

Speciaal verslag

Centraal beheerde EU-interventies voor durfkapitaal: meer sturing nodig



EUROPESE
REKENKAMER

Contents

	Paragraph
Samenvatting	I-IX
Inleiding	01-23
Durfskapitaal, een soort private equity	02-07
De betrokkenheid van de Commissie in de durfskapitaalmarkt	08-10
De durfskapitaalmarkt in Europa	11-15
Hoe de centraal beheerde EU-interventies werken	16-21
De rol van het Europees Investeringsfonds	22-23
Reikwijdte en aanpak van de controle	24-26
Opmerkingen	27-110
Tekortkomingen in ex-ante- en ex-postevaluaties	27-46
De interventies waren niet gebaseerd op een behoorlijke beoordeling van de marktbehoeften	29-36
Onvoldoende bewijs van de impact van de EU-interventies	37-46
De Commissie beschikte niet over een alomvattende investeringsstrategie	47-80
Een vraaggestuurde benadering bevordert de ontwikkeling van minder ontwikkelde durfskapitaalmarkten of -sectoren niet	48-63
De durfskapitaalmarkt in de EU is niet aantrekkelijk genoeg voor particuliere investeerders	64-73
Het gebruik van meer dan één interventie om EU-steun te verlenen aan de durfskapitaalmarkt had complexiteit tot gevolg	74-80
Het EIF is een hoeksteeninvesteerder, maar zijn beheer van de EU-interventies kan worden gestroomlijnd	81-110
Het EIF is een belangrijke speler	82-85
Door de EU ondersteunde instrumenten vullen andere die door het EIF worden beheerd niet aan, maar overlappen hiermee	86-95
Het EIF had moeite door de EU ondersteunde fondsen te verlaten	96-101
De vergoedingen van het EIF zijn niet volledig transparant of opgezet om de beleidsdoelstellingen te verwezenlijken	102-110

Conclusies en aanbevelingen	111-121
Evaluatie van de EU-interventies	112-113
De ontwikkeling van een alomvattende investeringsstrategie	114-116
Uitvoering van de EU-interventies	117-121

Bijlagen

Bijlage I — Typische structuur van een durfkapitaalfonds

Bijlage II — Het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI

Bijlage III — Samenstelling van de beheersvergoedingen die de Commissie aan het EIF betaalt per instrument

Acroniemen en afkortingen

Woordenlijst

Antwoorden van de Commissie

Controleteam

Tijdslijn

Samenvatting

I Durfkapitaal is doorgaans gericht op het financieren van kleine, innovatieve bedrijven die zich in een vroeg stadium bevinden en worden geacht veel groeipotentieel te hebben. Het wordt vaak beschouwd als een katalysator voor het scheppen van werkgelegenheid en economische groei. Al meer dan twintig jaar verstrekt de Europese Unie (EU) durfkapitaal aan kleine en middelgrote ondernemingen om hen te helpen hun bedrijven van de grond te krijgen. Ook bevordert de EU een duurzaam Europees ecosysteem voor durfkapitaal.

II Wij hebben besloten durfkapitaalmarkten te bekijken omdat de EU meer en meer betrokken raakt bij dit beleidsterrein en we dit nog niet eerder hebben behandeld. We controleerden de manier waarop de Commissie de centraal beheerde durfkapitaalinterventies heeft uitgevoerd. Wij beoordeelden of de opzet van deze interventies was onderbouwd door effectbeoordelingen en evaluaties en of de interventies naar behoren waren uitgevoerd. Ook gingen wij na of er een alomvattende investeringsstrategie is.

III De controle had betrekking op de zes centraal beheerde interventies die sinds 1998 zijn opgezet en ook de voorstellen voor een opvolger van het instrument in het kader van het volgende meerjarig financieel kader (2021-2027) werden overwogen. We onderzochten relevante documentatie en spraken met personeel van de Commissie en het Europees Investeringsfonds (EIF), met belanghebbenden uit de openbare en particuliere sector en met academici. Bovendien hielden we enquêtes onder beheerders van durfkapitaalfondsen.

IV We stelden vast dat de Commissie haar steun aan de durfkapitaalmarkt heeft vergroot zonder een volledige beoordeling te verrichten van de marktbehoeften voor alle instrumenten of de absorptiecapaciteit. Wij constateerden ook dat er slechts beperkt bewijs is van de impact van haar steun.

V De investeringsstrategie van de Commissie was niet alomvattend, en minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten en activiteitensectoren hadden weinig profijt van de centraal beheerde EU-interventies.

VI De Commissie en andere (publieke en particuliere) investeerders nemen op gelijke voet deel in durfkapitaalfondsen en delen dezelfde winsten en verliezen (te weten het *pari-passu* beginsel). Het lage rendement op hun investeringen is een van de redenen waarom particuliere investeerders weinig interesse tonen in EU-durfkapitaal. De

Commissie staat voor sociale investeringen weliswaar al non-“pari passu”-investeringen toe, maar heeft nog niet de mogelijkheid geanalyseerd om het rendement van de EU aan particuliere investeerders te geven.

VII Het EIF beheert fondsen in de eerste plaats voor de Commissie, de Europese Investeringsbank en nationale instanties. Het is een belangrijke speler op de durfkapitaalmarkt van de EU geworden. De procedures van het EIF moeten echter worden gestroomlijnd, aangezien het langer dan twaalf maanden kan duren voordat aanvragen om middelen worden goedgekeurd. Het investeringstoewijzingsbeleid van het EIF moet worden geactualiseerd en verbeterd. Wij constateerden dat het EIF moeilijkheden heeft ondervonden bij het afsluiten van verstreken mandaten.

VIII Tot slot verzamelt de Commissie geen informatie over de daadwerkelijke kosten die het EIF maakt bij de uitvoering van door de EU ondersteunde instrumenten. We stelden vast dat de opstartvergoedingen die de Commissie aan het EIF betaalt voor de lancering van nieuwe instrumenten in de loop der tijd zijn toegenomen en dat synergieën en de kennis die het EIF de afgelopen twee decennia kon hebben ontwikkeld geen besparingen hebben opgeleverd. Bovendien constateerden we dat de vergoedingen niet volledig waren toegesneden op het stimuleren van de verwezenlijking van de algemene doelstellingen van de fondsen.

IX We doen een aantal aanbevelingen aan de Commissie om de toegevoegde waarde van EU-interventies in de durfkapitaalmarkt te verbeteren. Wij bevelen aan dat de Commissie:

- i) de nodige analyses uitvoert om de evaluatie van de EU-interventies te verbeteren;
- ii) een alomvattende investeringsstrategie ontwikkelt, en
- iii) in overleg treedt met het EIF over het stroomlijnen van zijn beheer van de EU-interventies.

Inleiding

01 Durfkapitaal kan een katalysator zijn voor innovatie, het scheppen van werkgelegenheid en economische groei. Als gevolg daarvan kan een dynamische durfkapitaalmarkt rechtstreekse economische voordelen opleveren. Deskundigen en belanghebbenden in de EU, waaronder de Commissie, erkennen het verband tussen innovatie, ondernemerschap, durfkapitaal en economische groei.

Durfkapitaal, een soort private equity

02 Durfkapitaal is een soort private equity dat doorgaans is gericht op het financieren van kleine, jonge, innovatieve opkomende of startende bedrijven die worden geacht veel groeipotentieel te hebben. Deze bedrijven beginnen vaak alleen maar met een idee en een niet-getoetst bedrijfsmodel, waardoor er een aanzienlijk risico bestaat. Indien het idee en bedrijfsmodel echter een succes blijken te zijn, kunnen deze bedrijven uiteindelijk een hoog rendement opleveren, waardoor het rendement van durfkapitaal en private equity op lange termijn beter kan zijn dan dat van traditionele investeringen.

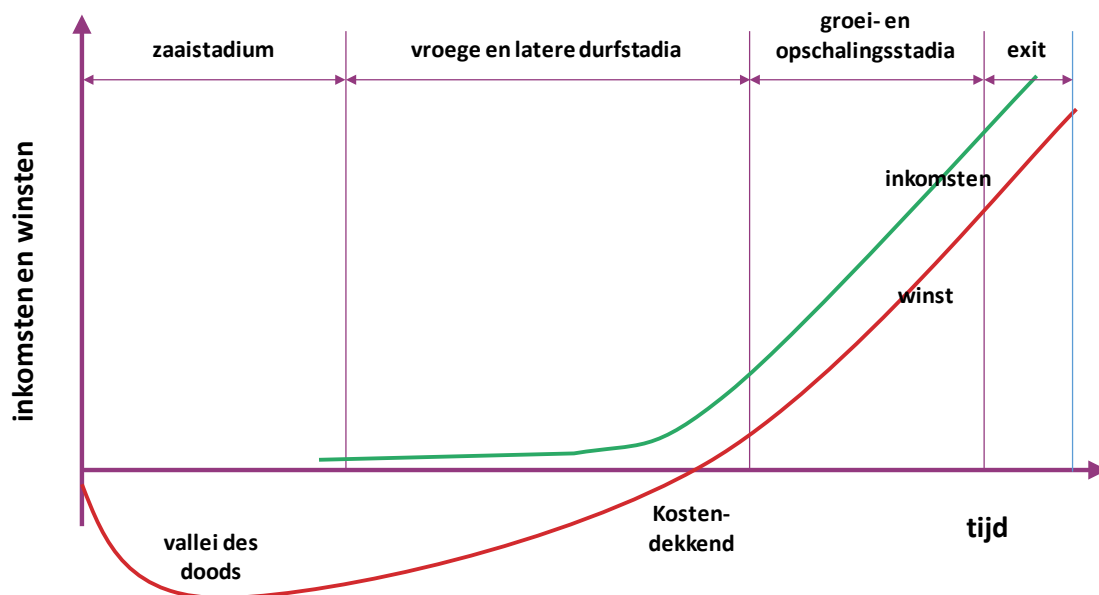
03 Innovatieve opkomende en startende bedrijven hebben financiering nodig om hun nieuwe technologie/innovatie te ontwikkelen. Tegelijkertijd hebben ze weinig eerste inkomsten te melden. Daarom kunnen deze bedrijven moeite hebben om toegang te krijgen tot voldoende financiering van banken omdat ze problemen hebben om de vereiste zekerheden te verschaffen. Durfkapitalisten vullen deze financieringskloof op omdat ze bereid zijn meer risico's te aanvaarden dan banken vanwege de mogelijkheden voor rendement of om strategische redenen.

04 Nieuwe bedrijven doorlopen verschillende ontwikkelingsstadia, zoals [figuur 1](#) illustreert.

- Het zaaistadium: zaaikapitaal ondersteunt voorbereidende activiteiten, zoals markt- en productonderzoek of de ontwikkeling van een bedrijfsplan. Het is voornamelijk afkomstig van de bedrijfseigena(a)r(en), “business angels” en/of familie en vrienden.
- Het vroege en latere durfstadium: er is meer kapitaal nodig om het bedrijfsmodel te ontwikkelen en uit te voeren. Het is hoofdzakelijk in dit stadium dat durfkapitalisten een rol spelen. Tegen het einde van deze fase beginnen succesvolle bedrijven langzaam winstgevend te worden.

- Het groei- en opschalingsstadium: succesvolle bedrijven zullen de inkomsten en winsten vergroten. Als durfkapitalisten geïnvesteerd hebben in dergelijke bedrijven, zullen ze deze bedrijven willen verkopen of verlaten (“exit”) om een rendement op hun investering te krijgen.

Figuur 1 — Fasen van opstartende bedrijven en ontwikkeling van inkomsten en winst



Bron: ERK.

05 Durfkapitaalinvesteringen worden doorgaans gedaan via een fonds, dat een kapitaalpot is van meerdere investeerders (stille vennoten) en wordt beheerd door een fondsbeheerder (beherend vennoot). Bij durfkapitaalfondsen wordt vertrouwd op het beginsel van diversificatie: ze hebben een brede blootstelling over een divers portfolio (doorgaans 10 tot 20 investeringen), wat helpt de risico's beter te beheersen (zie [tekstvak 1](#) voor de voornaamste kenmerken van een durfkapitaalinvestering in Europa). In [bijlage I](#) wordt de typische structuur van een durfkapitaalfonds weergegeven.

06 Durfkapitaalfondsen kunnen ook deskundigheid bieden, waarom regelmatig wordt gevraagd door ondernemers die hun bedrijf willen laten groeien. In het kader van deze waardevolle dienst kan een strategie worden verfijnd, innovatie worden gecommercialiseerd, kunnen nieuwe producten en diensten worden ontwikkeld en kan een bedrijf naar de wereldwijde markt worden gebracht. Een verfijnde strategie en snelle zichtbaarheid op de wereldwijde markt zijn van essentieel belang voor het succes van hoogtechnologische en andere startende bedrijven.

Tekstvak 1

Hoofdkenmerken van een durfkapitaalinvestering in Europa

- een gemiddelde investering van 2 tot 3 miljoen EUR
- een financiële investering op lange termijn (10-15 jaar)
- illiquide investering (moeilijk te verlaten, want er is geen overdraagbare markt)
- betrokkenheid om groeiende startende bedrijven te helpen
- verwachting van hoog rendement als gevolg van een hoog risico en/of een strategische belangstelling
- een vergoeding die aan een vermogensbeheerder moet worden betaald (20 % van de investering)
- gespecialiseerde vaardigheden en een speciaal managementteam

07 Een durfkapitaalfonds levert rendement op wanneer een bedrijf wordt verkocht of verlaten (“exit”). Een bedrijf wordt verlaten bij de eerste openbare aanbidding (initial public offering — IPO) of door de verkoop van het bedrijf aan een industriële investeerder (“trade sale”), een ander durfkapitaalfonds of een private equity-firma. Wanneer een portfolio-onderneming geen restwaarde heeft, wordt de boekwaarde afgeschreven overeenkomstig de toepasselijke boekhoudkundige normen.

De betrokkenheid van de Commissie in de durfkapitaalmarkt

08 De Europa 2020-strategie is de huidige EU-agenda voor groei en banen. Hierin wordt slimme, duurzame en inclusieve groei benadrukt als een manier om de structurele gebreken in de economie van Europa te verhelpen, haar concurrentievermogen en productiviteit te verbeteren en een duurzame sociale markteconomie te onderbouwen¹. Aangezien durfkapitaal een katalysator voor innovatie, het scheppen van werkgelegenheid en economische groei is, verstrekt de EU geld om de toegang daartoe te verbeteren voor Europese bedrijven in de opstart- en

¹ Mededeling van de Commissie, EUROPA 2020 — Een strategie voor slimme, duurzame en inclusieve groei — (COM(2010) 2020 definitief van 3.3.2010).

groeistadia. Ook bevordert de EU een duurzaam Europees ecosysteem voor durfkapitaal in Europa².

09 Met EU-interventies worden aanvullende particuliere en overheidsmiddelen gemobiliseerd voor financiële ondersteuning om de doeltreffendheid van de EU-begroting te maximaliseren. Deze rechtstreekse investeringen in durfkapitaalfondsen zijn afkomstig uit verschillende onderdelen van de EU-begroting.

