

# De markt voor venture capital

Het artikel 'De Nederlandse markt voor venture capital' in *ESB* van 16 november jl. van C.G. Koedijk en C.J.M. Kool biedt weinig nieuws, althans niet na lezing van de brochures *Venture capital in Nederland I en II*<sup>1</sup>. Weliswaar werd wat nieuw bronnenmateriaal geraadpleegd, maar het artikel is toch "voor een belangrijk deel gebaseerd" op de eerste brochure, die overigens ook weer niet zó "recent" is verschenen; zeker anderhalf jaar geleden, na verricht onderzoek in de periode van september tot en met december 1986. Nu is dat op zich geen bezwaar, immers niet elke *ESB*-abonnee zal bedoelde geschriften hebben gelezen.

Echter, de ontwikkelingen op het terrein van venture capital gaan snel, razendsnel, en de tijd van explosieve groei van de Nederlandse markt ligt duidelijk achter ons. Het is ook zeker niet zo dat "Op dit moment (...) deze markt qua omvang de op een na grootste in Europa, na het Verenigd Koninkrijk" is. De heren Koedijk en Kool hebben weliswaar overzichten uit 1988 geraadpleegd en de *Venture Capital Gids 1988* van KPMG Klynveld Bosboom Hegener<sup>2</sup> spreekt inderdaad over Nederland als de op een na grootste venture capital-natie van de EG, maar wat is er in de loop van dit jaar zoal bekend geworden?

---

## Terughoudend

---

Aanbieders in Nederland stellen zich de laatste tijd aanzienlijk terughoudender op indien het gaat om het verstrekken van 'durfkapitaal'. Gebrekkig en weinig flexibel management, teleurstellende rendementen van nieuw opgerichte ondernemingen, trage technische ontwikkelingen en dergelijke kunnen daarvan als oorzaken worden genoemd. Ter illustratie: de grootste aanbieder van venture capital in Nederland, de Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM), heeft in de eerste helft van 1988 slechts vier participaties genomen tegen 22 in geheel 1987.

Venture capital-fondsen van de Investeringsmaatschappij Nederland en die van de Oranje Nassau Groep zijn zelfs in de problemen geraakt, Euroventures heeft vorig jaar f 2,7 miljoen verlies geleden en in 1986 f 1,8 miljoen verlies (hoewel dat niets zegt over al dan geen groei van het aantal participaties), en zo zijn er meer minder positieve berichten te melden.

---

## Getallenbrij

---

Koedijk en Kool merken in hun bijdrage op, dat de schattingen van

---

KPMG inzake de investeringen "aan de hoge kant lijken" en daar hebben ze maar al te zeer gelijk in gekregen. Werd in 1986 in Nederland nog voor ruim f 420 miljoen aan nieuw venture capital verstrekt, vorig jaar was dat nog maar f 358 miljoen. In 1988 is er sprake van een verdere, aanzienlijke daling. Genoemde bedragen liggen aanmerkelijk lager dan in het verleden werd gesuggereerd. De accountantsfirma Peat Marwick (onderdeel van KPMG Klynveld), die jaarlijks wereldwijd de markt voor venture capital onderzoekt, baseert zijn gegevens sinds enige tijd niet meer op een eigen enquête, maar op een opgave van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, "die de bezem heeft gehaald door de getallenbrij. Zo tellen onder meer koerswinsten op participaties, die in de jaren van de beurshausse de getallen flatteerden, niet meer mee"<sup>3</sup>.

Venture capital-financiers in Nederland geven zonder uitzondering toe dat er thans sprake is van een teruggang, althans op zijn minst van een stagnatie van de groei. Volgens een onderzoek van de Londense merchant bank Baring Brothers Hambrechts & Quist staat Nederland nu op de vijfde plaats op de wereldranglijst van landen met het beste investeringsklimaat voor durfkapitaal, na achtereenvolgens de Verenigde Staten, Groot-Brittannië, Frankrijk en Italië. Terwijl het totale bedrag aan nieuw geïnvesteerd venture capital vorig jaar in Europa meer dan verdubbelde tot 3,9 miljard ecu (ruim f 9 miljard), was er in Nederland sprake van een duidelijk afnemende groei, en zeker niet een explosieve groei, zoals Koedijk en Kool nog stellen (zie ook hierboven). In landen als Groot-Brittannië en Frankrijk daarentegen was er sprake van een ware hausse.

