

ROM-participaties helpen risicovolle innovatieve bedrijven

De Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) hebben als doel om met durfkapitaal bedrijven te financieren die met hun maatschappelijke innovaties moeilijk financiering op kunnen halen in de markt. Lukt dat in de praktijk ook?

IN HET KORT

- ROM's participeren vaak in bedrijven die verlies maken en niet bij commerciële participatiemaatschappijen terecht kunnen.
- ROM-participaties groeien na vier jaar vergelijkbaar met commerciële participaties in omzet, werkgelegenheid en S&O.
- ROM's hebben naast bedrijfseconomische ook maatschappelijke effecten, deze moeten verder onderzocht worden.

TOMMY SPAN

Coördinator data- en beleidsanalyse Bedrijfsleven & Innovatie bij het Ministerie van Economische Zaken & Klimaat (EZK)

BRENDA BOS

Statistisch onderzoeker bij het Centraal Bureau voor de Statistiek

MARCEL KLEIJN

Secretaris bij ROM-Nederland

BOY SCHMIDT

Beleidsmedewerker bij EZK

Op initiatief van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) werden in de jaren zeventig en tachtig de eerste ROM's opgericht. Het oorspronkelijke doel was de economische versterking van bepaalde regio's, waaronder Limburg en het noorden van het land. In de loop der tijd is de focus verschoven naar het stimuleren van innovatie met nadruk op maatschappelijke impact, om op die manier de (regionale) economische structuur te versterken. Met deze bredere taak is ook de dekking van de ROM's breder geworden: er zijn nu negen ROM's die samen een landelijk netwerk vormen. Naast het Rijk zijn provincies en ook gemeenten aandeelhouders in de ROM's.

Een van de kerntaken van de ROM's bestaat uit het verstrekken van financiering aan startende en innovatieve mkb-bedrijven. Externe financiering is belangrijk voor start-ups en scale-ups om hun

technologische kennis om te zetten in een succesvol commercieel product, en om hun groei te financieren. Tegelijkertijd zijn juist deze bedrijven een groot risico voor traditionele financiers zoals banken en pensioenfondsen, want door hun vernieuwende aard brengen ze immers een grote mate van onzekerheid met zich mee (CBS, 2021; 2023). Ook in de private markt voor durfkapitaal kunnen start-ups en scale-ups in hun voorbereidings- en groeifase moeilijk terecht (KplusV, 2019; Panteia en Rebel, 2019; PwC, 2022).

Het instappen van een ROM kan ondersteunend werken om in de benodigde financiering te voorzien. De ROM's participeren zo min mogelijk alleen, en het liefst met private investeerders samen. Dat kunnen andere participatiemaatschappijen zijn, maar ook informele investeerders. Bij sommige ROM's is dit zelfs een harde eis.

Vanuit de Rijksoverheid zijn er verschillende instrumenten om het gat op de financieringsmarkt te dichten, zoals Vroegefasefinanciering en het Innovatiekrediet. Maar ook semipublieke investeerders zoals de ROM's en Invest-NL. Deze verschillende manieren om in te grijpen passen ieder bij een specifiek risicoprofiel of de ontwikkelfase van een bedrijf (KplusV, 2020). De ROM's richten zich vooral op het eerste begin van de ontwikkelfase. Zij participeren eveneens met publiek geld, wat betekent dat hun maatschappelijke kosten ook tot maatschappelijke baten moeten leiden.

De ROM's zijn bij de meest recente beleidsevaluatie in hun totaliteit positief geëvalueerd (BCI, 2022). Ze zijn een belangrijke speler op de markt voor durfkapitaal geworden waarbij ze vooral de kleinere financieringsbedragen invullen.