- Centraal beheerde interventies worden gefinancierd uit verschillende begrotingsterreinen, zoals ondernemingen, industrie en onderzoek. De Commissie is rechtstreeks betrokken bij het ontwerp en de ontwikkeling van deze instrumenten, de investeringsstrategie ervan en bij het bepalen van de omvang van de EU-bijdrage.
- Interventies onder gedeeld beheer³, die worden gebruikt bij het cohesiebeleid, worden gefinancierd door de Europese structuur- en investeringsfondsen (ESIF). Elke interventie moet worden uitgevoerd in het kader van een operationeel programma dat wordt beheerd door een beheersautoriteit in een lidstaat. De beheersautoriteit is verantwoordelijk voor het ontwerpen van het financieringsinstrument en bepaalt de financiële omvang ervan.

10 Veel structurele factoren die durfkapitaal kunnen bevorderen of beperken in Europa vallen nog steeds grotendeels onder de bevoegdheid van de lidstaten. Zo kan het nationaal belastingrecht de ontwikkeling van de durfkapitaalmarkt belemmeren⁴, kunnen vennootschaps- en arbeidsrecht de aanwerving van personeel hinderen en kan het regelgevingskader de risicobereidheid van investeerders temperen en fondsenwerving beperken⁵.

² http://www.eif.org/what_we_do/equity/venture/index.htm.

³ De Commissie handelt in samenwerking met de lidstaten.

⁴ Problemen met dubbele belasting, administratieve obstakels in verband met belastingen of de onzekerheid over de fiscale behandeling.

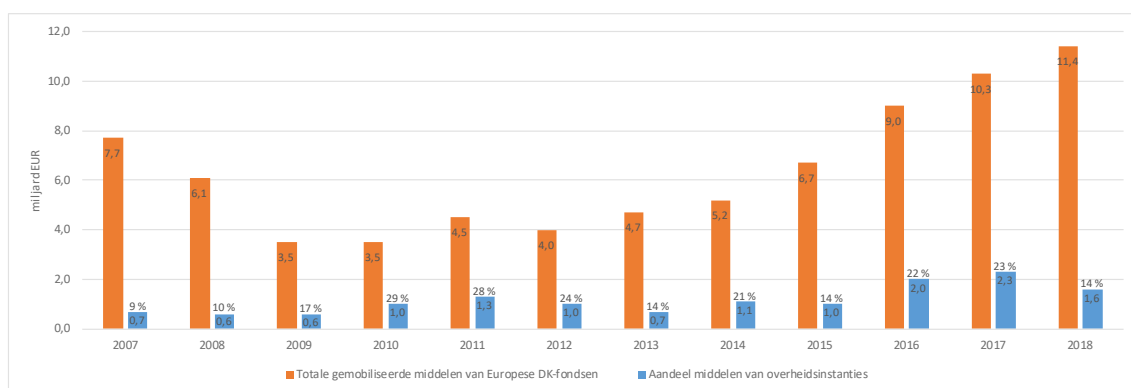
⁵ <https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/insurance/>
<https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/capital-requirements-forbanks/>

De durfkapitaalmarkt in Europa

11 Sinds 2012 mobiliseren Europese durfkapitaalfondsen voortdurend meer middelen. Het totaal aan gemobiliseerde middelen heeft een tienjarige piek van 11,4 miljard EUR bereikt in 2018. Het huidige niveau ligt hoger dan het niveau van voor de crisis van 2007. Naar verwachting zal de Commissie in 2022 meer dan 3,3 miljard EUR hebben uitgetrokken voor investeringen in durfkapitaal sinds 2014.

12 Zoals weergegeven in *figuur 2* hebben overheidsinstanties⁶ hun steun voor Europese durfkapitaalfondsen aanzienlijk opgevoerd tussen 2015 en 2017. De steun daalde in 2018. Relatief gezien was de financiering door overheidsinstanties het hoogst in 2010 en 2011. In 2018 was 14 % van het totale ingezamelde kapitaal afkomstig van overheidsinstanties, wat een aanzienlijk lager aandeel is dan in de twee voorgaande jaren, maar nog steeds hoger dan het niveau van voor de crisis van 2007.

Figuur 2 — Aandeel overheidsmiddelen in de totale middelen die door Europese durfkapitaalfondsen zijn gemobiliseerd (in miljard EUR en als percentage)



Bron: Aan de ERK verstrekte gegevens van Invest Europe.

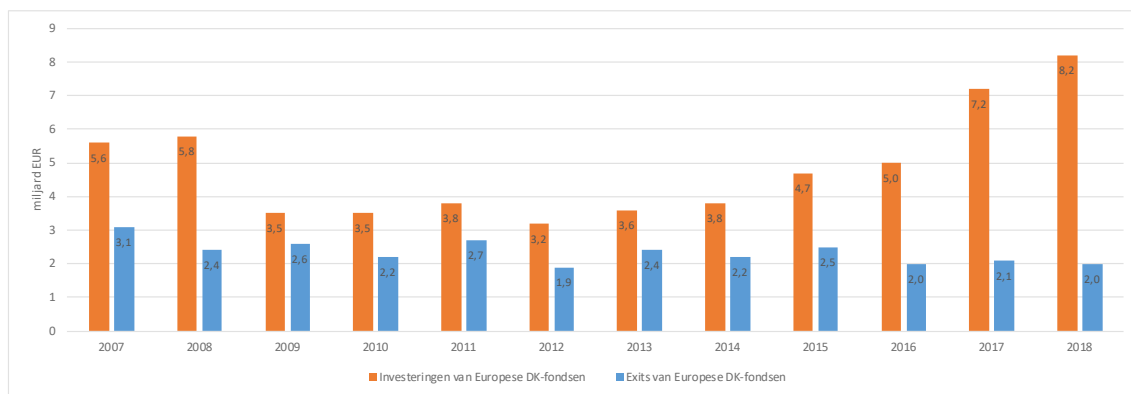
13 *Figuur 3* laat een soortgelijke trend zien wat investeringen in bedrijven betreft. In de afgelopen tien jaar zijn de investeringen door Europese durfkapitaalfondsen gestegen, met een piek van 8,2 miljard EUR in 2018. Verder ligt het huidige investeringsniveau hoger dan het niveau van voor de crisis van 2007.

14 Sinds de financiële crisis zijn het aantal exits door Europese durfkapitaalfondsen en de daarmee samenhangende bedragen relatief stabiel gebleven. In 2018 hebben durfkapitaalfondsen 1 193 startende bedrijven verlaten voor een bedrag van 2,0 miljard EUR, maar hiermee is het niveau van voor de crisis van 2007, toen 1 629

⁶ Met inbegrip van het EIF en de EIB.

startende bedrijven zijn verlaten voor een bedrag van 3,1 miljard EUR, nog niet bereikt. Zie [figuur 3](#).

Figuur 3 — Investerings en exits door Europese durfkapitaalfondsen (in miljard EUR)



Bron: Aan de ERK verstrekte gegevens van Invest Europe.

15 In de 20 jaar dat de Commissie durfkapitaalfondsen heeft ondersteund door middel van centraal beheerde EU-interventies heeft ze 1,7 miljard EUR vastgelegd in 140 fondsen, waarvan 0,9 miljard EUR was uitbetaald tegen medio 2018. Gemiddeld werd door deze durfkapitaalfondsen per bedrijf 3 miljoen EUR geïnvesteerd en gezorgd voor 48 banen. Deze bedrijven hadden ongeveer 74 000 mensen in dienst op het moment van de investering.

Hoe de centraal beheerde EU-interventies werken

16 De Commissie verleent een mandaat aan het Europees Investeringsfonds (EIF)/de Europese Investeringsbank (EIB) om durfkapitaalinterventies uit te voeren tegen een overeengekomen vergoeding. De Commissie behoudt de algehele verantwoordelijkheid, met uitzondering van één geval waarin de verantwoordelijkheid wordt gedeeld met de EIB-groep en andere organen. Met EU-interventies is steun verleend aan een groot aantal startende bedrijven, en sommige van hen zijn belangrijke spelers in hun sector geworden. [Tekstvak 2](#) bevat voorbeelden van de risico's en rendementen van investeringen van het EIF in het kader van de mandaten van de Commissie.

Tekstvak 2

Voorbeelden van risico's en rendementen van de durfkapitaalinvesteringen van de EU

Het EIF heeft 15 miljoen EUR geïnvesteerd in een durfkapitaalfonds dat op informatie- en communicatietechnologieën is gericht. Tot nog toe heeft het fonds 76 miljoen EUR rendement opgeleverd voor het EIF na de verkoop van bedrijven. Medio 2018 werd het overgebleven belang (d.w.z. de bedrijven die nog in het portfolio van het fonds zitten) op 35 miljoen EUR gewaardeerd. Dit hoge rendement is hoofdzakelijk toe te schrijven aan een investering in één succesvol startend bedrijf. Eind 2018 had dit bedrijf ongeveer 3 600 mensen in dienst, van wie 43 % in de EU.

Het EIF heeft 17 miljoen EUR geïnvesteerd in een ander durfkapitaalfonds dat ook op informatie- en communicatietechnologieën is gericht. Van 2005 tot 2007 investeerde dit fonds in elf startende bedrijven. Later moest het fonds zeven van deze investeringen afschrijven of onder de kostprijs verkopen vanwege de geringe prestaties ervan. Medio 2018 had het fonds slechts 4 miljoen EUR rendement opgeleverd en werd het overgebleven belang van het EIF gewaardeerd op 0,5 miljoen EUR. Bijgevolg bedroeg het verlies op deze investering medio 2018 12,5 miljoen EUR.

17 Het bedrag dat is geïnvesteerd door centraal beheerde EU-interventies die gericht zijn op durfkapitaal is de afgelopen tien jaar aanzienlijk gestegen, van 33 miljoen EUR per jaar (gemiddelde 1998-2000) naar 458 miljoen EUR per jaar (gemiddelde 2014-2020).

18 Deze EU-instrumenten zijn opgezet op een vraaggestuurde basis, wat betekent dat hiermee financiering wordt verleend wanneer durfkapitaalfondsen hierom verzoeken, mits deze aan de subsidiabiliteitscriteria voldoen en de zorgvuldigheids- en goedkeuringsprocedure met succes doorlopen. In [tabel 1](#) zijn de zes EU-interventies weergegeven die gericht zijn op durfkapitaal en op deze manier centraal beheerd worden⁷.

⁷ Voor dit verslag verstaan we onder “centraal beheerde EU-interventies” de financieringsinstrumenten (ESU 1998, ESU 2001, FSIM, IFE en EFG) en de begrotingsgarantie voor het eigenvermogensproduct in het kader van het kmo-venster van het EFSI zoals vermeld in [tabel 1](#).

Tabel 1 — Centraal beheerde EU-interventies die gericht zijn op durfkapitaal

Financieringsinstrumenten/ begrotingsgarantie	Programma	Programmerings- periode	EU- financiering (in miljoen EUR) op 31.12.2018
Europese Technologiefaciliteit- startersregeling (ESU 1998)	Groei- en werkgelegenheidsinitiatief (G&E) ⁸	1998-2000	101
Europese Technologiefaciliteit- startersregeling (ESU 2001)	Meerjarenprogramma voor ondernemingen en ondernemerschap (MAP) ⁹	2001-2006	209
Faciliteit voor snelgroeïende, innovatieve bedrijven uit het MKB (FSIM)	Kaderprogramma voor concurrentievermogen en innovatie (CIP) ¹⁰	2007-2013	625
Eigenvermogensfaciliteit voor groei (EFG)	Programma voor het concurrentievermogen van ondernemingen en kleine en middelgrote ondernemingen (COSME) ¹¹	2014-2020	325 ¹²
Eigenvermogensfaciliteit van InnovFin voor beginstadiï (IFE)	Horizon 2020 — het kaderprogramma voor onderzoek en innovatie ¹³	2014-2020	488
Eigenvermogensproduct in het kader van het kmo- venster (SMEW) van het EFSI	Europees Fonds voor strategische investeringen (EFSI) ¹⁴	2014-2020	1 270

Bron: ERK, bewerking van de rechtsgrondslag.

⁸ Besluit 98/347/EG van de Raad van 19 mei 1998 betreffende maatregelen voor financiële bijstand aan innoverende en werkgelegenheidscheppende kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's) — Het groei- en werkgelegenheidsinitiatief (PB L 155 van 29.5.1998, blz. 43).

⁹ Beschikking 2000/819/EG van de Raad van 20 december 2000 betreffende een meerjarenprogramma voor ondernemingen en ondernemerschap, met name voor het midden- en kleinbedrijf (MKB) (2001-2005) (PB L 333 van 29.12.2000, blz. 84).

19 In 2015 hebben de EU-wetgevers een verordening vastgesteld waarbij het Europees Fonds voor strategische investeringen (EFSI) werd opgericht (zie [bijlage II](#)). De Commissie heeft het beheer van het EFSI toevertrouwd aan de EIB, waarna de EIB een deel hiervan heeft gedelegeerd aan het EIF¹⁵. Het EFSI werd opgericht om risicodragend vermogen te bieden en dit werd gefaciliteerd door een garantie van 16 miljard EUR uit de EU-begroting en 5 miljard EUR uit de eigen middelen van de EIB zodat de EIB-groep (de EIB en het EIF) aanvullende financiering konden verstrekken. Het EFSI zal 2 320 miljoen EUR aan durfkapitaalfinanciering verstrekken, wat maakt dat dit het grootste van de zes programma's is¹⁶.

¹⁰ Besluit nr. 1639/2006/EG van het Europees Parlement en de Raad van 24 oktober 2006 tot vaststelling van een kaderprogramma voor concurrentievermogen en innovatie (2007-2013) (PB L 310 van 9.11.2006, blz. 15).

¹¹ Verordening (EU) nr. 1287/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 11 december 2013 tot vaststelling van een programma voor het concurrentievermogen van ondernemingen en kleine en middelgrote ondernemingen (COSME) (2014-2020) en tot intrekking van Besluit nr. 1639/2006/EG (PB L 347 van 20.12.2013).

¹² Dit bedrag weerspiegelt de begrotingstoewijzing op 31 december 2018. De begrotingstoewijzing is sindsdien mogelijk gewijzigd aangezien de EFG deel uitmaakt van een algemeen begrotingsonderdeel uit hoofde van de COSME-verordening.

¹³ Verordening (EU) nr. 1291/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 11 december 2013 tot vaststelling van Horizon 2020 — het kaderprogramma voor onderzoek en innovatie (2014-2020) en tot intrekking van Besluit nr. 1982/2006/EG [Horizon 2020-verordening] (PB L 347 van 20.12.2013, blz. 104).

