. Hoeveel financiering is er in totaal verstrekt (aantal investeringen en totaal in euro's), aan welke partijen en hoeveel partijen hiervan waren MKB-partijen (uitgesplitst per jaar en per 'investeringsdomein'). En hoe verhoudt zich dit tot de proposities die zich in de pijplijn bevonden?	3.2
11. Hoe beoordeelt Invest-NL het maatschappelijk rendement van een project (ex-ante impactanalyse) en hoe weegt Invest-NL dit af tegen het financieel rendement bij het toekennen en weigeren van financiering aan bedrijven?	3.4.6
Ontwikkeltaak (wet)	
12. Welke ontwikkelactiviteiten heeft Invest-NL ontplooid en wat is de onderbouwing hiervan?	4.1.2
13. Op het oplossen van welk 'marktfalen' hebben de ontwikkelingsactiviteiten zich gericht?	4.1.3
14. Welke wisselwerking is zichtbaar tussen de ontwikkelactiviteiten en de investeringsactiviteiten van Invest-NL en in hoeverre sluit dit aan op de bedoeling van de wet?	4.2
15. Welke gegevens verzamelt Invest-NL daarvoor en welke voorziening is er getroffen om die gegevens te benutten voor de evaluatie conform de Theeuwes-voorschriften?	3.2.2, H5

Onderzoeksvraag	Alinea
Doeltreffendheid ontwikkeltaak	Deskstudie
16. Welke activiteiten op het gebied van: studies, opzet van financieringsinstrumenten/ fondsen, e.d., heeft de ontwikkeltak ontplooid en op welke manier hebben deze bijgedragen aan de doelen uit de wet?	4.1.2
17. In hoeverre zijn de bestede middelen op een effectieve wijze verdeeld over de verschillende activiteiten (onderzoek, projectontwikkeling en propositiebegeleiding) met het oog op het beoogde doel van Invest-NL, hoe staat dit in verhouding tot de gewenste outcome en impact en hoe wordt dit door Invest-NL in kaart gebracht en beoordeeld?	4.1.3
18. In welke mate hebben de activiteiten bijgedragen aan het wegnemen van het marktfalen op de domeinen waarop Invest-NL actief is?	4.1.3
19. Hoe ziet de toeleiding van aanvragen/begeleide proposities eruit en welke hebben geleid tot additionele investeringen door Invest-NL of andere financiers? Aan welke partijen (registratie KVK-nummers met het oog op koppeling Algemeen Bedrijvenregister van het CBS) en wat zijn de resultaten van de proposities op het moment van evalueren?	4.1.1
20. Hoe groot zijn de totale gesubsidieerde investeringen (vanuit Invest-NL en vanuit de markt) en welk deel daarvan is additioneel?	4.1.2
21. Wat vinden bedrijven en andere stakeholders (zoals de ROM's en andere beleidsdepartementen) van het aanbod van, de zichtbaarheid van en de rolneming door Invest-NL? Is het duidelijk waarvoor bedrijven en stakeholders bij Invest-NL moeten zijn?	4.1.3, 4.3
22. Hoe heeft Invest-NL met andere private en publieke partijen samengewerkt (zowel in binnen- als buitenland) en in welke mate heeft dit bijgedragen aan de doelstellingen?	4.1.4, 4.3
23. Hoe verloopt de samenwerking met de RVO en andere geldverstrekkers bij het realiseren van de doelstellingen? Sluiten de activiteiten van beide instellingen goed op elkaar aan?	4.1.4
24. In hoeverre is Invest-NL in staat gebleken om EU-middelen op te halen en in hoeverre draagt dit bij aan de doelrealisatie van de instelling?	4.1.2
25. Hoe zijn de ontwikkeltak en departementen op elkaar aangesloten als het gaat om de ontwikkeling van investeringen en eventuele financieringsknelpunten, wie pakt welke rol? Op welke wijze neemt Invest-NL beleidsmatige prioriteiten mee in de invulling van activiteiten?	4.2
Doelmatigheid ontwikkeltaak*	
26. Hoe verhouden de bereikte resultaten zich tot de kosten? Maak hierbij een onderscheid tussen de directe en indirecte kosten. (Bij deze vraag worden ook de administratieve lasten van de subsidieaanvragers/ontvangers betrokken.)	-
27. Hoeveel additionele investeringen zijn bereikt per euro subsidie? ('bang for the buck')	-
28. In hoeverre is de inzet van mensen en middelen op de juiste wijze ingericht/georganiseerd, gelet op subsidiabele kosten?	-
29. In hoeverre is er een heldere scheiding tussen activiteiten en daarbij betrokken medewerkers tussen ontwikkelingstak en de investeringstak door middel van een urenadministratie?	4.2