---

## Oorzaken

---

Welke additionele oorzaken – naast de reeds genoemde, zoals tegenvallende rendementen – kunnen voor deze teruggang onder meer worden aangewezen?

Zoals de auteurs terecht stellen, is er in Nederland sprake van een overschot aan kapitaal aanbod voor venture capital-investeringen. De markt is

---

1. In 1987 verschenen als nrs. 28 en 29 in de serie *Rotterdamse Monetaire Studies* van de hand van hetzelfde duo respectievelijk R.J. Drijkoningen en P.J. van Mierlo.

2. KPMG Klynveld Bosboom Hegener, *Venture Capital Gids 1988*, februari 1988

3. Participatiemaatschappijen aarzelen met investeringen, *de Volkskrant*, 14 juli 1988, blz. 2.

inderdaad 'overcrowded'. De nieuwe fondsen zijn de laatste jaren als paddestoelen uit de grond gerezen en de thuismarkt is nu eenmaal beperkt. Vrijwel geen land ter wereld telt zoveel participatiemaatschappijen! Dit overschot is overigens relatief; zie het volgende punt.

Banken noch institutionele beleggers noch specifieke instellingen als participatiemaatschappijen bieden kleine ondernemingen in de beginfase risicodragend vermogen aan, aldus de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) in een van zijn studies<sup>4</sup>. En dat is heel wat anders dan wat de auteurs in hun slotzin stellen: "Voor levensvatbare ideeën zullen op de venture capital-markt zeker middelen te vinden zijn." De praktijk leert immers dat startende en kleinere bedrijven nauwelijks aan bod komen bij participatiemaatschappijen en banken. Over het algemeen wordt in Nederland slecht voorzien in de behoefte aan risicodragend vermogen. Doorgaans kunnen starters slechts een financiering krijgen indien ze over voldoende eigen vermogen beschikken. In de praktijk betekent dit vaak dat een ondernemer bij familie of vrienden moet aankloppen.

Uit de eerdergenoemde *Venture Capital Gids 1988* blijkt bij voorbeeld, dat minimumbedragen onder de f 200.000 en zeker onder de f 100.000 eerder uitzondering zijn dan regel. De praktijk leert dat verstrekking van dergelijke toch 'bescheiden' kapitalen aan starters slechts in een relatief gering aantal gevallen tot de mogelijkheden behoort. Vooral deze starters zitten derhalve in een vicieuze cirkel: zonder een goede startfinanciering hebben ze geen overlevingskansen, maar veel instanties verstrekken juist geen krediet aan startende ondernemers omdat ze hun overlevingskracht nog niet hebben bewezen.

## Tekort

De WRR raamde in 1987 het tekort aan eigen, risicodragend vermogen in Nederland op ten minste f 30 miljard! Vraag en aanbod liggen in de klasse f 50.000 tot f 200.000 significant ver uit elkaar. Uiteraard zullen de informatie- en beoordelingskosten dan relatief hoog zijn, een reden waarom banken en institutionele beleggers nauwelijks geïnteresseerd zullen raken. Wat participatiemaatschappijen betreft: (intensieve) begeleiding en bewaking vergen nu eenmaal veel tijd, energie en geld.

En aan de vraagkant geldt dat met name jonge ondernemers vaak bang zijn voor een te grote invloed van de

kapitaalverschaffer, die immers een deel van de winst wil incasseren, en wel binnen afzienbare tijd. Ook participatiemaatschappijen willen doorgaans het naadje van de kous weten (een goed onderbouwd 'businessplan' met financiële prognoses als sluitstuk) voordat zij in een nieuw avontuur (ad'venture') stappen. Voor het opstellen hiervan zijn echter veelal weer specialisten nodig, en ook dat kost geld...