Een achterliggende kwantitatieve studie uitgevoerd door het CBS (2022) richtte zich specifiek op de kern-taak van investeren en keek naar de groei van de winstgevendheid (winst óf verlies), omzet, werkgelegenheid en speur- en ontwikkelingswerk (S&O) van de bedrijven waarin door ROM's werd geïnvesteerd, tot twee jaar na de participatie. Deze groei werd steeds vergeleken met de groei bij bedrijven waar enkel commerciële participatiemaatschappijen in hebben geïnvesteerd. De gevonden effecten waren niet eenduidig noch onbetwist positief. Na een ROM-participatie groeit de winst (of krimpt het verlies) van een bedrijf relatief harder dan die van een bedrijf waar een marktpartij in participeert. De groei in omzet en werkgelegenheid is vergelijkbaar, maar op het terrein van S&O valt de groei juist duidelijk lager uit.

Aangezien de ROM's niet een korte- maar een langetermijnparticipatie aangaan, is een effectperiode van twee jaar kort. In dit artikel bekijken we daarom een langere investeringshorizon, namelijk tot acht jaar na de participatie. We proberen ook antwoord te krijgen op de vraag of de ROM's participeren in innovatieve bedrijven die moeilijk financierbaar zijn.

Data en methoden

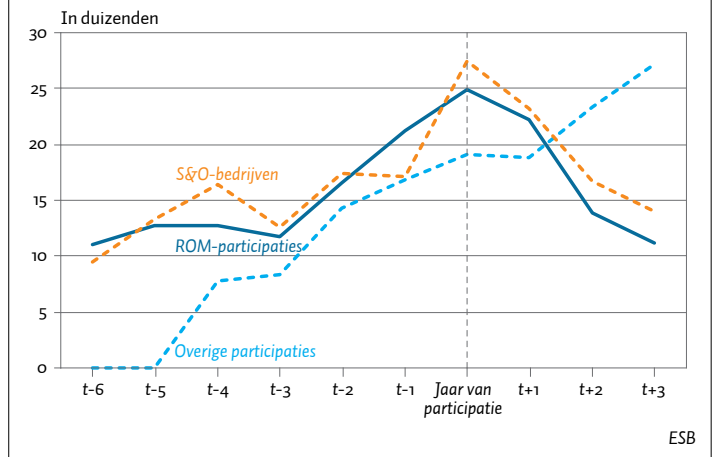
Net als voor de kwantitatieve effectmeting door het CBS (2022) gebruiken we voor dit onderzoek een dataset met participaties in de periode 2011–2020. Deze gegevens zijn bij elkaar gebracht door de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen en bevatten participaties van zowel commerciële participatiemaatschappijen als van de ROM's.

In onze uiteindelijke dataset gaat het om 760 unieke ROM-participaties en 1.175 unieke commerciële participaties. Deze gegevens zijn verrijkt met informatie over S&O-inspanningen uit de administratie van de Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO) en bedrijfseconomische indicatoren uit diverse bedrijfsstatistieken van het CBS. De samenstelling van die dataset, de manier waarop de controlegroepen zijn samengesteld en de geschatte modelspecificaties staan uitgebreid beschreven in het CBS-rapport (2022).

Door middel van *propensity score matching* vergelijken we de bedrijven waar ROM's in participeren met twee controlegroepen: bedrijven waar uitsluitend commerciële participatiemaatschappijen bij betrokken zijn en bedrijven zonder participatie, maar die wel de Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO) gebruiken. Via de fiscale WBSO-regeling stimuleert het kabinet bedrijven om meer te investeren

Mediaan S&O-voordeel rondom een participatie, 2011-2022

FIGUUR 1



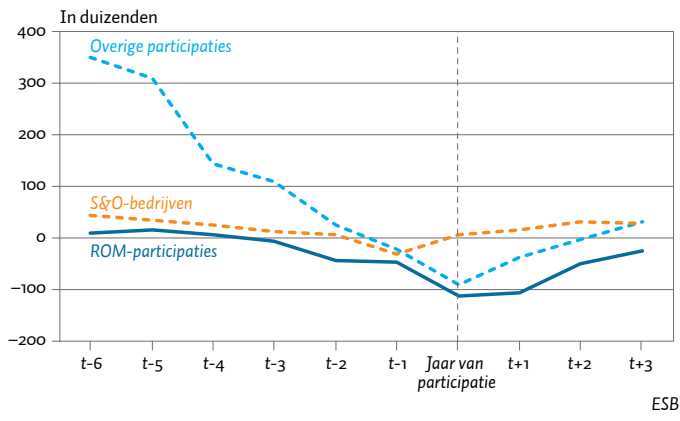
in S&O door hun loonkosten en andere uitgaven van S&O-projecten te verlagen.