¹⁴ Verordening (EU) 2015/1017 van het Europees Parlement en de Raad van 25 juni 2015 betreffende het Europees Fonds voor strategische investeringen, de Europese investeringsadvieshub en het Europese investeringsprojectenportaal en tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 1291/2013 en (EU) nr. 1316/2013 — het Europees Fonds voor strategische investeringen [EFSI-verordening] (PB L 169 van 1.7.2015, blz. 1). Deze verordening werd vastgesteld in 2015 en heeft geen betrekking op de volledige periode 2014-2020.

¹⁵ Het EFSI veranderde de rol van het EIF door het er contractueel toe te verbinden financiering bij te dragen aan twee subvensters van het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI (zie [bijlage II](#)).

¹⁶ Over het EFSI publiceerde de ERK een advies: “Advies nr. 2/2016 — EFSI: een vroegtijdig voorstel voor verlenging en uitbreiding” en Speciaal verslag nr. 03/2019 “Europees Fonds voor strategische investeringen: er zijn maatregelen nodig om het EFSI echt een succes te maken”.

20 In april 2018 is de Commissie met het pan-Europese dakfondsprogramma gestart. Samen met het EIF heeft zij zes Europese dakfondsen geselecteerd, waarvan er twee reeds overeenkomsten hebben ondertekend. Een dakfonds is kapitaal dat door meerdere vennoten wordt verstrekt om te investeren in durfkapitaalfondsen, waarmee weer in startende bedrijven wordt geïnvesteerd. Deze structuur maakt een bredere risicodiversificatie mogelijk, maar brengt een bijkomende laag administratie met zich mee. Tot 343 miljoen EUR is beschikbaar uit de centraal beheerde interventies, met nog eens 67 miljoen EUR uit de eigen middelen van het EIF. Naar verwachting zal er met de zes dakfondsen nog eens 1,7 miljard EUR van andere (publieke of particuliere) investeerders worden gemobiliseerd, wat moet dienen als katalysator voor 6,5 miljard EUR aan investeringen in startende bedrijven.

21 In juni 2018 bracht de Commissie haar voorstel voor de opvolger van de interventie uit, een programma met de naam “InvestEU”¹⁷; dit maakte deel uit van het pakket aan voorstellen voor het volgende meerjarig financieel kader (2021-2027).

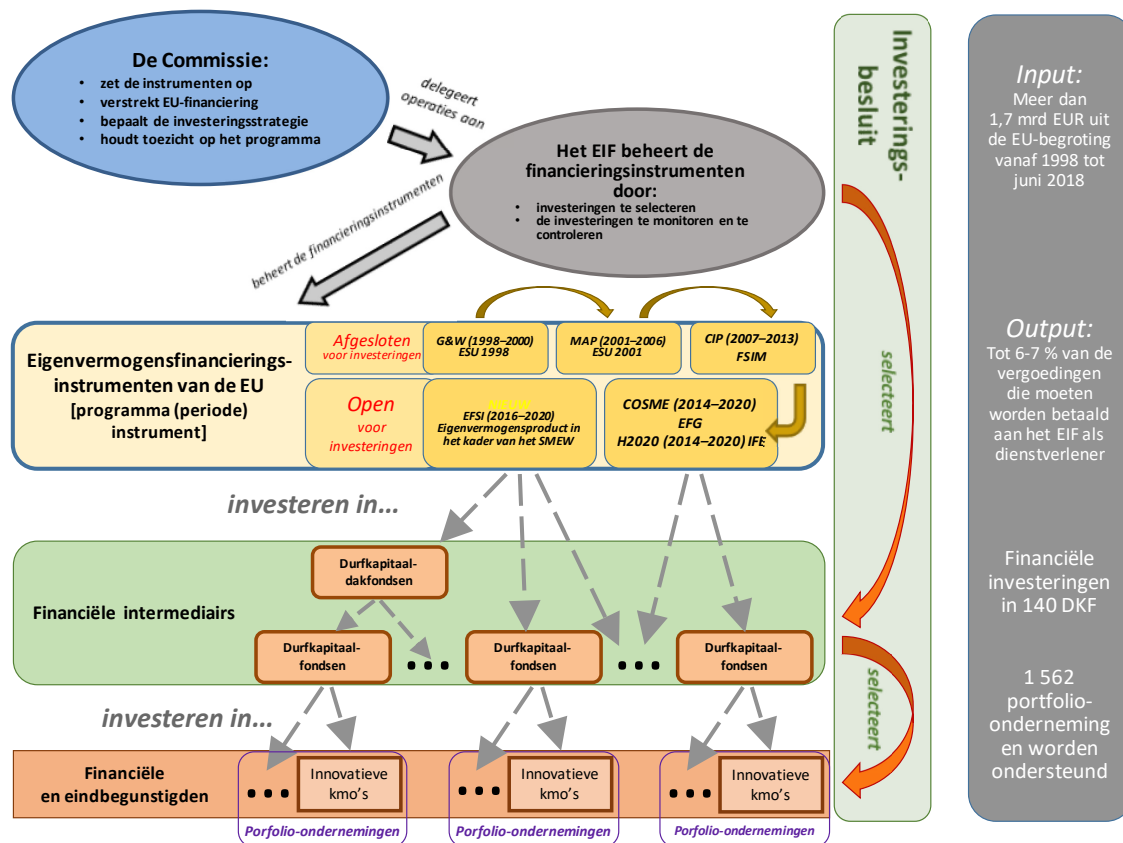
De rol van het Europees Investeringsfonds

22 Het EIF verleent steun aan financiële intermediairs die financiering verstrekken aan kmo's in heel Europa. Zijn voornaamste aandeelhouders zijn de EIB (58,6 % van het kapitaal), de EU (29,7 %), die wordt vertegenwoordigd door de Commissie, en andere belanghebbenden, waaronder publieke en particuliere banken en financiële instellingen¹⁸. Het voert durfkapitaalinterventies uit, voornamelijk in opdracht van andere partijen, zoals de EU, de EIB (op grond van het risicokapitaalmandaat (Risk Capital Resources — RCR)), nationale of regionale autoriteiten en particuliere investeerders. *Figuur 4* biedt een overzicht van de manier waarop door de EU ondersteunde durfkapitaalinstrumenten werken en de rol van het EIF.

¹⁷ Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot vaststelling van het InvestEU-programma (COM(2018) 439 final van 6.6.2018).

¹⁸ http://www.eif.org/who_we_are/index.htm

Figuur 4 — Operationele structuur van door de EU ondersteunde durfkapitaalinstrumenten



Bron: ERK, op basis van EIF-gegevens.

23 Het EIF is een van de grootste spelers op de Europese durfkapitaalmarkt geworden. In 2018 ondertekende het EIF alleen al overeenkomsten met durfkapitaalfondsen waarbij het zich ertoe verbond 1,4 miljard EUR te investeren.

Reikwijdte en aanpak van de controle

24 Wij hebben besloten durfkapitaalmarkten te bekijken omdat de EU meer en meer betrokken raakt bij dit beleidsterrein en we dit nog niet eerder hebben behandeld. We beoordeelden of de Commissie goed gebruik maakte van haar durfkapitaalinstrumenten door na te gaan of:

- a) de Commissie kwalitatief hoogstaande ex-ante-, tussentijdse en ex-postevaluaties verricht heeft;
- b) de investeringsstrategie waarmee de EU haar bijstand verleende alomvattend was;
- c) het EIF de EU-instrumenten naar behoren heeft uitgevoerd.

25 Wij verwachten dat ons verslag de Commissie zal helpen haar beleid op doelmatigere en doeltreffendere wijze uit te voeren. We hebben ons gericht op de periode 2014-2020 bij de beoordeling van de geschiktheid van de opzet van de interventies. Voor de andere aspecten hielden we rekening met alle centraal beheerde EU-interventies sinds 1998. Indien van toepassing hebben we ook het ontwerpprogramma voor de periode 2021-2027, InvestEU, in beschouwing genomen.

26 Om controle-informatie te verzamelen, onderzochten we relevante documentatie, waaronder een steekproef van documenten met betrekking tot de procedure van het EIF om durfkapitaalfondsen te selecteren. We spraken ook met personeelsleden van de Commissie, het EIF, de Banque Publique d'Investissement van Frankrijk en Invest Europe¹⁹, en met academici en fondsbeheerders. Daarnaast bezochten we verenigingen voor durfkapitaal en startende bedrijven, stimuleringsbanken, ministeries en durfkapitaalfondsen in Denemarken en Italië. Tot slot hielden we twee enquêtes onder beheerders van durfkapitaalfondsen.

¹⁹ Invest Europe is een vereniging die de private equity-, durfkapitaal- en infrastructuursectoren in Europa en hun investeerders vertegenwoordigt.

Opmerkingen

Tekortkomingen in ex-ante- en ex-postevaluaties

27 Voordat de Commissie tot een nieuwe interventie overgaat, moet ze een ex-ante-evaluatie en/of effectbeoordeling verrichten, met inbegrip van een analyse van de marktbehoeften. In de evaluatie en de beoordeling moeten de structuur en de financieringsbehoeften van bedrijven waarop het instrument is gericht en de beschikbare financieringsbronnen worden geanalyseerd. Met deze informatie kan de Commissie de financieringskloof schatten en de geschikte omvang van haar steun aan de durfkapitaalmarkt bepalen.

28 De belangrijkste doelstelling van alle EU-interventies sinds 1998 is de toegang van bedrijven, met name kmo's, tot financiering te verbeteren door ondernemerschap en innovatie te ondersteunen. Voor iedere interventie wordt van de Commissie verwacht dat ze tussentijdse en/of ex-postevaluaties verricht om de doeltreffendheid van de interventie te beoordelen.

De interventies waren niet gebaseerd op een behoorlijke beoordeling van de marktbehoeften

29 Wij onderzochten of en hoe de Commissie de financieringskloof had bepaald en gekwantificeerd voor de interventies in de huidige programmeringsperiode (2014-2020). Wij hebben ook bekeken of dit was uitgevoerd op het niveau van zowel de geaggregeerde EU als de lidstaten. Tot slot analyseerden we of er een financieringskloof was vastgesteld voor de verschillende fasen in de levenscyclus van een bedrijf (zie [figuur 1](#)).

30 We stelden vast dat de financieringskloof niet uitgebreid was gekwantificeerd, hoewel de Commissie ex-ante-evaluaties en effectbeoordelingen had verricht en de marktbehoeften had geanalyseerd door vraag en aanbod te bekijken. Dit was voornamelijk te wijten aan het gebrek aan gegevens. De Commissie merkte ook op dat er in de wetenschappelijke literatuur geen consensus bestaat over de vraag of de lage niveaus van durfkapitaalinvesteringen in vergelijking met het bbp in de meeste EU-

lidstaten voornamelijk een probleem van vraag of van aanbod zijn, dit wil zeggen of er onvoldoende aanbod is van durfkapitaal of te weinig bedrijven om in te investeren²⁰.

31 Zo verrichtte de Commissie in 2011 een ex-ante-evaluatie en een effectbeoordeling van de centraal beheerde eigenvermogensfaciliteit voor groei (Equity Facility for Growth — EFG). We stelden vast dat in de onderliggende studie die werd uitgevoerd in opdracht van de Commissie de redenering achter de schatting van de financieringskloof niet werd toegelicht²¹.

32 Bij een ander centraal beheerd instrument, de eigenvermogensfaciliteit van InnovFin (InnovFin Equity Facility — IFE), stelden we vast dat de beoordeling van 2013 pas werd verricht nadat het wetgevingsvoorstel was ingediend en de Commissie, het Parlement en de Raad een indicatieve begroting reeds hadden besproken.

33 Wij constateerden ook dat toen het EFSI werd gestart in 2015, de Commissie geen uitgebreide ex-ante-evaluatie of een effectbeoordeling van de financieringskloof of de marktbehoeften heeft uitgevoerd. In 2017 heeft ze evenmin een dergelijke beoordeling verricht toen de EU-garantie werd verhoogd met 10 miljard EUR (tot 26 miljard EUR) en de investeringsperiode werd verlengd van 31 juli 2019 tot 31 december 2020²².

34 In 2015 werd ook een specifieke beoordeling uitgevoerd in opdracht van de Commissie ter verkenning van de mogelijkheid om een dakfondsstructuur te gebruiken²³. Op basis van gesprekken met 105 durfkapitaalfondsbeheerders bleek uit de beoordeling dat de meningen verdeeld waren over de stand en de behoeften van de durfkapitaalmarkt. De beoordeling omvatte geen kwantificering van de

²⁰ JRC Science for Policy Report, “Improving access to finance: which schemes best support the emergence of high-growth innovative enterprises?”, blz. 12.

²¹ Bijlage A van het verslag van 2011 dat is voorbereid door Economisti Associati srl in samenwerking met EIM Business & Policy Research, het Evaluation Partnership, het Centre for Strategy and Evaluation Services en het Centrum voor Europese Beleidsstudies, blz. A.13.

²² Advies nr. 2/2016 van de ERK “EFSI: een vroegtijdig voorstel voor verlenging en uitbreiding”, paragraaf 26 en Speciaal verslag nr. 3/2019 van de ERK “Europees Fonds voor strategische investeringen: er zijn maatregelen nodig om het EFSI echt een succes te maken”, paragraaf 17.

²³ Oxford Research en het Centre for Strategy & Evaluation Services, “Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds”, oktober 2015.

financieringskloof en had ook geen betrekking op de kwestie van absorptie bij de aanbeveling met betrekking tot de financiële omvang van de te creëren dakfondsen.

35 De Commissie heeft reeds haar ex-ante-evaluatie/effectbeoordeling verricht voor de durfkapitaalinterventies die als opvolgers zullen worden opgezet in het kader van het toekomstige InvestEU-programma voor de komende periode (2021-2027). Wederom werd de financieringskloof echter niet gekwantificeerd.

36 Naar onze mening kan een verhoging van de begrotingsmiddelen voor durfkapitaalfondsen (zie [tabel 1](#)) zonder een behoorlijke kwantificering van de financieringskloof leiden tot het risico dat dergelijke middelen niet kunnen worden geabsorbeerd (zie [tekstvak 3](#)).

Tekstvak 3

Verhoging van overheidsmiddelen zonder een behoorlijke beoordeling van de marktomvang kan leiden tot een risico op niet-absorptie

De aanzienlijke verhoging van de overheidsmiddelen op de durfkapitaalmarkt kan leiden tot een risico op niet-absorptie indien er een gebrek is aan:

i) durfkapitaalfondsen om in te investeren; ii) geïnteresseerde particuliere investeerders, en iii) kmo's met groeipotentieel om in te investeren.

Uit een studie van 2011²⁴ bleek dat het een uitdaging zou zijn voor de EU om meer dan 300 miljoen EUR per jaar te investeren in de periode 2014-2020 vanwege risico's op niet-absorptie. De middelen die de EU heeft toegewezen aan durfkapitaal benaderen dit bedrag echter al. Voor de periode 2014-2020 bedraagt de gemiddelde jaarlijkse investering in het kader van de EU-interventies in totaal ongeveer 285 miljoen EUR per jaar (ofwel 1,989 miljoen EUR in de loop van zeven jaar). Bovendien werden de middelen die aan het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI waren toegewezen, verhoogd met 1,050 miljard EUR (zie [paragraaf 07](#) van [bijlage II](#)).