Nog moeilijker is het indien het geen starters maar pre-starters betreft: mensen die met een 'gouden idee' rondlopen en/of nog uitsluitend bezig zijn met 'research and development'. In dat stadium bestaat er behoefte aan zogenaamd 'seed capital', en daar is helemaal moeilijk aan te komen. Pre-starters komen veelal terecht bij zogenaamde 'informal investors', te vertalen met privé-investeerders (het woord informeel zou immers associaties kunnen oproepen met het zwarte circuit), die ook startkapitaal van geringe omvang verstrekken.

Van Peer heeft een poging ondernomen dit web van 'informal investors' bloot te leggen<sup>5</sup>. De startende ondernemer, of beter, de man of de vrouw met de 'gouden ideeën' moet niet naar een bank stappen (of naar een participatiemaatschappij; Nij.), maar 'vermogene lieden' in zijn eigen branche zoeken die bereid zijn 'zaaikapitaal' te verstrekken, aldus deze onderzoeker. Echt geïnteresseerden in de wereld van de 'vrije jongens van het durfkapitaal' verwijs ik verder naar een informatief en zeer recent artikel in *Intermagazine*<sup>6</sup>.

## Alternatieven

Natuurlijk is er ook nog een Kredietregeling midden- en kleinbedrijf 1985, maar deze garantieregeling biedt niet voldoende soelaas voor met name de kleine (pre-)starters. Nog te weinig bekend is overigens dat iemand die een werkloosheidsuitkering geniet en een eigen bedrijf wil beginnen, onder bepaalde voorwaarden in aanmerking kan komen voor start- en inkomenssteun via de rijksgroepsregeling zelfstandigen. De maximale startsom bedraagt f 25.000 (géén subsidie, wat veelal ten onrechte wordt gedacht, maar krediet en derhalve geen eigen vermogen).

Een van de conclusies van Koedijk en Kool luidt dat de afnemende rol van de traditioneel dominerende overheid (als aanbieder) op de Nederlandse venture capital-markt een karakteristieke ontwikkeling is. Feitelijk is dat juist, maar gezien de gesignaleerde knelpunten bij (pre-)startende en klei-

nere bedrijven, met een vermogensbehoefte vanaf ongeveer f 50.000 tot f 200.000 en het gesignaleerde tekort aan risicodragend vermogen van ten minste f 30 miljard, lijkt een actiever optreden van de overheid opnieuw gewenst. Te denken valt hierbij onder meer aan door de WRR voorgestelde fiscale faciliteiten.

## Aanbodbepaald

De slotconclusie: "Gegeven het overschot aan kapitaal aanbod voor venture capital-investeringen in Nederland (...), lijkt het onwaarschijnlijk dat de beschikbaarheid van venture capital in de naaste toekomst een belemmering voor de groei zal opleveren" is slechts zeer ten dele juist. Een tekort aan eigen vermogen van zeker f 30 miljard is ten slotte niet niks! De groei – met name aan de 'onderkant' – van de venture capital-markt zou weleens in belangrijke mate aanbodbepaald kunnen zijn, en niet "in eerste instantie voornamelijk vraagbepaald", zoals de auteurs stellen.

De WRR constateerde het reeds: geld is er genoeg in Nederland, maar vooral startende en kleine bedrijven hebben geen of weinig toegang tot die geldmiddelen. Daarom: overheid stimuleer! Zorg voor een nieuwe (exploatieve) groei op de venture capital-markt. Er is immers nog steeds sprake van een gigantisch 'gat in de markt' dat nodig dient te worden opgevuld. Wie – verantwoord – 'seed capital' zaait, zal economische groei oogsten.

J.B.M. Nijhuis

De auteur is associate professor of business administration economics aan de Newport University te Utrecht.

4. Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, *Investeringen en de financiële structuur*, Den Haag, september 1987.

5. Frank van Empel, Broedkapitaal, *Intermediar*, 13 mei 1988.

6. Bert Bakker, Kleine grote groeiers, *Intermagazine*, november 1988

## Naschrift

Het commentaar van J.B.M. Nijhuis op ons artikel *De Nederlandse Markt voor Venture Capital in ESb van 16 november j.l.* is inhoudelijk aan de magere kant en ten dele zelfs incorrect. In dit korte naschrift zullen we proberen enkele van de gerezen misverstanden uit de wereld te helpen.