We matchen bedrijven op basis van bedrijfsdemografische kenmerken en vier uitkomstmaten in het jaar voor een participatie: winstgevendheid, omzet, werkgelegenheid en S&O-inspanningen van de bedrijven waarin wordt geparticipeerd. S&O-inspanningen meten we aan de hand van het S&O-voordeel, het fiscale voordeel dat bedrijven ontvangen voor hun inzet in S&O-uren bij gebruik van de WBSO. Het ontvangen voordeel uit deze fiscale stimulans beschouwen we als een indicator voor innovativiteit. We kijken bij de vergelijking steeds naar de eerste ROM-investering in een bedrijf.

De eerste controlegroep heeft als belangrijke kracht dat we ROM-participaties kunnen vergelijken met vergelijkbare bedrijven die op zoek waren naar dit specifieke type financiering, ervoor in aanmerking kwamen, maar dit bij een marktpartij hebben opgehaald. Mogelijk nadeel is dat de commerciële maatschappijen een wat ander participatieprofiel hebben: hoewel fondsmanagers van zowel de ROM's als commerciële partijen gericht zijn op groei en uiteindelijke verkoop van de participatie, zijn de ROM's in de selectie meer gericht op het stimuleren van innovaties met maatschappelijk belang en met een vaak hoger risicoprofiel.

De tweede controlegroep bestaat daarom uit de doelgroep van de ROM's: innovatieve bedrijven. Deze vergelijking dient vooral om de robuustheid van de resultaten te toetsen. De bedrijven zijn weliswaar inno-

Mediaan van de concernwinst rondom een participatie, 2011-2022 **FIGUUR 2**



Cumulatieve groei ROM's ten opzichte van commerciële participaties, 2011-2022 **TABEL 1**

	Winst	Omzet	Werknemers	R&D-voordeel
Jaar van participatie	49,93****	0,40	0,01	-15,21
t+1	62,58****	0,10	2,33	-34,03****
t+2	84,23****	0,40	3,36	-36,81****
t+3	69,10**	1,92	5,55	-24,27**
t+4	51,74	0,70	7,14	-12,01
t+5	48,14	-4,50	6,29	-3,73
t+6	11,07	-12,01	9,64	10,08
t+7	48,88	-6,48	7,25	-1,98
t+8	62,74	9,53	2,84	40,49

/**** Statistisch significant op respectievelijk vijf- en een tiendepercentniveau.
 Noot: Op de vier uitkomstmaten is de arcsinustransformatie toegepast om de resultaten minder gevoelig te maken voor extreme waarden. De tabel bevat daarom de uitkomsten van difference-in-differences-schattingen uitgedrukt in elasticiteiten. Het gaat daarbij steeds om het cumulatieve effect in een periode ten opzichte van het jaar vóór de participatie.

ESB

vatief, maar hebben geen participatie ontvangen vanuit een ROM of een marktpartij, en zijn hier mogelijk ook niet op zoek naar.

De controlegroepen waar de ROM-participaties mee worden vergeleken, betreffen door het matchen steeds een deelselectie van hun totale groepen. De ROM-participaties worden bijvoorbeeld niet met alle overige participaties vergeleken, maar alleen met dat deel dat qua bedrijfsdemografische kenmerken en financiële prestaties vergelijkbaar is.