*De vragen 26-29 hebben betrekking op de doelmatigheid van de Ontwikkeltak van Invest-NL. Vraag 26, 27 en 28 vereisen onder andere een gedetailleerd inzicht in de kostenstructuur van Invest-NL, de subsidiabele kosten, de administratieve lasten van aanvragers van financieringen en inzicht in de additionele investeringen per euro subsidie. Deze vragen kunnen niet op basis van de onderzoeksactiviteiten die horen bij een tussentijdse evaluatie worden beantwoord. Vraag 29 komt in paragraaf 4.2 aan de orde en is heel feitelijk (er is sprake van een gescheiden urenadministratie). Een overall uitspraak over de micro-doelmatigheid, laat staan de macro-doelmatigheid, is echter op basis van deze tussentijdse evaluatie van Invest-NL niet mogelijk.

Bijlage 2. Overzicht respondenten

Naam	Organisatie
Leo Holwerda	Invest-NL
Anne Mieke van der Werf	Invest-NL
Joanne de Jonge	Invest-NL
Aart Kooiman	Invest-NL
Remco van Montfoort	Invest-NL
Michiel Strijland	Invest-NL
Reda Atibi	Invest-NL
Jan Pieter Postma	Invest-NL
Norbert Fillekes	EIF
Els Sweeney-Bindels	EIB
Helmut von Glasenapp	ELTI
Nikki Rupert	DNB
Michael Lucassen	TIIN Capital
Simone Zwijnenberg	EGEN
Tjarda Molenaar	NVP
Juul Vaandrager van Aert	NVP
Maurice van Tilburg	Techleap
Marc Jansen	BOM
Liduina Hammer	IQ
Siska van Houdt	LIOF
Guy Vonken	Provincie Limburg
Fanny Melker	Provincie Noord-Brabant
Norbert van den Hove	EZK
Abdessalam Es-Saghir	EZK
Koert Ruiken	EZK
Paul Boeding	EZK
Medewerker financiën	MinFin
Medewerker financiën	MinFin
Medewerker financiën	MinFin
Medewerker financiën	MinFin
Richard Nooij	EZK
Erik Schmieman	IenW
Aafke Belterman	BZK
Danielle van Eijk	OCW
Eva Kleijn	VWS
Jacobine van den Brink	UVA
Peter Roosenboom	EUR
Rens van Tilburg	UU/SFL
Bas ter Weel	UvA/SEO

Bijlage 3. Leden begeleidingscommissie

Naam	Organisatie
Tom van Schulpen (voorzitter)	Provincie Limburg
Abdessalam Es-Saghir	EZK
Alex Uiterwijk	EZK
Arthur Holtgrefe	EZK
Koert Ruiken	EZK
Niels van Kemenade	MinFin
Willem Hendrik Rikkenberg	MinFin
Geert Noordzij	MinFin
Vincent Weyers	MinFin
Carl Koopmans	VU/SEO
Erik Schmieman	IenW
Miriam Dragstra	BOM

Contact:
Dialogic innovatie & interactie
Hooghiemstraplein 33-36
3514 AX Utrecht
Tel. +31 (0)30 215 05 80
www.dialogic.nl