De druk om te absorberen brengt het risico op een domino-effect met zich mee. Een ambitieus bedrag kan een druk creëren om middelen snel vast te leggen. Aangezien nieuwe fondsen of onaangeboorde markten meer tijd nodig hebben om te ontwikkelen, kan deze tijdsdruk leiden tot een concentratie van middelen op de “gebruikelijke” markten of bij de “gebruikelijke” marktdeelnemers omdat er prioriteit wordt gegeven aan rijpe markten en gevestigde fondsen. Bovendien werd in de studie van 2011 gesteld dat druk om middelen vast te leggen ertoe kan leiden

²⁴ Verslag van 2011 dat is voorbereid door Economisti Associati srl in samenwerking met EIM Business & Policy Research, het Evaluation Partnership, het Centre for Strategy and Evaluation Services en het Centrum voor Europese Beleidsstudies.

dat financiering wordt verstrekt aan “ondermaatse” entiteiten waarin wordt geïnvesteerd, wat te zijner tijd onvermijdelijk tot een lager rendement zou leiden.

Onvoldoende bewijs van de impact van de EU-interventies

37 We onderzochten of de doeltreffendheid van EU-steun aan durfkapitaal was aangetoond in voorgaande tussentijdse en ex-postevaluaties. Behoorlijke tussentijdse en ex-postevaluaties verschaffen waardevolle informatie voor het ontwerp van nieuwe instrumenten.

38 Sinds de Commissie durfkapitaal is beginnen te ondersteunen, heeft ze zes tussentijdse en twee eindevaluaties gepresenteerd. Doorgaans werd in de evaluaties verslag uitgebracht over outputs en resultaten, zoals het aantal ondersteunde durfkapitaalfondsen of het aantal bedrijven waarin is geïnvesteerd door middel van door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen. Bij de evaluaties werd echter geen analyse gemaakt van de impact van de EU-interventie op de durfkapitaalsector of de economische effecten ervan (zoals groei, innovatie of behouden en gecreëerde banen).

39 Beide ex-postevaluaties werden te vroeg uitgevoerd. Zo werd de eindevaluatie met betrekking tot de Faciliteit voor snelgroeiende, innovatieve bedrijven uit het MKB uitgebracht in 2011. Het EIF kon evenwel tot 2013 stillevensnootsovereenkomsten met durfkapitaalfondsen goedkeuren, waardoor deze gedurende ongeveer vijf jaar in bedrijven konden investeren.

40 De beperkte beschikbaarheid van gegevens had een impact op de kwaliteit van de tussentijdse evaluatie van de FSIM en de ex-postevaluaties van ESU 1998 en ESU 2001.

- Voor de vroege instrumenten, de Europese Technologiefaciliteit-startersregelingen van 1998 en 2001, werden geen prestatie-indicatoren vastgesteld. In de ex-postevaluatie van deze instrumenten werd het gebruik van goed opgezette prestatie-indicatoren aanbevolen.
- Hoewel er indicatoren en streefdoelen zijn vastgesteld krachtens de rechtsgrondslag van de FSIM, hadden deze voornamelijk betrekking op outputs. Daarom werd in de tussentijdse evaluatie met betrekking tot de FSIM opnieuw aanbevolen resultaat- en impactindicatoren te ontwikkelen om een eindevaluatie van de doeltreffendheid mogelijk te maken. De Commissie heeft indicatoren

opgenomen, maar hiervan kon geen gebruik worden gemaakt in de eindevaluatie, want deze werd binnen een jaar na de tussentijdse evaluatie uitgevoerd.

41 De evaluaties berustten vooral op kwalitatieve methoden zoals vraaggesprekken en enquêtes. Hoewel de verzamelde informatie nuttig was, werd deze niet gestaafd aan de hand van kwantitatieve methoden.

42 In de tussentijdse en eindevaluaties van de Commissie werd het nulscenario niet geanalyseerd. De beoordelaars hebben niet beoordeeld hoeveel banen zijn gecreëerd of behouden door de bedrijven die hadden geprofiteerd van durfkapitaalfinanciering in vergelijking met het theoretische aantal dat had kunnen worden gecreëerd zonder de financiering.

43 In 2011 werd een dergelijke analyse van het nulscenario uitgevoerd in het kader van een door de EU gefinancierd onderzoeksproject²⁵, waarbij durfkapitaal uit alle bronnen (niet alleen van de EU) en bedrijven uit zeven lidstaten en één derde land in aanmerking werden genomen. De conclusie van de analyse was dat de bevindingen over het algemeen het standpunt bevestigden dat durfkapitaalinvesteerders een aanmerkelijk positief effect hadden op de groei van bedrijven, de productiviteit en de prestaties op het gebied van investeringen en innovatie. Volgens de studie hielpen durfkapitaalinvesteerders de bedrijven in hun portfolio beter te presteren dan bedrijven die niet door durfkapitaal werden ondersteund, zelfs tijdens de financiële crisis van 2008-2009. Ze verstrekten aan de bedrijven in hun portfolio de middelen en competenties die nodig waren om hun product/aanbod op de markt snel aan te passen tijdens de wereldwijde crisis, aldus de studie.

44 Positief is dat het EIF een reeks werkdocumenten heeft gepubliceerd over de economische bijdrage van door het EIF ondersteunde investeringen en de prestaties van ondersteunde startende bedrijven²⁶, met inbegrip van een analyse van het nulscenario. Het enige voorbehoud is dat alle durfkapitaalinvesteringen van het EIF zijn onderzocht in de documenten — niet enkel de door de EU ondersteunde investeringen.

²⁵ VICO-project, “Final Report Summary — Financing Entrepreneurial Ventures in Europe: Impact on innovation, employment growth, and competitiveness”, september 2011 (<https://cordis.europa.eu/project/rcn/88431/reporting/en>).

²⁶ Werkdocument 2016/34 van het EIF (Helmut Kraemer-Eis, Simone Signore, Dario Prencipe), “The impact of EIF on the Venture Capital ecosystem”, deel I van *The European venture capital landscape: an EIF perspective*, 2016.

45 Wat de instrumenten in de programmeringsperiode 2014-2020 betreft, heeft de Commissie resultaat- en impactindicatoren vastgesteld voor de EFG, de IFE en het EFSI. Wat de EFG en de IFE betreft, zijn streefdoelen vastgesteld voor alle indicatoren, met uitzondering van de omzet en het aantal werknemers van de begunstigde bedrijven (zie [tabel 2](#)). Bovendien hebben de streefdoelen voor de IFE niet alleen betrekking op durfkapitaal, maar worden hierin durfkapitaal en steun voor schuldfinanciering gecombineerd, waardoor het moeilijk is de prestaties van elk instrument te evalueren.

Tabel 2 — Indicatoren met betrekking tot de EFG en de IFE

Instrument	Indicatoren	Streefdoel
EFG	Aantal durfkapitaalinvesteringen	360-450
	Totaal geïnvesteerd volume	tussen 2,6 miljard EUR en 3,6 miljard EUR
	Hefboomratio	4-6
	Additionaliteit van de EFG	Toename van het aandeel eindbegunstigden die de EFG of de LGF overwegen voor het verstrekken van financiering die op geen andere manier kan worden verkregen, in vergelijking met het ijkpunt
IFE	Totale investeringen gemobiliseerd door middel van durfkapitaalinvesteringen	25 miljard EUR voor DK en schuldfinanciering tezamen
	Aantal gefinancierde organisaties	5 000 organisaties gefinancierd door middel van DK en schuldfinanciering
	Bedrag van de aangetrokken private middelen	35 miljard EUR aan aangetrokken private middelen (DK en schuldfinanciering)
	Omzet van het bedrijf en aantal werknemers	Moet worden ontwikkeld

Bron: ERK, op basis van wetgeving en documenten van de Commissie.

46 In de tussentijdse evaluatie van het EFSI werd aanbevolen de impact van het initiatief op de financiële markt, meer bepaald het effect op marktfalen en een mogelijke verdringing, te verduidelijken door het gebruik van nulscenario's. In de tussentijdse evaluatie werd ook erkend dat de EIB-groep inspanningen levert om dergelijke benaderingen voor EFSI-producten te testen, met name om de nodige gegevensinfrastructuur op te zetten²⁷.

²⁷ Europese Commissie, "Independent Evaluation of the EFSI Regulation. Final Report", juni 2018, blz. 140.

De Commissie beschikte niet over een alomvattende investeringsstrategie

47 Om de toegang van bedrijven tot financiering te verbeteren door middel van een pan-Europese durfkapitaalmarkt zijn een samenhangend en uitgebreid beleid en een samenhangende en alomvattende investeringsstrategie nodig, waarmee wordt beoogd minder ontwikkelde markten te ondersteunen, de afhankelijkheid van de overheidssector te verlagen en interventies te vereenvoudigen.

Een vraaggestuurde benadering bevordert de ontwikkeling van minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten of -sectoren niet

48 Om de investeringsstrategie van de Commissie te beoordelen, analyseerden we de huidige stand van zaken met betrekking tot de landen waar de door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen en de begunstigde bedrijven zijn gevestigd, de ontwikkelingsstadia en de activiteitensectoren.

Onderontwikkelde durfkapitaalmarkten ondervonden weinig voordelen van de centraal beheerde interventies van de EU

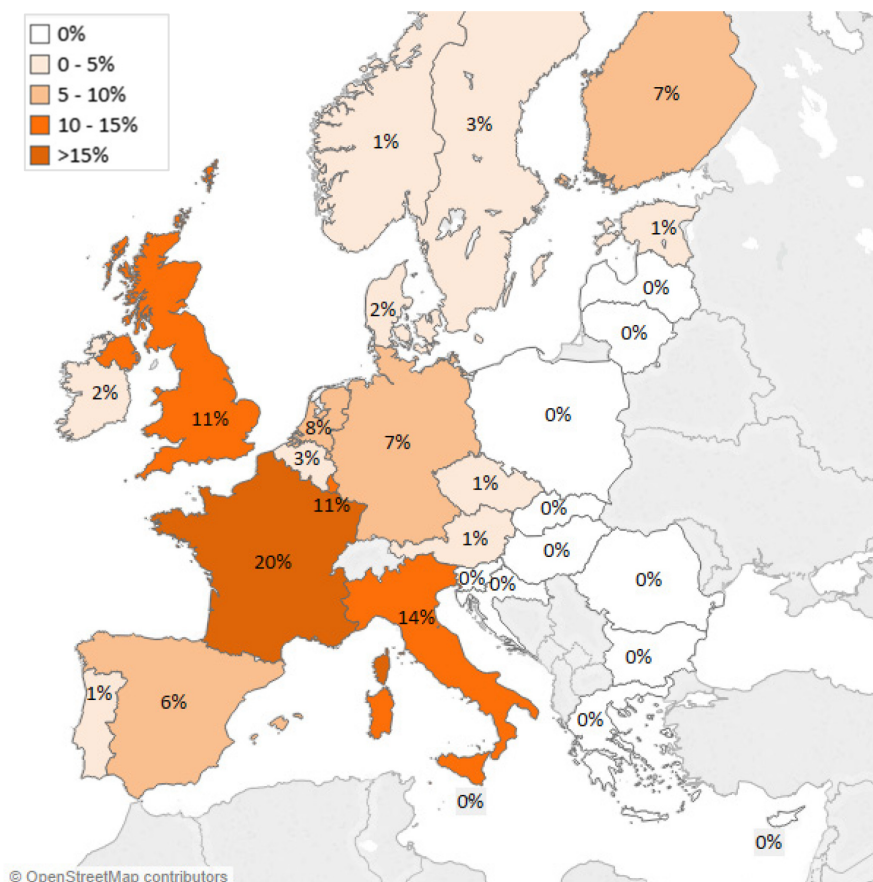
49 Sinds de Commissie met haar durfkapitaalactiviteiten is begonnen in 1998, wordt de financiering ervan toegewezen op basis van de verdienste van projecten zonder dat rekening wordt gehouden met de geografische locatie van de durfkapitaalfondsen of de investeringssector.

50 Bij gebrek aan een strategie die ervoor zorgt dat toereikende investeringen worden verstrekt aan onderontwikkelde markten, is het mogelijk dat deze minder steun ontvangen. Dit risico wordt bevestigd door de ex-ante-evaluaties/effectbeoordelingen van de Commissie over haar interventies in de periode 2014-2020 (IFE en EFG), waarin werd gewezen op een hoge concentratie van durfkapitaalinvesteringen in bepaalde lidstaten.

51 We constateerden dat eind juni 2018 Frankrijk en Italië de twee lidstaten waren waar de meeste door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen zijn geregistreerd, met respectievelijk 20 % en 14 % van het totale aantal fondsen. Op deze landen volgden Luxemburg, het Verenigd Koninkrijk, Nederland, Duitsland en Finland. In twaalf lidstaten zijn er geen door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen geregistreerd (zie [figuur 5](#)).

52 Een van de factoren waarmee de fondsbeheerders rekening houden wanneer ze beslissen waar ze een durfkapitaalfonds registreren, is het toepasselijke regelgevingsstelsel. Volgens een enquête²⁸ die door het EIF is afgenomen, vroegen de fondsbeheerders om de ondersteuning van pan-Europese fondsen, meer grensoverschrijdende investeringen en een harmonisering van de wettelijke kaders en belastingstelsels.

Figuur 5 — Door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen per land van registratie op 30 juni 2018



Bron: ERK, op basis van EIF-gegevens.

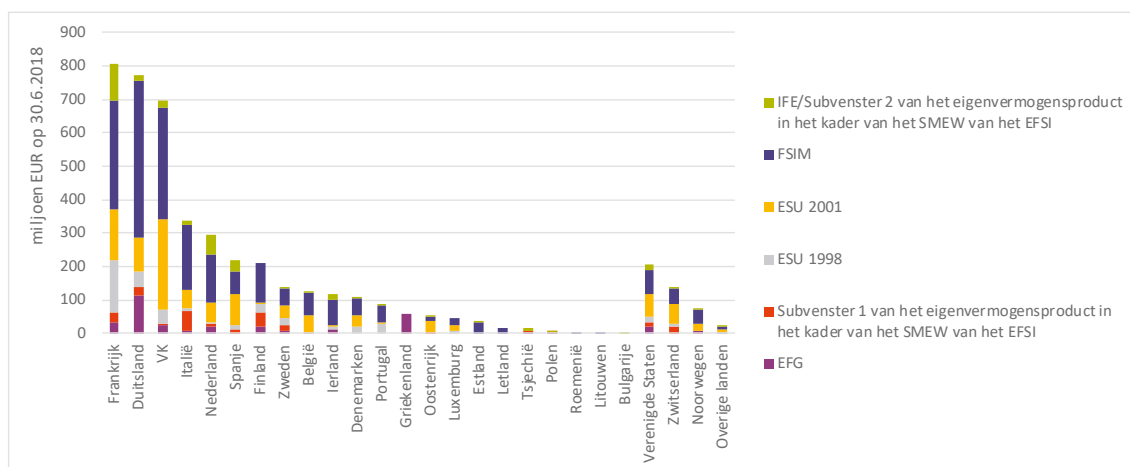
53 Het kan zo zijn dat durfkapitaalfondsen alleen in bedrijven in het land van registratie investeren, maar ze kunnen ook op meerdere landen zijn gericht. Op 30 juni 2018 was 42 % van de door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen gericht op meerdere landen.