## Achterhaalde informatie?

Ons *ESB*-artikel geeft inzicht in de ontwikkelingen op de venture capital-markt tot en met 1987, gebaseerd op publikaties van jaarverslagen en dergelijke in 1988. Over de ontwikkelingen in 1988 zelf doen we echter geen uitspraken. Vanwege de "razendsnelle ontwikkelingen op de venture capital-markt" ontstaat daardoor volgens Nijhuis een volkomen verkeerd beeld van deze markt. Zo zou er sprake zijn van stagnatie van de groei en zou de Nederlandse markt in omvang al voorbijgestreefd zijn door Frankrijk en Italië. Overigens, Nijhuis stelt dat deze tegenvallende ontwikkelingen ook reeds in 1987 opgetreden zijn.

Een belangrijke reden om geen aandacht aan de ontwikkelingen in 1988 te besteden, is de grote mate van subjectiviteit die aan een dergelijke contemporaine evaluatie verbonden moet zijn. Noopt de spreekwoordelijke onbetrouwbaarheid van de data met betrekking tot ontwikkelingen in vorige jaren al tot grote voorzichtigheid, zoals ook door Nijhuis onderschreven wordt, voor 1988 zijn nog nauwelijks data voorhanden. Een beoordeling van de huidige stand van zaken moet derhalve voorlopig zijn en kan niet berusten op harde gegevens. Dit valt buiten onze doelstelling, namelijk een overzicht te geven van de opkomst en ontwikkeling van de Nederlandse venture capital-markt sinds 1980.

Wat 1987 betreft schrijft bij voorbeeld de NPM – ook door Nijhuis ten tonele gevoerd – in haar jaarverslag: "Voor de in 1948 opgerichte NPM betekende 1987 een recordjaar, zowel wat betreft het aantal nieuw afgesloten participaties, als ook wat betreft het geïnvesteerde bedrag". Tegelijkertijd vermeldt het NVP-jaarboek 1988: "Het activiteitsniveau van de Nederlandse participatiemaatschappijen stond in 1987 dan ook op een beduidend hoger niveau dan in 1986". De door Nijhuis vermelde verliezen bij individuele venture capital-maatschappijen worden in het NVP-jaarboek afgedaan met de opmerking: "Wel moesten dit jaar, meer dan in het nabije verleden, een aantal verliezen worden geïncasseerd, die overigens inherent zijn aan de risico's die aan venture capital-investeringen verbonden zijn<sup>1</sup>".

Afgezet tegen de voorbeelden van Nijhuis tonen bovenstaande citaten aan dat het extrapoleren van gegevens voor individuele venture capital-maatschappijen naar de hele markt een hachelijke zaak is. Zoals één zwaluw nog geen lente maakt, betekent één sneeuwbus nog geen winter.

Wat betreft de relatieve plaats van de Nederlandse venture capital-markt binnen Europa moet duidelijk zijn dat de omvang van de markt en de aantrekkelijkheid van het huidige investe-

ringsklimaat verschillende grootheden zijn, met slechts een bescheiden onderlinge samenhang. De opmerking van Nijhuis over het relatief mindere investeringsklimaat in Nederland vergeleken met bij voorbeeld Italië en Frankrijk zegt dan ook hoogstens iets over toekomstige groeiperspectieven, maar heeft naar onze mening weinig te maken met de huidige omvang van de markten voor venture capital in de verschillende landen.

## Het tekort aan risicodragend vermogen

Nijhuis stelt: "De WRR raamde in 1987 het tekort aan eigen, risicodragend vermogen in Nederland op ten minste 30 miljard! Vraag en aanbod liggen in de klasse van 50.000 tot 200.000 significant ver uit elkaar". Hoewel het WRR-rapport inderdaad dergelijke opmerkingen bevat<sup>2</sup>, zijn het genoemde tekort van 30 miljard en de discrepantie tussen vraag en aanbod aan de onderkant van de markt in dat rapport onafhankelijke fenomenen, anders dan Nijhuis suggereert.