Resultaten van de analyse

Als de ROM's inderdaad participeren in moeilijk financieerbare innovatieve bedrijven verwachten we de volgende drie zaken te zien. Ten eerste, bedrijven waar ROM's in participeren doen voorafgaande aan de participatie al meer aan S&O dan vergelijkbare bedrijven; ten tweede, de effecten van een ROM-participatie zijn pas op lange termijn zichtbaar, en ten derde, bedrijven waar de ROM's in participeren zijn voorafgaande aan de participatie financieel minder gezond.

ROM-participaties voorafgaand innovatiever

Om te toetsen of ROM-participaties, voorafgaand aan de eerste participatie, innovatiever zijn dan bedrijven in de controlegroepen zijn participaties uit de periode 2011–2020 samengevoegd, en gecentreerd rondom het jaar waarin de eerste participatie plaatsvindt. Niet alle participaties komen daardoor in de volledige effectperiode voor. Van een participatie uit 2021 zijn bijvoorbeeld nog geen S&O-data uit 2024 beschikbaar, en sommige bedrijven bestaan simpelweg niet de gehele effectperiode. Het moment van participatie is voor de groep overige participaties het jaar waarin zij een participatie door een commerciële participatiemaatschappij hebben ontvangen. Voor de groep S&O-bedrijven (de tweede controlegroep) is dit een fictief interventiejaar: het jaar van de ROM-participatie van het bedrijf waar het bewuste S&O-bedrijf mee gematcht is.

De bedrijven uit de participatieportefeuille van de ROM's investeren over het algemeen al meerdere jaren in S&O op het moment dat de ROM's instappen (figuur 1). Tot in ieder geval zes jaar vóór het moment van de eerste participatie ligt de mediaan van het fiscale S&O-voordeel van deze bedrijven hoger dan die van de bedrijven waarin enkel marktpartijen participeren. De ROM's investeren dus over het algemeen in bedrijven die bezig zijn met een innovatief product of dienst. De mediane S&O-inspanningen zijn zelfs vergelijkbaar met die van WBSO-gebruikers, de S&O-bedrijven.

Financieel minder gezonde bedrijven

ROM's lijken te participeren in bedrijven die financieel minder gezond waren. Op het moment dat de ROM's in een bedrijf stappen, is dat in doorsnee een verlieslatend bedrijf (figuur 2). Bovendien is de mediane winstgevendheid van de concerns waartoe deze bedrijven tot zes jaar vóór het moment van participatie beduidend lager

(en veelal zelfs negatief) dan die van bedrijven waar de commerciële participatiemaatschappijen instappen.

De winstgevendheid voorafgaand aan de participatie is wel vergelijkbaar met die van andere innovatieve bedrijven, de zogenaamde S&O-bedrijven. Mogelijk hangen de relatief grote verliezen in de beginperiode samen met de kosten die innoverende bedrijven maken aan investeringen in spur- en ontwikkelingswerk.

Aanvullend hebben we ook onderzocht of de bedrijven waar een ROM in participeert ook al hun weg wisten te vinden tot de marktpartijen. Dat blijkt niet het geval te zijn. Slechts vijf procent van alle bedrijven waar een ROM in participeert, heeft in de drie jaar ervoor ook een commerciële participatie ontvangen. Het zijn dus bedrijven die wel degelijk een behoefte aan dit type financiering hebben, maar ze lijken hiervoor niet louter in de markt terecht te kunnen. Dit strookt met het beeld van innovatieve bedrijven die vaker een financieringsbehoefte hebben, die bovendien ook groter in omvang is dan die van een doorsnee bedrijf, maar waarvoor het moeilijker is om deze in te vullen (CBS, 2021; 2023).

Groei op de middellange termijn

Uit een eerdere kwantitatieve effectmeting (CBS, 2022) bleek dat ROM's op de korte termijn anders groeien dan bedrijven met enkel marktparticipaties. In die studie werd slechts gekeken tot twee jaar na de participatie. De ROM's stappen echter niet voor slechts twee jaar in een bedrijf. Een meer gebruikelijke investeringshorizon bedraagt vijf tot maximaal acht jaar en is afhankelijk van de ontwikkeling van het bedrijf.