²⁸ Werkdocument 2018/48 van het EIF, “EIF VC Survey 2018 — Fund managers' market sentiment and views on public intervention”, april 2018.

54 Wat betreft de bedragen die door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen in bedrijven hadden geïnvesteerd, blijkt uit **figuur 6** dat de lidstaten die aantrekkelijk waren voor durfkapitaal²⁹ het meeste hebben geprofiteerd van de EU-interventies. Frankrijk, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk vallen op omdat zij goed zijn voor 50 % van deze investeringen. Aangezien deze lidstaten de grootste economieën van de EU vormen, draagt een concentratie in deze landen niet bij tot de bevordering van een Europese durfkapitaalmarkt.

55 Medio 2018 had geen enkele van de centraal beheerde door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen geïnvesteerd in Cyprus, Malta, Slovenië of Slowakije, en er is slechts in beperkte mate geïnvesteerd (in totaal 29 miljoen EUR) in Bulgarije, Tsjechië, Hongarije, Polen en Roemenië.

Figuur 6 — Investerings in bedrijven door durfkapitaalfondsen die door de EU worden ondersteund op 30 juni 2018



Bron: ERK, op basis van EIF-gegevens.

56 Onze gegevensanalyse duidt erop dat de toewijzing van bijstand op basis van vraag de meest ontwikkelde durfkapitaalmarkten bevoordeelt. Dit strookt niet volledig met het vooropgestelde doel van de EU om een pan-Europese durfkapitaalmarkt tot stand te brengen en ook niet met bepaalde prioriteiten die in de delegatieovereenkomsten zijn vermeld. Voor de drie recentste eigenvermogensinstrumenten (d.w.z. de EFG, de IFE en het EFSI) wordt in de rechtsgrondslag bijvoorbeeld altijd verwezen naar de ondersteuning van de ontwikkeling van durfkapitaal op EU-niveau. Daarnaast is in artikel 2 van de

²⁹ Index van landen die aantrekkelijk zijn voor durfkapitaal en private equity (<https://blog.iese.edu/vcpeindex/>).

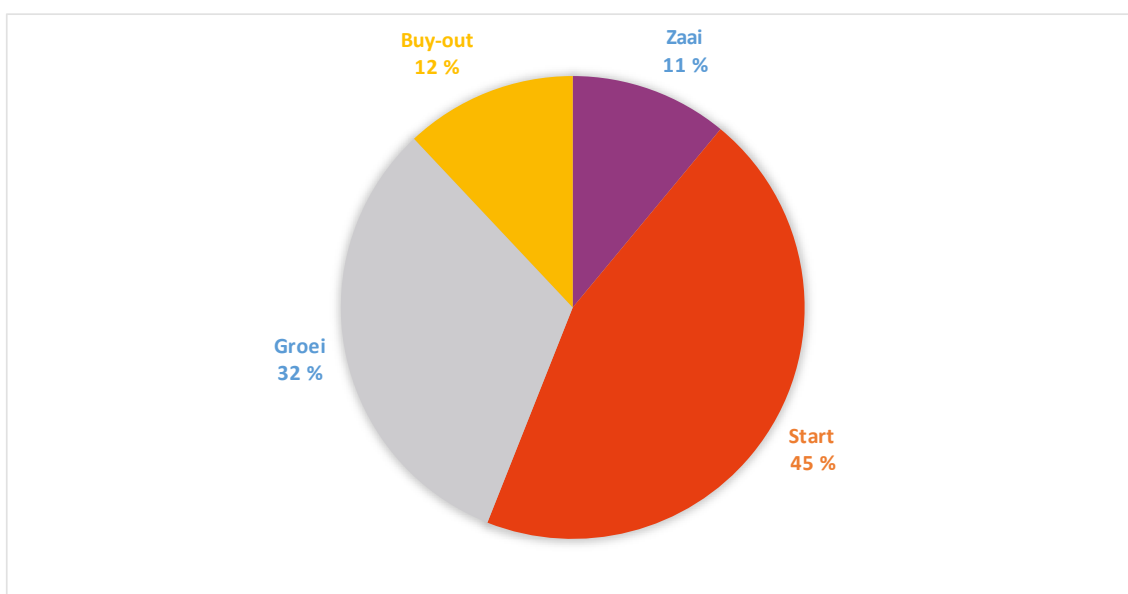
mandaatsovereenkomst inzake de FSIM bepaald dat een van de doelstellingen van de faciliteit erin bestaat het tekort aan aandelenkapitaal en risicokapitaal te verkleinen met het oog op een betere durfkapitaalmarkt van de EU. In verschillende evaluaties van de EU-interventies die zijn uitgevoerd door of in opdracht van de Commissie wordt de vraaggestuurde benadering bekritiseerd en aanbevolen deze plaats te laten maken voor een proactievere benadering.

57 Zo wordt in de effectbeoordeling van 2018 voor de opvolger voor de periode 2021-2027, het InvestEU-programma, aanbevolen de vraaggestuurde benadering in evenwicht te brengen op het niveau van de afzonderlijke verrichtingen door de conformiteit met de beleidsdoelstellingen strenger te verifiëren. De Commissie heeft niet gespecificeerd hoe dit evenwicht in de praktijk zou worden bereikt of hoe dit de vraaggestuurde benadering zou beïnvloeden.

Financieringsbehoeften werden niet gekwantificeerd per ontwikkelingsstadium of activiteitssector

58 In de twintig jaar waarin de Commissie durfkapitaalfondsen heeft ondersteund door middel van haar diverse centraal beheerde EU-interventies heeft ze geïnvesteerd in kmo's in verschillende ontwikkelingsstadia. **Figuur 7** laat zien hoeveel van de 4,6 miljard EUR die door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen tijdens deze periode hebben geïnvesteerd, is gebruikt in elk ontwikkelingsstadium van bedrijven.

Figuur 7 — Investerings van de door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen per ontwikkelingsstadium van kmo's



Bron: ERK, op basis van EIF-gegevens.

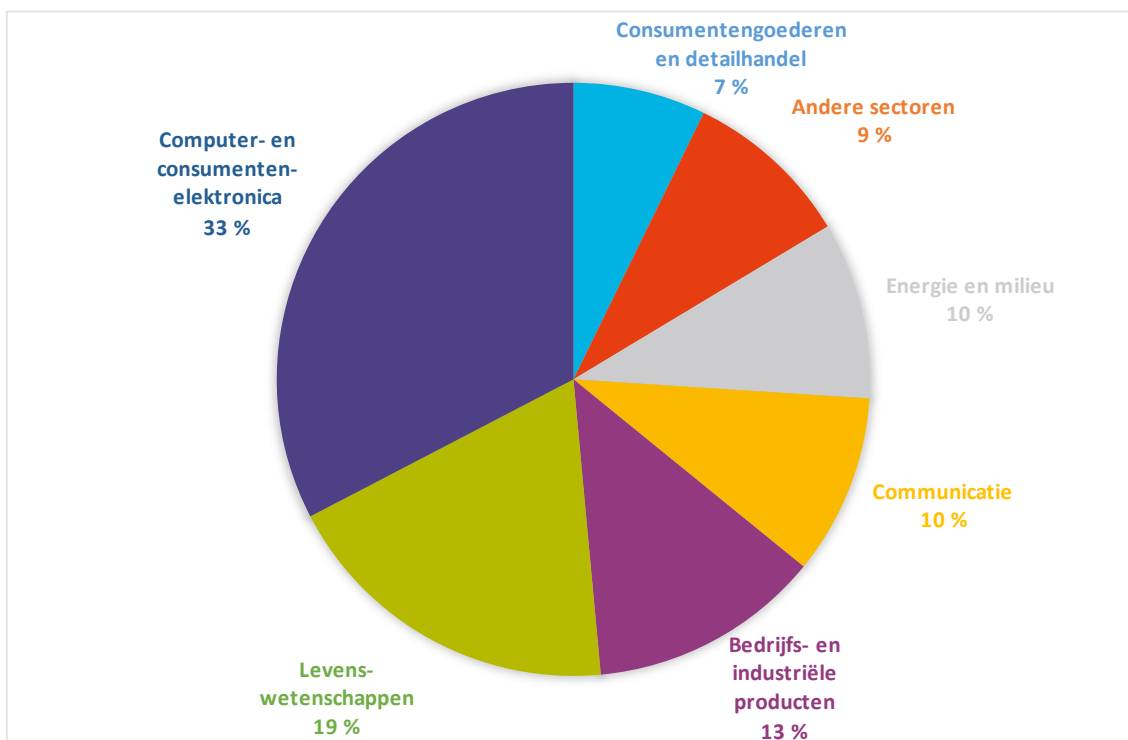
59 Beginstadia (d.w.z. zaai en start) vertegenwoordigen 56 % van de totale investeringen. Doorgaans investeren durfkapitaalfondsen in een groter aantal bedrijven in een vroeg groeistadium dan in latere stadia. Desalniettemin zijn de gemiddelde bedragen die per kmo worden geïnvesteerd lager in de beginstadia. De door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen hebben per kmo gemiddeld 1,36 miljoen EUR in het zaaistadium en 2,56 miljoen EUR in het startstadium geïnvesteerd terwijl er gemiddeld per kmo 4,82 miljoen EUR in het groeistadium en 7,16 miljoen EUR in het buy-outstadium³⁰ is geïnvesteerd.

60 68 % van de durfkapitaalfondsbeheerders die hebben gereageerd op onze enquête is van mening dat een deelname van de overheidssector in durfkapitaal het hardst nodig is voor investeringen in de zaai- en startstadia.

61 Wat betreft de sectorale verdeling, vertegenwoordigen bedrijven op het gebied van computer- en consumentenelektronica en van de levenswetenschappen meer dan 50 % van de totale investeringen die door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen hebben gedaan (zie *figuur 8*).

³⁰ Classificatie van investeringsstadia die door het EIF wordt gebruikt voor de aankoop van een meerderheidsbelang in een bedrijf, doorgaans in een vergevorderd ontwikkelingsstadium zoals groei of opschaling.

Figuur 8 — Investerings van de door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen per sector



Bron: ERK, op basis van EIF-gegevens.

62 Hoewel de EU heeft geïnvesteerd in verschillende ontwikkelingsstadia en activiteitensectoren, was de toewijzing van middelen niet gebaseerd op een grondige analyse van vraag en aanbod op de Europese durfkapitaalmarkt. In de ex-ante-evaluaties van de Commissie ontbraken gegevens over de financieringskloof met betrekking tot verschillende ontwikkelingsstadia of activiteitensectoren (zie paragraaf 36).

63 We merken op dat de Commissie in haar effectbeoordeling van InvestEU (de periode 2021-2027) heeft voorgesteld dat eigenvermogensinstrumenten sectoraal kunnen worden gericht en op basis van de levenscyclus van een bedrijf (op basis van een analyse van de financieringskloof)³¹. In de beoordeling wordt geen gewag gemaakt van een gerichte inzet of analyse per lidstaat.

³¹ Werkdocument van de diensten van de Commissie, effectbeoordeling, SWD(2018) 314 final van 6.6.2018.

De durfkapitaalmarkt in de EU is niet aantrekkelijk genoeg voor particuliere investeerders

64 Met door de EU ondersteunde interventies moet marktfalen worden aangepakt of meer in het bijzonder falen dat de lidstaten niet zelf kunnen aanpakken — om het subsidiariteitsbeginsel in acht te nemen en toegevoegde waarde te realiseren³². Het uiteindelijke doel van openbare interventie is particuliere investeerders aan te trekken om een duurzame durfkapitaalmarkt te ontwikkelen. Wij onderzochten of de Commissie erin is geslaagd andere publieke en particuliere investeerders aan te moedigen om samen met de EU middelen te verstrekken. In de ex-ante-evaluatie van de IFE van 2013 werd gewezen op het lage rendement als een van de belangrijkste redenen voor de beperkte interesse van particuliere investeerders in durfkapitaal: buiten de periode van de dot.com-luchtbel (1997-2000) bedroeg het gemiddelde jaarlijkse rendement van Europese durfkapitaalfondsen minder dan 10 % en de afgelopen tien jaar was dit negatief, waarbij zelfs de prestaties van de best beheerde fondsen niet hoog waren om het rendement op te leveren die institutionele beleggers nastreefden³³.

65 Om ervoor te zorgen dat de interventie van de EU in overeenstemming is met de staatssteunregels, heeft de Commissie minimumstreefcijfers vastgesteld met betrekking tot het aandeel particuliere investeerders in de door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen. Deze streefdoelen werden vastgesteld op 50 % voor de vroege instrumenten zoals de ESU 1998 en de ESU 2001, maar werden daarna verlaagd naar 30 % bij de interventies van 2014-2020. Dit is des te belangrijker omdat de Commissie eigenrisico-investeringen door het EIF/de EIB en stimuleringsbanken als onafhankelijk en particulier beschouwd. Afgezien daarvan heeft de Commissie geen streefdoelen vastgesteld voor de deelname van de particuliere sector.

66 De Commissie heeft het behalen van hoge rendementen niet vastgesteld als een doelstelling van haar interventies en heeft het EIF niet gevraagd winst te maken met EU-middelen. Krachtens de wetgeving en de delegatieovereenkomsten moet het EIF echter het *pari-passu*beginsel toepassen, volgens hetwelk publieke en particuliere investeerders op gelijke voet deelnemen in durfkapitaalfondsen en dezelfde winsten en verliezen delen. Particuliere investeerders, die van essentieel belang zijn voor een

³² Artikel 209 van Verordening (EU, Euratom) 2018/1046 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juli 2018 tot vaststelling van de financiële regels van toepassing op de algemene begroting van de Unie (PB L 193 van 30.7.2018, blz. 1).

³³ Ex-ante-evaluatie van de Commissie, “Financial instrument facilities supporting access to risk finance for research and innovation in Horizon 2020”, 2013.

duurzame durfkapitaalmarkt, kunnen enkel worden aangetrokken indien investeringen een hoog rendement opleveren.

67 Volgens de financiële staten van 2017 heeft de ESU 1998 101 miljoen EUR geïnvesteerd en werd er in totaal een nettoverlies van 12 miljoen EUR geboekt sinds de oprichting ervan. Een vergelijkbaar beeld komt naar voren bij de gerealiseerde portfolio's van de ESU 2001 en de FSIM (reeds afgeschreven of verkocht). Bij de ESU 2001 werd een gerealiseerd nettoverlies van 82 miljoen EUR op de geïnvesteerde 207 miljoen EUR gemeld en bij de FSIM een verlies van 88 miljoen EUR op 470 miljoen EUR³⁴. Bij deze laatste twee instrumenten blijft er nog een aanzienlijk deel investeringen over in de portfolio's ervan (ESU 2001: 31 %; FSIM: 64 %). Het is nog te vroeg om zinvolle gegevens over de recentste EU-interventies te verschaffen [zie [tabel 3](#)].