De WRR-schatting van een tekort van 30 miljard aan risicodragend vermogen heeft betrekking op de totale sector bedrijven in Nederland. Afgezien van de kritiek die men kan hebben op de veronderstellingen en de methodologie die aan deze schatting ten grondslag liggen<sup>3</sup>, heeft de problematiek van de totale markt voor risicodragend vermogen als zodanig slechts marginaal te maken met de markt voor venture capital. Wij zullen daarom niet verder ingaan op dit punt.

Dat kleine (pre-)starters niet aan bod zouden komen op de venture-capital-markt is een ernstiger zaak. De analyse van Nijhuis op dit punt lijkt ons grotendeels correct. Inderdaad is de onderkant van de markt het minst ontwikkeld en het kwetsbaarst. Niettemin schetst Nijhuis de situatie somberder dan die in werkelijkheid is. Uit tabel 4 van ons artikel blijkt bij voorbeeld dat in ruim 20 procent van de ondernemingen waarin participatiemaatschappijen hebben geparticipeerd in de afgelopen jaren, de investering minder dan f 200.000 bedroeg. De kwalificatie 'eerder uitzondering dan regel' is dan niet op zijn plaats. Mocht er op dat segment van de venture capital-markt al sprake zijn van een tekort, dan ligt dat zeker niet in de orde van grootte van 30 miljard, zoals Nijhuis beweert. We merken al eerder op dat het bedrag van 30 miljard weinig tot niets met de venture-capital-markt te maken heeft. Met het 'gigantische gat in de markt' lijkt het dus wel mee te vallen.

## De rol van de overheid

Hoe dan ook, het verdient zeker aanbeveling na te denken over maatregelen

die kunnen leiden tot een versterking van de onderkant van de markt. We willen echter benadrukken dat het door ons geconstateerde terugtreden van de overheid als aanbieder van venture capital niet alleen een feitelijke maar ook een wenselijke ontwikkeling is. In ons artikel gaven wij reeds aan dat het streven van de Garantieregeling ppm 1981 om de kleine particuliere belegger te interesseren voor venture capital participaties mislukt is. Naar onze mening zijn met name fiscale maatregelen die prikkels voor 'informal investors' bieden het overwegen waard.

Een voorbeeld van een dergelijke regeling is te vinden in het Verenigd Koninkrijk. Sinds 1983 is daar het Business Expansion Scheme (BES) van kracht. Deze regeling biedt aan particulieren de mogelijkheid verwervingskosten van participaties in niet ter beurze genoteerde ondernemingen van hun belastbaar inkomen af te trekken tot een maximum van £ 40.000 per jaar. Dit plan heeft zijn effectiviteit in de afgelopen jaren alleszins bewezen. Ultimo 1985 was er onder deze regeling £ 348 miljoen geïnvesteerd, verdeeld over 1.491 participaties.

Een soortgelijke verruiming van de fiscale aftrekmogelijkheden zou in Nederland een belangrijke versterking van de rol van de informal investor kunnen betekenen.

## Samenvatting

Het commentaar van Nijhuis met betrekking tot zowel het achter de feiten aanlopen van onze analyse, de internationale positie van de Nederlandse venture capital-markt als het tekort aan bronnen voor venture capital is op niets onderbouwd. Nijhuis' fragmentarisch bewijsmateriaal kan zijn beweringen niet staven.

Hoewel de onderkant van de venture capital-markt naar onze mening inderdaad het meest versterking behoeft, is zijn schatting van het tekort aan risicodragend vermogen op dit marktsegment sterk overdreven. Directe overheidsbemoediging wordt door ons afgeraden. Versterking van de prikkels voor 'informal investors', met bij voorbeeld een regeling als het BES in het Verenigd Koninkrijk, biedt betere perspectieven.

**Kees Koedijk  
Clemens Kool**

1. De wereldwijde daling van de aandelenkoersen zal niet vreemd zijn aan ten minste een deel van de geleden verliezen.

2. H.G. Eijgenhuijsen, J. Koelewijn en H. Visser, *Investeringen en de Financiële Infrastructuur*, WRR 1987.

3. Het WRR-rapport onderkent dit en spreekt over 'enkele vingeroefeningen' en een 'uiterst ruwe indicatie'.