Doormiddel van *difference-in-differences*-schattingen hebben we de groei van ROM-participaties op de middellange termijn onderzocht. Bij deze schattingen hebben we de groei (het eerste verschil ten opzichte van het jaar vóór de participatie) van de groep ROM-participaties vergeleken met de controlegroep bestaande uit commerciële participaties met een vergelijkbaar profiel (het tweede verschil). Een positief (negatief) resultaat dat statistisch significant is, betekent dat de ROM-participaties harder (langzamer) gegroeid zijn dan de commerciële participaties.

Uit onze schattingen blijkt dat bedrijven waar de ROM's in participeren op de korte termijn anders groeien dan bedrijven waar enkel de marktpartijen in participeren (tabel 1). In de twee jaar na de participatie is de winst van de bedrijven waar door de ROM's in is gepariceerd 84,23 procent significant harder gegroeid dan

die van commerciële participaties – of het verlies in datzelfde tempo harder gekrompen. Hun S&O-inspanningen zijn in die twee jaar juist 36,81 procent minder hard gegroeid. Een ROM-participatie leidt dus niet gelijk na de participatie tot extra investeringen in S&O. Deze resultaten zijn gecorrigeerd voor bedrijfsstructuurkenmerken, bedrijfstak, grootteklasse, leeftijd, rechtsvorm en of het bedrijf een onderdeel is van een groter concern, voor de financiële positie van bedrijven en voor het aantal ontvangen participaties.

Als we naar een langere effectperiode kijken, zien we dat de uitkomsten voor omzet en werkgelegenheid niet veel veranderen. Er ontstaat wel een ander beeld voor de winst (of verlies) en S&O-inspanningen. Vanaf het vierde jaar na de participatie zijn de schattingsresultaten namelijk niet langer statistisch significant en wordt hun interpretatie minder eenduidig.

Let wel, niet voor alle bedrijven in de dataset is deze langere tijdshorizon beschikbaar. Bijvoorbeeld, van bedrijven die in 2018 een participatie ontvingen, zijn slechts data van vier extra verslagjaren beschikbaar. De latere coëfficiënten zijn dus op minder waarnemingen gebaseerd. Het verschil in de groei van de winst (of verlies) blijft positief en qua omvang gelijk met eerdere jaren. Door toegenomen variantie is de onzekerheidsmarge binnen de winst-uitkomstmaat echter toegenomen, zodat de statistische significantie verdwijnt. Waarschijnlijk groeit de winstgevendheid bij ROM-participaties wel blijvend harder dan bij de commerciële participaties, maar is deze door het lagere aantal observaties niet langer statistisch significant.

Bij S&O fluctueert het effect sterk, maar van een statistisch significant negatief effect is in ieder geval na drie jaar geen sprake meer. S&O-inspanningen zijn in het algemeen volatieler, maar de ROM-participaties lijken het verschil in groei in de S&O-inspanningen ten opzichte van de participaties door marktpartijen ingelopen te hebben. De resultaten van de vergelijking met de controlegroep bestaande uit S&O-bedrijven vertonen eenzelfde beeld.

Conclusie

ROM's lijken te investeren in bedrijven die voorafgaand aan de participatie vaak al meerdere jaren hebben geïnvesteerd in S&O en – mogelijk door die investeringen – ook al een tijdje verlieslatend zijn. Nadat de ROM's in een bedrijf stappen, is het doel dan waarschijnlijk ook om hun financiën op orde te krijgen zodat ze levensvatbaar zijn.

De winstgevendheid van de bedrijven waarin ROM's participeren is in vier jaar tijd veel harder gegroeid dan die van bedrijven waar marktpartijen in participeren, en het lijkt er op dat dat groeiverschil zich ook voortzet.