68 In sommige eind- en tussentijdse evaluaties van de Commissie van de centraal beheerde programma's werd vermeld dat het *pari-passu* beginsel had gefaald of een belemmering vormde voor de stimulatie van particuliere investeringen. In een andere evaluatie (de ex-ante-evaluatie over de EFG van 2011) werd echter geen conclusie getrokken over de vraag of er moet worden afgeweken van het *pari-passu* beginsel en werd de beslissing uitgesteld tot na een gedetailleerd marktonderzoek. De Commissie had een dergelijk onderzoek niet uitgevoerd op het moment van de controle. De Commissie staat non-'pari passu'-investeringen alleen toe in het geval van sociale investeringen in het kader van het kmo-venster van het EFSI.

69 Een van de argumenten van de Commissie voor de toepassing van het *pari-passu* beginsel is dat anders het risico wordt gelopen dat de investering als staatssteun wordt beschouwd. Onverenigbare staatssteun die de lidstaten verlenen, verstoort de mededinging en kan door de Commissie worden teruggevorderd. In richtsnoeren van

³⁴ Volgens de financiële staten van de instrumenten van 2017 bedroeg de waarde van de bedrijven die nog behoorden tot het portfolio van fondsen die werden ondersteund door de ESU 2001 en de FSIM (niet-gerealiseerde winsten) respectievelijk 97 miljoen EUR en 79 miljoen EUR.

de Commissie³⁵ en EU-wetgeving³⁶ wordt echter duidelijk uiteengezet onder welke omstandigheden asymmetrische winstdeling niet indruist tegen staatssteunregels.

70 Zo kan een publieke investeerder het rendement voor particuliere investeerders vergroten door een deel van zijn eigen rendement af te staan (in het kader van een asymmetrisch rendementstructuur). Dit zou betekenen dat de publieke investeerder niet zou investeren onder dezelfde voorwaarden als andere investeerders, in tegenstelling tot het *pari-passu* beginsel van gelijkheid.

71 In de beoordeling inzake dakfondsen van 2015 staat dat de meeste respondenten uit de groep private-equityfondsenbeheerders en durfkapitaalfondsenbeheerders stelden dat indien de EU de particuliere sector echt wil aanmoedigen om weer Europees durfkapitaal te gaan verstrekken, ze de particuliere sector moet toestaan het extra rendement te verkrijgen in ruil voor de investering in investeringsstadia met een hoger risico. Volgens de beoordeling werden asymmetrische rendementen geacht te kunnen helpen bij het overwinnen van hindernissen om particuliere investeerders aan te trekken op het niveau van dakfondsen.

72 Vóór de oprichting van het Europese dakfondsprogramma heeft de Commissie een werkgroep voor de analyse ervan opgezet. De werkgroep stelde voor asymmetrische rendementen te bieden in de oproep tot het indienen van blijken van belangstelling, hoewel durfkapitaalfondsen met *pari-passu* voorwaarden de voorkeur verdienen. Er werd voorgesteld dit als compensatie te bieden voor het investeren in landen met minder ontwikkelde durfkapitaalactiviteiten. In weerwil van deze aanbeveling liet de oproep tot het indienen van blijken van belangstelling geen asymmetrische rendementen toe.

73 Een andere manier waarop publieke investeerders een autonome durfkapitaalmarkt kunnen bevorderen, is een geleidelijke terugtrekking, dit wil zeggen een vroege exit, uit durfkapitaalfondsen toelaten. De stillevensnootschapsovereenkomsten die zijn gesloten tussen het EIF en de durfkapitaalfondsen, en de twee dakfondsovereenkomsten die het EIF tot nog toe heeft gesloten, bevatten echter geen bepalingen inzake een vroege exit. We merken

³⁵ Europese Commissie, “Richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicofinancieringsinvesteringen” (2014/C 19/04), paragrafen 108 en 109.

³⁶ Artikel 21, lid 13, van 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 (PB L 187 van 26.6.2014, blz. 1).

op dat er in de beoordeling inzake dakfondsen van 2015 werd voorgesteld vroege-exitmechanismen op te nemen.

Het gebruik van meer dan één interventie om EU-steun te verlenen aan de durfkapitaalmarkt had complexiteit tot gevolg

74 Hoewel de Commissie haar steun aan de durfkapitaalmarkt in voorgaande perioden heeft verstrekt via één instrument, gebruikt ze hiervoor drie interventies (te weten de EFG, de IFE en het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI) in de periode 2014-2020. Wij onderzochten of de Commissie had gezorgd voor samenhang tussen deze drie interventies.

75 De EFG is gericht op de verbetering van de toegang van kmo's tot eigen vermogen in hun uitbreidings- en groeistadium terwijl de IFE is gericht op investeringen in beginstadia. Krachtens de beide respectieve geldende verordeningen zijn kruisinvesteringen in verschillende stadia mogelijk. De beide instrumenten waren bedoeld als twee componenten van één financieel eigenvermogensinstrument van de Unie.

76 De lancering van het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI medio 2016 (zie [bijlage II](#)) bracht meer complexiteit met zich mee vanwege de combinatie van een begrotingsgarantie met een financieringsinstrument en de betrokkenheid van de Commissie, de EIB en het EIF.

77 Om te vermijden dat dit nieuwe product overlapt met de bestaande EFG, besloot de Commissie in 2016 de EFG bij te sturen en voornamelijk te richten op durfkapitaalinvesteringen in deelnemende niet-EU-landen³⁷, waarop het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI geen betrekking kan hebben.

78 Drie instrumenten met vergelijkbare doelstellingen die worden beheerd door drie verschillende diensten van de Commissie betekenden een vermenigvuldiging van de governance-, verslagleggings- en monitoringinspanningen. Krachtens de verschillende wettelijke bepalingen moet het EIF, ten minste tweejaarlijks, verschillende operationele verslagen opstellen voor ieder instrument.

³⁷ Het COSME-programma staat open voor deelnemers uit derde landen, die regelingen moeten overeenkomen met de Commissie.

79 Momenteel verschaft de operationele verslaglegging van het EIF over het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI niet voldoende duidelijkheid over de verschillende subvensters en het is moeilijk om een uitgebreid overzicht van de structuur van de gecombineerde interventies te verkrijgen.

80 We merken op dat de Commissie de ondoelmatigheden en overlappingsen heeft erkend en een aanzienlijk vereenvoudigde structuur heeft voorgesteld voor het toekomstige InvestEU-programma (2021-2027). Het voorstel is één instrument waarmee één begrotingsgarantie wordt verleend in plaats van drie instrumenten (de EFG, de IFE en het EFSI).

Het EIF is een hoeksteeninvesteerder, maar zijn beheer van de EU-interventies kan worden gestroomlijnd

81 Sinds de oprichting van de centraal beheerde durfkapitaalinterventies in de late jaren negentig heeft de Commissie deze via het EIF laten lopen. Daarom moet de Commissie ervoor zorgen dat het EIF de EU-interventies naar behoren uitvoert.

Het EIF is een belangrijke speler

82 De middelen die door de durfkapitaalsector van de EU worden gemobiliseerd en afkomstig zijn van publieke investeerders zijn verdubbeld tussen 2015 en 2016 en lagen in 2018 nog steeds hoger dan het niveau van voor de crisis van 2007 (zie [figuur 2](#)). Het EIF, dat een steeds toenemend aantal mandaten beheert (zie paragraaf 22), is een van de grootste spelers geworden op de Europese durfkapitaalmarkt. In 2018 ondertekende het EIF alleen al overeenkomsten met durfkapitaalfondsen waarbij het zich ertoe verbond 1,4 miljard EUR te investeren, waarvan 214 miljoen EUR door middel van door de EU ondersteunde instrumenten. We onderzochten of het EIF de instrumenten op doelmatige wijze beheerde.

83 In 2018 hield het EIF een enquête³⁸, waaruit bleek dat zijn deelname als belangrijk werd beschouwd omdat het de rol speelde van een hoeksteeninvesteerder en particuliere investeerders hielp aan te trekken door de geloofwaardigheid van het

³⁸ Werkdocument 2018/51 van het EIF, “EIF venture capital Survey 2018 — Fund managers' perception of EIF's Value Added”, september 2018.

fonds te versterken. De betrokken fondsbeheerders hadden over het algemeen een positief beeld van de EIF-deelname aan investeringen.

84 De meeste durfkapitaalfondsbeheerders die onze enquête beantwoordden, waardeerden de grondige zorgvuldigheidsprocedure van het EIF; door de kwaliteit ervan wordt deze vaak beschouwd als een “keurmerk”. De respondenten waren echter ook van mening dat het EIF formalistisch en nalevingsgericht was en dat het goedkeuringsproces voor een aanvraag voor steun uit het fonds te lang duurde. Tijdens de enquête gaf 45 % van de fondsbeheerders aan dat het meer dan een jaar duurde voor het EIF een aanvraag goedkeurde en meldde 41 % dat het tussen zes maanden en een jaar duurde. De meeste respondenten (66 %) zeiden dat ze contact hadden gehad met drie tot vijf gesprekspartners bij het EIF tijdens het aanvraagproces, waarbij sommige gesprekspartners niet altijd vertrouwd waren met nationale bijzonderheden.

85 In de beoordeling inzake dakfondsen van 2015 werd de nadruk gelegd op de anticyclische rol van het EIF bij het waarborgen dat innovatieve startende bedrijven en kmo's toegang tot kapitaal houden in tijden van economische neergang. In de beoordeling werd evenwel ook gesteld dat een aantal belanghebbenden, met name durfkapitaalfondsen, durfkapitaalverenigingen en sommige nationale dakfondsexploitanten, van mening was dat de dominante rol van het EIF als een hoeksteeninvesteerder in de Europese durfkapitaalmarkt en als een fondsbeheerder van dakfondsen vragen deed rijzen over de duurzaamheid op langere termijn.

Door de EU ondersteunde instrumenten vullen andere die door het EIF worden beheerd niet aan, maar overlappen hiermee

86 Het EIF heeft een beleid ontwikkeld voor de toewijzing van middelen uit de verschillende mandaten (d.w.z. een investeringstoewijzingsbeleid). We onderzochten of het EIF dit naar behoren had uitgevoerd, gelet op de aard van zijn verschillende mandaten.

87 Het EIF moet beslissen in welk durfkapitaalfonds het zal investeren en uit hoofde van welk mandaat. In de respectieve rechtsgrondslagen en delegatieovereenkomsten van de centraal beheerde door de EU gefinancierde instrumenten is vastgesteld of co-investeringen met fondsen uit hoofde van andere mandaten al dan niet is toegestaan.

88 In het kader van de ESU 1998 waren co-investeringen met het EIF of met door het EIF beheerde faciliteiten uitdrukkelijk verboden³⁹. De reden hiervoor is dat de ESU 1998 was opgezet om de door het EIF beheerde mandaten aan te vullen in die zin dat deze gericht was op de kmo's die de EIB en het EIF niet kunnen ondersteunen vanwege hun wettelijke criteria inzake hogere risico's⁴⁰.

89 Het concept van criteria inzake hogere risico's werd overgenomen bij de ESU 2001 en de FSIM, hoewel co-investeringen werden toegestaan. Eind 2017 was er bij 30 % van de door deze instrumenten ondersteunde durfkapitaalfondsen sprake van co-investeringen van andere EIF-mandaten (voornamelijk van het RCR-mandaat van de EIB⁴¹). Dit toont aan dat de geselecteerde fondsen niet waren gericht op een ander risicosegment dan de andere mandaten van het EIF.

90 In de rechtsgrondslag van de EFG, de IFE en het EFSI wordt niet meer verwezen naar het concept van criteria inzake hogere risico's. Voor alle drie de instrumenten is bepaald dat ze een aanvulling moeten vormen op financieringsinstrumenten die door nationale of regionale programma's worden gefinancierd. Hoewel de rechtsgrondslag van het EFSI ook specifiek complementariteit met bestaande EIB-operaties en activiteiten aanmoedigt, wordt dit aspect niet vermeld in de rechtsgrondslag van de andere twee.

91 In de EFSI-verordening wordt gevraagd om richtsnoeren betreffende het combineren van het gebruik van EU-instrumenten met EIB-financiering uit hoofde van de EU-garantie om complementariteit te waarborgen. De Commissie bracht richtsnoeren uit over complementariteit tussen het EFSI en de ESIF. Er bestaan geen richtsnoeren in verband met co-investeringen met andere door het EIF beheerde mandaten, zoals het RCR-mandaat van de EIB.

³⁹ Ondanks het verbod vonden we één co-investering waarbij de eigen middelen van het EIF waren gebruikt.

⁴⁰ Europese Commissie, Voorstel voor een besluit van de Raad betreffende maatregelen voor financiële bijstand aan innoverende en banenscheppende kleine en middelgrote ondernemingen (COM(1998) 26 final van 21.1.1998).

⁴¹ De EIB heeft het EIF het mandaat verleend 9,5 miljard EUR aan risicodragend vermogen te investeren ter ondersteuning van technologische en industriële innovatie. Met het RCR-mandaat richt de EIB zich op vroege tot lagere middenmarktfondsen die specifiek zijn gericht op Europa.

92 Vanwege de vermeerdering van mandaten in het kader van het EIF werd in de tussentijdse evaluatie die is verricht voor de Commissie inzake de FSIM aanbevolen dat het EIF een investeringstoewijzingsbeleid ontwikkelt⁴². Het EIF beschikt sinds 2009 over een dergelijk beleid. Na enkele actualiseringen bleef het beleid onveranderd van eind 2011 tot 2018, toen het werd herzien.

93 In het investeringstoewijzingsbeleid van 2011 werden geen vermeldenswaardige overlappingsen tussen de verschillende mandaten genoemd. Bij de FSIM vonden er echter co-investeringen plaats, dit wil zeggen dat het EIF middelen uit meerdere mandaten investeerde in hetzelfde durfkapitaalfonds⁴³. In het toewijzingsbeleid van 2018 werd niets geconcludeerd over mogelijke overlappingsen. Gezien de voorkeuren van de mandaten (bijv. voor specifieke sectoren of bepaalde prestaties) en de geografische focus ervan overlappen de centraal beheerde EU-interventies echter met andere mandaten.

94 In het oorspronkelijke beleid (geldig tot 2018) werden investeringstoewijzingsbeslissingen volledig overgelaten aan het professionele oordeel van het EIF, maar het nieuwe beleid omvat criteria voor een kwantitatieve⁴⁴ en kwalitatieve beoordeling om te beslissen welk mandaat het best past bij welk durfkapitaalfonds. Het EIF heeft ons geen bewijs overgelegd van de richtsnoeren die het geeft aan personeelsleden over de manier waarop deze criteria moeten worden toegepast.

95 Het EIF testte zijn nieuwe beleid door het toe te passen op de gedane investeringen in 2017 en 2018. Uit de resultaten van deze test op basis van gegevens uit het verleden bleek dat enkel op basis van de kwantitatieve beoordeling, bij sommige investeringen die zijn gedaan met centraal beheerde EU-interventies het EIF andere publieke mandaten had kunnen gebruiken, want deze laatste kregen dezelfde of hogere scores dan de door de EU ondersteunde mandaten. Het EIF heeft geen

⁴² DG Ondernemingen en Industrie van de Commissie (GHK and Technopolis), "Interim evaluation of the Entrepreneurship and Innovation Programme", 2009, blz. IV.

⁴³ Het EIF heeft middelen uit andere mandaten gebruikt bij 41 % van de door de FSIM ondersteunde durfkapitaalfondsen.

⁴⁴ Een rangschikking wordt samengesteld op basis van bijvoorbeeld de strategie van het durfkapitaalfonds, de sectoren of stadia waarin zullen worden geïnvesteerd of de geografische focus. Er bestaan ook knock-outcriteria, zoals het criterium "beginnende beheerders", want sommige niet-EU-mandaten laten geen beheerders toe voor wie het de eerste keer is.

gedetailleerd bewijs aan ons overgelegd dat aantoont hoe de afzonderlijke scores zijn berekend.

Het EIF had moeite door de EU ondersteunde fondsen te verlaten

96 Een durfkapitaalfonds levert rendement op wanneer een bedrijf wordt verkocht of verlaten (“exit”). Een bedrijf wordt verlaten bij de IPO of door de verkoop van het bedrijf aan een industriële investeerder (“trade sale”), een ander durfkapitaalfonds of een private equity-firma. Wanneer een portfolio-onderneming geen restwaarde heeft, wordt de boekwaarde afgeschreven overeenkomstig de toepasselijke boekhoudkundige normen. We onderzochten de exitstrategie van de fondsen voor het maximaliseren van het rendement op investeringen. Daarnaast onderzochten we de strategie voor het afsluiten van de mandaten die worden geëvalueerd.

97 In 2018 waren de drie belangrijkste exitroutes op de Europese durfkapitaalmarkt (gemeten naar bedrag): i) trade sales (35 %), ii) IPO’s (22 %), en iii) afschrijvingen (12 %) ⁴⁵. Europese durfkapitaalfondsbeheerders beschouwen het verlaten van investeringen en de IPO-markt als hun grootste uitdagingen ⁴⁶.

98 In een document van het Startup Europe Partnership van 2017 werd geconcludeerd dat slechts 2 % van de Europese doorgroeende bedrijven naar de beurs gaat en ongeveer 15 % van het totale bedrag dat is gemobiliseerd in Europa werd verzameld door middel van IPO’s. Volgens het document vormt dit een probleem, want IPO’s leveren niet enkel groeikapitaal op, maar bieden ook exitkansen aan de durfkapitaalfondsen. Zonder exits bestaat het risico dat de durfkapitaalmotor gaat sputteren, aldus het document ⁴⁷.

99 In *tabel 3* wordt het aantal exits en overgebleven investeringen weergegeven met betrekking tot alle centrale door de EU ondersteunde interventies op 30 juni 2018.

⁴⁵ Invest Europe, 2018 European Private Equity Activity Report. Andere exitroutes zijn de terugbetaling van preferente aandelen, de verkoop aan een andere eigenvermogensfirma, de verkoop aan een financiële instelling, een terugkoop door het management/de eigenaar en andere manieren.

⁴⁶ Werkdocument 2018/48 van het EIF (Helmut Kraemer-Eis, Antonia Botsari, Salome Gvetadze, Frank Lang), EIF venture capital Survey 2018: “Fund managers’ market sentiment and views on public intervention”, 2018.

⁴⁷ Startup Europe Partnership, SEP Monitor: Scale-up report, juni 2017.

100 De looptijd van een fonds wordt vastgesteld in de stillevennootschapsovereenkomst. Het EIF ondervond problemen bij het afsluiten van twee mandaten van de Commissie (de ESU 1998 en de ESU 2001) omdat de durfkapitaalfondsen niet alle bedrijven in hun portfolio hebben kunnen verkopen tijdens de looptijd ervan. Toen het EIF beoordeelde in welke fondsen het zou investeren in het kader van de ESU 1998 en de ESU 2001, besteedde het weinig aandacht aan het vermogen van de fondsen om het desinvesteringsstadium te beheren. Dit exitprobleem werd pas laat aangepakt en de twee vroege instrumenten (de ESU 1998 en de ESU 2001), die reeds waren verlopen, moesten worden verlengd zodat het EIF manieren kon vinden om te desinvesteren.

Tabel 3 — Exits van centrale door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen

Op 30.6.2018	Aantal gedane investeringen (A)	Afschrijvingen (B)	Compleet verkocht (C)	Totaalaantal exits (D)=(B)+(C)	Aantal overgebleven investeringen (E)=(A)-(D)	(E) / (A) % Afgerond	Einddatum van het mandaat (maand/jaar)
ESU 1998	315	135	168	303	12	4 %	07-2014
ESU 2001	317	103	116	219	98	31 %	12-2018
FSIM	623	89	138	227	396	64 %	11-2026
EFG	69	1	1	2	67	97 %	12-2034
IFE/subvenster 2 van het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI	195	1	2	3	192	98 %	12-2042
Subvenster 1 van het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI	43	0	0	0	43	100 %	12-2042
Som	1 562	329	425	754	808	52 %	

Bron: ERK, op basis van EIF-gegevens.

101 Als gevolg daarvan werd met de ESU 1998, waarvan het mandaat afliep in juli 2014, medio 2018 nog steeds deelgenomen in fondsen met lopende investeringen in twaalf bedrijven, goed voor 4 % van de bedrijven waarin was geïnvesteerd. Evenzo werd medio 2018 met de ESU 2001 nog steeds deelgenomen in fondsen met lopende investeringen in 98 bedrijven, goed voor 31 % van de investeringen.

De vergoedingen van het EIF zijn niet volledig transparant of opgezet om de beleidsdoelstellingen te verwezenlijken

102 De Commissie betaalt beheersvergoedingen aan het EIF om namens haar de durfkapitaalinterventies van de EU uit te voeren⁴⁸. De Commissie vergoedt het EIF ook bepaalde kosten die worden geacht in aanmerking te komen, voor de uitvoering van de EU-fondsen (andere beheerskosten). Wij onderzochten of de door de Commissie betaalde beheersvergoedingen gerechtvaardigd waren en of daarmee de beleidsdoelstellingen werden nagestreefd.

103 In de delegatieovereenkomsten is bepaald dat de vergoedingen maximaal tussen 5,7 % en 8,5 % van de EU-interventie mogen bedragen. (Zie [tabel 4](#) voor nadere bijzonderheden over drempels voor vergoedingen per interventie).

Tabel 4 — Drempelwaarden van beheersvergoedingen per interventie

	ESU 1998 ESU 2001	FSIM	EFG	IFE	EFSI
Administratieve vergoedingen (A)	Niet vastgesteld	Niet vastgesteld	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Beleidsgerelateerde stimuleringspremies (B)	Niet vastgesteld	Niet vastgesteld	3,2 %	3,2 %	2,9 %
Totaal plafond voor beheersvergoedingen (C)=(A)+(B)	8,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,7 %
Kasmiddelenbeheersvergoedingen en andere beheerskosten	–	–	1,0 %	1,5 %	–

Bron: ERK op basis van delegatieovereenkomsten.

104 Naast de beheersvergoedingen die de Commissie aan het EIF betaalt, brengen de fondsbeheerders van door de EU ondersteunde durfkapitaalfondsen ook beheersvergoedingen in rekening. Over het algemeen komen deze overeen met 2 % van het jaarlijks vastgelegde bedrag. Daarnaast bracht de lancering van het pan-Europese dakfondsprogramma nog een administratieve laag met zich mee (zie paragraaf 20). De beheerder van elk dakfonds brengt ook beheersvergoedingen in rekening, die uiteenlopen van 8 % tot 12 % van de EU-bijdrage die is vastgelegd voor de looptijd van het fonds (vaak ongeveer twaalf jaar).

⁴⁸ De Commissie betaalt ook vergoedingen aan de EIB voor de durfkapitaalggarantie in verband met het EFSI.

Een gebrek aan transparantie over de rechtvaardiging van opstartvergoedingen

105 Krachtens de delegatieovereenkomsten tussen de Commissie en het EIF is als onderdeel van de administratieve vergoedingen de betaling van een opstartvergoeding vereist aan het begin van de uitvoeringsperiode (zie [bijlage III](#)). Deze vergoedingen zijn bedoeld voor: i) de voorbereiding van de oproep tot het indienen van blijken van belangstelling (die gedetailleerde voorwaarden en verslagleggingsvereisten bevat); ii) de opzet van de interne processen en IT-systemen van het EIF, met inbegrip van de website; iii) de opstelling van gestandaardiseerde juridische documentatie.

106 Aangezien het EIF de door de EU ondersteunde instrumenten reeds 20 jaar beheert, kan er worden verwacht dat het synergieën en kennis zou hebben ontwikkeld die konden leiden tot besparingen, met name in het opstartproces van nieuwe instrumenten. Dit is echter niet het geval en de Commissie betaalt steeds hogere opstartvergoedingen aan het EIF. Wat betreft de FSIM, betaalde de Commissie 0,3 miljoen EUR aan opstartvergoedingen (0,8 % van de totale maximale vergoedingen). Wat betreft de recentere instrumenten, is de opstartvergoeding 2,5 miljoen EUR gestegen in het geval van de EFG (13 % van de totale maximale vergoedingen), 4,0 miljoen EUR bij de IFE (14 % van de totale maximale vergoedingen), en 5,0 miljoen EUR bij het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI (7 % van de totale maximale vergoedingen).

107 De Commissie verzamelt geen informatie over de daadwerkelijke opstartkosten die het EIF maakt. We maakten opmerkingen over het onderhandelingsproces voor vergoedingen tussen de Commissie en het EIF in ons Speciaal verslag nr. 20/2017 over leninggarantie-instrumenten⁴⁹. We stelden vast dat de conclusies van het verslag ook van toepassing waren op durfkapitaalinstrumenten, met name de bevinding dat de Commissie niet beschikte over gedetailleerde informatie over de daadwerkelijke kosten van voorgaande regelingen.

Beleidsgerelateerde stimuleringspremies zijn niet helemaal geschikt voor het doel ervan

108 Met de bestaande stimuleringspremies wordt de ontwikkeling van een Europese durfkapitaalmarkt niet aangemoedigd. Zo wordt een stimuleringspremie betaald aan het EIF per ondertekend contract met een fondsbeheerder, waarbij het bedrag verschilt afhankelijk van hoeveel contracten worden ondertekend. De

⁴⁹ Speciaal verslag nr. 20/2017 van de ERK: “Door de EU gefinancierde leninggarantie-instrumenten: positieve resultaten, maar betere gerichtheid op begunstigden en coördinatie met nationale regelingen zijn nodig”.

stimuleringspremies zijn echter zodanig gestructureerd dat er geen verband bestaat tussen de stimuleringspremie en een vast streefcijfer met betrekking tot het aantal fondsen waarin het EIF moet investeren. Bovendien stellen we vast dat deze premie niet geleidelijk stijgt in overeenstemming met het aantal ondertekende contracten. In het kader van de FSIM en de EFG ontvangt het EIF een forfaitaire vergoeding en in het geval van de IFE worden de hoogste vergoedingen betaald bij de eerste vier ondertekende contracten.

109 De stimuleringspremies zijn niet volledig toegesneden op de verwezenlijking van de streefdoelen die zijn vastgesteld voor de interventies. Zo heeft de Commissie in het geval van de EFG een minimumstreefdoel vastgesteld om ten minste 360 in aanmerking komende bedrijven te ondersteunen. Zelfs als dit streefdoel niet wordt gehaald, betaalt ze echter een deel van de stimuleringspremies aan het EIF (zie [tabel 2](#)).

110 Met de beleidsgerelateerde stimuleringspremies worden investeringen in de minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten of activiteitensectoren van de EU niet ten volle aangemoedigd. De ESU 1998/2001-instrumenten bevatten geen stimulans voor het EIF om in nieuwe markten te investeren. De andere instrumenten bevatten ten minste een stimulans — hoewel de bedragen laag liggen in vergelijking met andere soorten stimulansen — maar er wordt geen voorrang gegeven aan minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten.

Conclusies en aanbevelingen

111 De EU is reeds meer dan twee decennia betrokken bij de durfkapitaalmarkt. In deze periode heeft de Commissie haar steun aan de durfkapitaalmarkt aanzienlijk verhoogd. Er is aanzienlijke EU-financiering beschikbaar gesteld om de durfkapitaalmarkt van de EU te versterken, maar er blijven uitdagingen bestaan.

Evaluatie van de EU-interventies

112 Wij constateerden dat de onderbouwing van de besluiten waarbij de omvang van de EU-interventie werd bepaald te wensen overliet omdat er geen ex-ante-evaluatie of effectbeoordeling was verricht of omdat de evaluaties waren opgesteld nadat de begrotingsbeslissing reeds was genomen. Er ontbraken meerdere dimensies aan de analyse van de financieringskloof: geen analyse op het niveau van de lidstaten en geen analyse van activiteitensectoren of durfkapitaalstadia (zie de paragrafen [29-36](#)).

113 Bij de opzet van toekomstige interventies moet de Commissie tijdig zinvolle tussentijdse en ex-postevaluaties verrichten, rekening houdend met de geleerde lessen. De verrichte ex-postevaluaties waren over het algemeen te vroeg uitgevoerd, vaak zelfs voordat de programma's waren afgelopen. Bovendien bevatten deze evaluaties geen analyse op basis van kwantitatieve gegevens en werden nulsценario's over het hoofd gezien. Derhalve heeft de Commissie, ondanks twintig jaar ervaring met durfkapitaalondersteuning, tot nog toe slechts beperkt bewijs van de behaalde impact geleverd (zie de paragrafen [37-46](#)).

Aanbeveling 1 — Voer de nodige analyses uit om de evaluatie van de EU-interventies te verbeteren

De Commissie moet de informatiebasis voor haar beslissingen verbeteren. Ze moet met name:

- a) de tekortkomingen van de markt of suboptimale investeringen grondig analyseren op het niveau van de EU, de lidstaten en de sectoren, alsook op het niveau van de verschillende ontwikkelingsstadia, om passende financiële middelen uit te trekken voor durfkapitaalinterventies.

Tijdpad: vóór de delegatieovereenkomsten met uitvoerende partners worden gesloten (eind 2022).