Omdat de omzet- en werkgelegenheidsontwikkeling in deze jaren wel vergelijkbaar zijn met die van participaties door marktpartijen, moet er in deze fase op andere dan personele kosten bespaard zijn. De harder stijgende winst (of het harder krimpend verlies) wordt immers bepaald door het verschil tussen de omzet en (arbeids)kosten, die zich vergelijkbaar ontwikkelen tussen de vergeleken groepen. Zo lijkt er in ieder geval op het terrein van S&O-inspanningen even een pas op de plaats gemaakt te worden: deze nemen de eerste jaren na een participatie juist minder hard toe. Dit lijkt op het eerste gezicht in te gaan tegen een van de kerntaken van de ROM's: innoveren. Maar na enkele jaren van herstructurering en financieel herstel zien we dat de toename van de S&O-inspanningen niet meer onderdoet voor die van de marktparticipaties. Deze resultaten suggereren dat een analyse van de participaties van de ROM's dus vraagt om een langere effectperiode.

De ROM's helpen de financieringskloof te overbruggen voor innovatieve en moeilijk te financieren bedrijven, door juist deze aan durfkapitaal te helpen, zodat cofinanciers uit de private markt alsnog mee kunnen doen. Dit wijst op financiële additionaliteit: er worden bedrijven gefinancierd die anders mogelijk helemaal niet aan financiering hadden kunnen komen.

Van positieve impact op winstgevendheid, omzet, werkgelegenheid en S&O-inspanningen is niet direct sprake: de ROM-participaties groeien op deze indicatoren op de middellange termijn immers niet statistisch significant sneller dan vergelijkbare bedrijven.

Onderzoek maatschappelijke effecten

De ROM's investeren met publiek geld. Er is dus sprake van maatschappelijke kosten. Tegenover deze maatschappelijke kosten moeten dus ook maatschappelijke baten staan. Naast de gecreëerde bedrijfseconomische baten kan de meerwaarde van de investeringen van de ROM's dus ook liggen in de bijdrage die hun investeringen leveren aan oplossingen voor de maatschappelijke uitdagingen waar Nederland voor staat.

Het beleid van de ROM's is de laatste jaren steeds meer, zo niet volledig, gericht op die maatschappelijke baten. Zo werken de ROM's aan het bevorderen van netwerkvorming en dragen de investeringen bij aan het

missiegestuurde innovatiebeleid. ROM Utrecht Region investeert bijvoorbeeld in FourOneFour: een platform dat een bijdrage wil leveren aan de verduurzaming van de financiële sector. De Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM) participeert in Salvia BioElectronics dat werkt aan een implantaat voor neurostimulatie om neurologische klachten te verminderen. En Oost NL heeft een investering gedaan in een bedrijf met een circulaire oplossing voor het demonteren van vliegtuigen: Aircraft End-of-Life Solutions (AELS).

Het is van belang dat de ROM's samen met hun aandeelhouders geharmoniseerde maatstaven ontwikkelen, zodat de maatschappelijke bijdragen gekwantificeerd en onderzocht kunnen worden. Om de maatschappelijke waarde van de ROM's in de toekomst echt goed in beeld te krijgen, is het wenselijk om te investeren in de monitoring van participaties op hun maatschappelijke bijdragen.

Literatuur

- BCI (2022) *Evaluatie ROM's 2016–2020*. Buck Consultants International Eindrapport, 25 april. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.
- CBS (2021) *Financieringsmonitor 2020*. CBS, 17 februari.
- CBS (2022) *Kwantitatieve effectmeting Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen, 2011–2020*. CBS, 25 februari.
- CBS (2023) *Financieringsmonitor 2022*. CBS, 31 januari.
- KplusV (2019) *Onderzoek kapitaalmarkt Provincie Flevoland*.
- KplusV (2020) *Risicokapitaal in de vroege fase: Onbenut potentieel verzilveren*. KplusV Rapport, 14 december. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.
- Panteia en Rebel (2019) *Kapitaalmarktonderzoek MKB regio Utrecht*. Publicatie, 27 juni.
- PwC (2022) *Het onbenut potentieel in de financiering van startups: Onderzoek naar maatregelen ter stimulering van business angel investeringen*. PwC Rapport, januari.