Met het oog op betere evaluaties moet de Commissie:

- b) ervoor zorgen dat relevante gegevens worden verzameld zodat de beoordelaars zich kunnen richten op de doeltreffendheid van de steun, waar nodig door middel van een analyse van het nulsценario;
- c) evaluaties achteraf enige tijd na de investeringsperiode verrichten voor de ESU 1998, de ESU 2001 en de FSIM om een zinvolle conclusie over de impact van de interventies mogelijk te maken.

Tijdpad: zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk eind 2021.

De ontwikkeling van een alomvattende investeringsstrategie

114 De Commissie heeft geen alomvattende investeringsstrategie vastgesteld om een pan-Europese durfkapitaalmarkt te ontwikkelen. Bij de EU-interventies werd geen voorrang gegeven aan minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten of activiteitensectoren. De EU-markt is nog steeds erg afhankelijk van de betrokkenheid van de publieke sector en het gebruik van meerdere instrumenten leidt tot onnodige complexiteit.

115 Bij de interventies van de Commissie op de Europese durfkapitaalmarkt wordt een vraaggestuurde benadering gehanteerd. Bij deze benadering wordt steun verleend aan projecten op basis van verdienste zonder dat rekening wordt gehouden met de geografische locatie of sector. We constateerden echter dat deze benadering duidelijk de meest ontwikkelde durfkapitaalmarkten bevoordeelt en leidt tot een concentratie van investeringen, wat niet volledig strookt met de totstandbrenging van een pan-Europese durfkapitaalmarkt (zie de paragrafen [49-63](#)).

116 De Commissie heeft het behalen van hoge rendementen niet vastgesteld als een doelstelling van haar interventies. Over het algemeen kunnen particuliere investeerders, die van essentieel belang zijn voor een duurzame durfkapitaalmarkt, alleen worden aangetrokken indien investeringen een hoog rendement opleveren. De ESU 1998 heeft 101 miljoen EUR geïnvesteerd en er werd in totaal een nettoverlies van 12 miljoen EUR geboekt sinds de oprichting ervan. Een vergelijkbaar beeld kan worden waargenomen bij de gerealiseerde portfolio's van de ESU 2001 en de FSIM. Tot nog toe verleent de Commissie enkel steun volgens het *pari-passu* beginsel zonder een deel van haar rendement af te staan aan particuliere investeerders of meer verliezen op zich te nemen (zie de paragrafen [64-73](#)).

Aanbeveling 2 — Ontwikkel een alomvattende investeringsstrategie

Om een pan-Europese durfkapitaalmarkt te ontwikkelen, moet de Commissie:

- a) verdere concrete maatregelen nemen ter ondersteuning van investeringen in minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten en activiteitensectoren.

Tijdpad: met het oog op de voorbereidingen van de nieuwe programmeringsperiode (eind 2020).

Om de durfkapitaalmarkt in de EU minder afhankelijk te maken van de betrokkenheid van de publieke sector, moet de Commissie:

- b) passende streefdoelen vaststellen op het niveau van de instrumenten om particuliere investeerders aan te trekken, rekening houdend met de specifieke beleidsdoelstellingen en de ontwikkeling van de verschillende lokale durfkapitaalmarkten en activiteitensectoren;
- c) de mogelijkheid verkennen om bepalingen inzake geleidelijke exit in te voeren;
- d) het gebruik van asymmetrische winstdeling of asymmetrische risicodeling verkennen bij acuut marktfalen, waarbij de Commissie een deel van haar rendement zou afstaan ten voordele van andere investeerders of de eerste verliezen op zich neemt bij een negatief rendement.

Tijdpad: vóór de onderhandelingen over de nieuwe delegatieovereenkomsten (eind 2022).

Uitvoering van de EU-interventies

117 Het EIF is een van de grootste spelers geworden op de Europese durfkapitaalmarkt en beheert een toenemend aantal mandaten. Het heeft een grondige zorgvuldigheidsprocedure; door de kwaliteit ervan wordt deze vaak beschouwd als een “keurmerk”. Desondanks werd de procedure vaak als te lang en formalistisch ervaren, waarbij 45 % van de fondsbeheerders meldde dat het EIF er meer dan een jaar over deed om een aanvraag goed te keuren. Bovendien moesten beheerders in deze periode omgaan met verschillende gesprekspartners die in verschillende mate vertrouwd waren met hun situatie.

118 De centraal beheerde EU-interventies overlappen met een aantal andere openbare interventies die ook worden beheerd door het EIF. De Commissie heeft

weinig informatie ontvangen over hoe het EIF besliste in welk durfkapitaalfonds het zou investeren en uit hoofde van welk mandaat (zie de paragrafen [86-95](#)).

119 Het EIF ondervond problemen bij het afsluiten van twee mandaten van de Commissie die moesten worden beëindigd (de ESU 1998 en de ESU 2001) omdat de durfkapitaalfondsen niet alle bedrijven in hun portfolio hebben kunnen verkopen tijdens de looptijd ervan. Omdat er pas in een later stadium aandacht werd besteed aan deze kwestie, moesten deze twee instrumenten, die reeds waren verlopen, worden verlengd zodat het EIF manieren kon vinden om te desinvesteren (zie de paragrafen [96-101](#)).

120 We stelden vast dat de Commissie aanzienlijke opstartvergoedingen heeft betaald telkens als een nieuw instrument werd gelanceerd. We hebben geen besparingen vastgesteld die voortvloeien uit synergieën of kennis die het EIF kon hebben ontwikkeld in de twee decennia waarin het door de EU ondersteunde instrumenten beheert. Daarnaast was de Commissie niet op de hoogte van de daadwerkelijk gemaakte kosten van het EIF (zie de paragrafen [105-107](#)).

121 De beleidsgerelateerde stimuleringspremies zijn niet volledig toegesneden op de verwezenlijking van de streefdoelen die zijn vastgesteld voor de interventies, en deze zijn ook niet opgezet om investeringen in landen met een minder ontwikkelde durfkapitaalmarkt of in minder ontwikkelde activiteitensectoren ten volle aan te moedigen (zie de paragrafen [108-110](#)).

Aanbeveling 3 — Stroomlijn het beheer door het EIF van de EU-interventies

Om de doelmatigheid te vergroten, moet de Commissie in overleg treden met het EIF om:

- a) het proces voor de goedkeuring van projecten te stroomlijnen door het huidige tijdschema verkorten;
- b) ervoor te zorgen dat het Fonds een investeringstoewijzingsbeleid toepast waarmee voor complementariteit wordt gezorgd tussen de EU-interventies en de andere mandaten die het EIF beheert;

- c) ervoor te zorgen dat het Fonds voldoende exitmogelijkheden bepaalt bij de goedkeuring van een investering in een fonds.

Tijdpad: voor de onderhandelingen over de nieuwe delegatieovereenkomsten (eind 2022).

De beheersvergoedingen die de Commissie aan het EIF betaalt, moeten:

- d) overeenkomen met de terugbetaling van daadwerkelijke opstartkosten die worden gemaakt bij het opzetten van nieuwe interventies;
- e) zodanig zijn ontworpen dat de verwezenlijking van de algemene doelstellingen van de interventies wordt gestimuleerd, met name de ontwikkeling van een Europese durfkapitaalmarkt, en geleidelijk stijgen zodra overeengekomen mijlpalen voor minimumprestaties worden bereikt.

Tijdpad: voor de onderhandelingen over de nieuwe delegatieovereenkomsten (eind 2022).

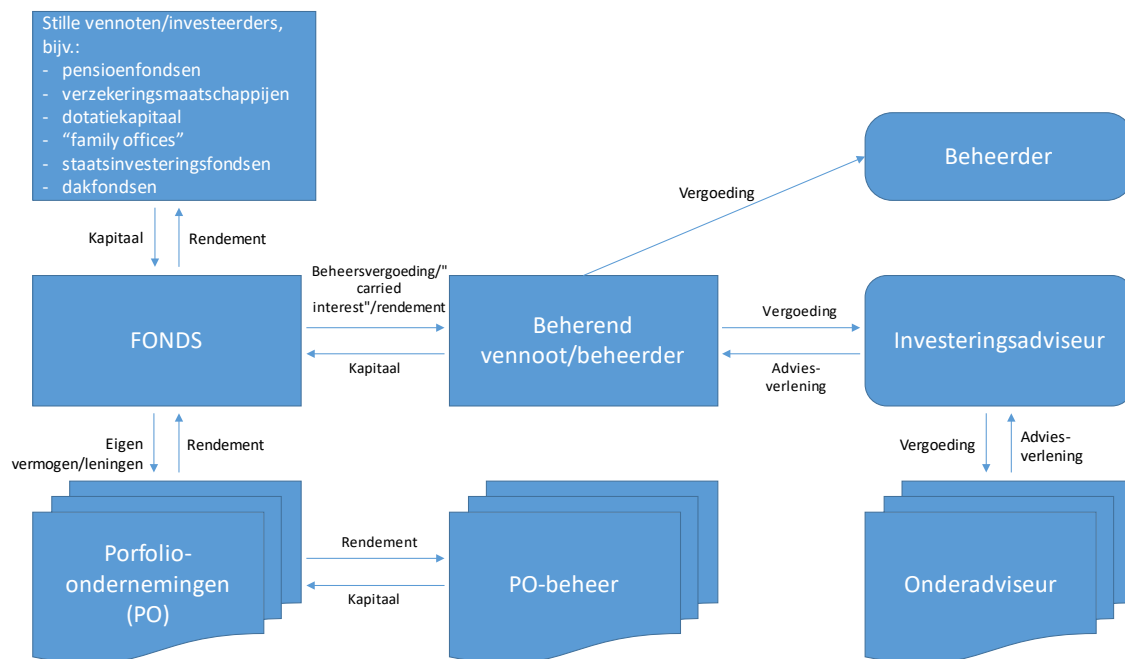
Dit verslag werd door kamer IV, onder leiding van de heer Alex Brenninkmeijer, lid van de Rekenkamer, te Luxemburg vastgesteld op haar vergadering van 17 september 2019.

Voor de Rekenkamer

Klaus-Heiner Lehne
President

Bijlagen

Bijlage I — Typische structuur van een durfkapitaalfonds

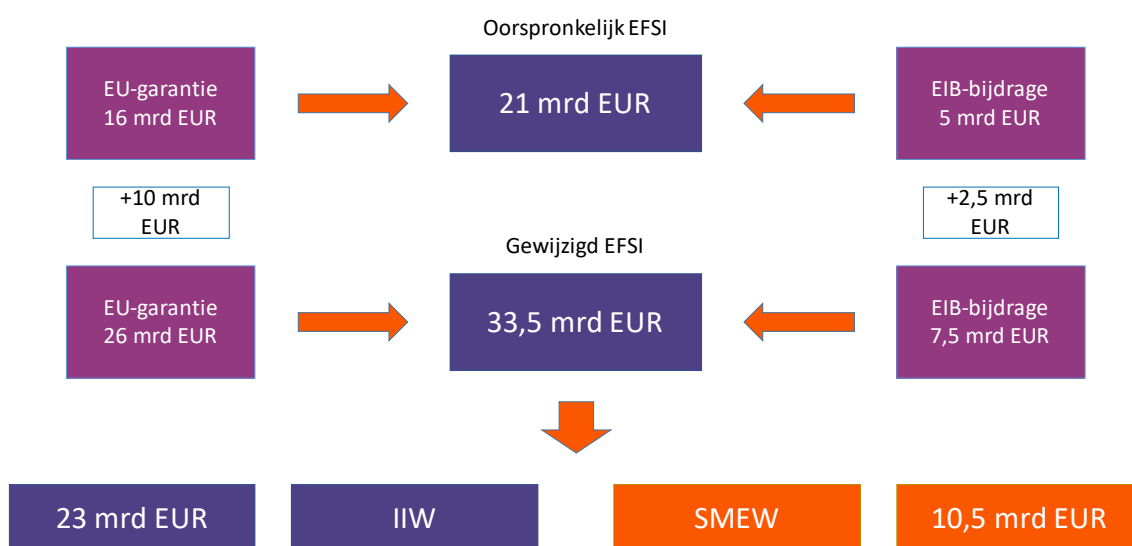


Bron: Bewerking van "Professional Standards Handbook", Invest Europe, 2018.

Bijlage II — Het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI

01 In juni 2015 keurde het Parlement de EFSI-verordening goed met een EU-garantie van 16 miljard EUR. Samen met de bijdrage van de EIB-groep van 5 miljard EUR is dit in totaal 21 miljard EUR. In december 2017 keurde het Parlement een uitbreiding van de EU-garantie met 10 miljard EUR goed (totaal: 26 miljard EUR). De EIB-groep verhoogde ook zijn bijdrage met 2,5 miljard EUR naar 7,5 miljard EUR. In totaal is er 33,5 miljard EUR gebudgetteerd. **Figuur 9** illustreert deze ontwikkeling.

Figuur 9 — Ontwikkeling van de EU-garantie van het EFSI



Bron: Verslag van de EIB/het EIF van 2017.

02 Het totaalbedrag van 33,5 miljard EUR wordt verdeeld over twee vensters: i) het venster “infrastructuur en innovatie”, ii) het kmo-venster. Na de uitbreiding van de EU-garantie van het EFSI werd het kmo-venster met 5,5 miljard EUR verhoogd naar 10,5 miljard EUR, waarvan 6,5 miljard EUR uit de EU-begroting zal komen.

03 Het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI maakt deel uit van het kmo-venster. Het omvat twee subvensters. In het kader van subvenster 1 verstrekt het EIF investeringen in eigen vermogen in: i) DK-fondsen met betrekking tot het uitbreidings- en groeistadium, ii) DK-fondsen met betrekking tot meerdere stadia, iii) sociale impact. De maximale EU-garantie dekt 1 miljard EUR en de EIB verstrekt de liquiditeit. Bovendien moet het EIF 50 miljoen EUR financieren op eigen risico.

04 Subvenster 2 is een seniortranche van de IFE. Samen met de seniortranche van de EIB werd deze als aanvulling toegevoegd aan het reeds bestaande IFE-instrument (Horizon 2020). **Figuur 10** biedt een overzicht van het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI vóór de uitbreiding van de EU-garantie van het EFSI.

Figuur 10 — Structuur van het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI vóór de uitbreiding van de EU-garantie van het EFSI



Bron: Document SB/16/16 van het EFSI-bestuur.

05 Een investering van 100 EUR in het kader van subvenster 1 zou worden gefinancierd met 95,2 EUR van de EIB, gegarandeerd door de EU, en 4,8 EUR van de eigen deelname van het EIF. Het risico zou *pari-passu* worden gedeeld overeenkomstig de verhouding 4,8/95,2.

06 In het kader van subvenster 2 wordt elke investering gefinancierd volgens het percentage van de tranches. Bij een investering van 100 EUR zou 45 EUR worden gefinancierd uit de juniortranche van de IFE, 26,5 EUR uit de seniortranche van de EIB (gegarandeerd door de EU-begroting via het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI) en 28,5 EUR uit de seniortranche van het EIF. De IFE zou een verlies dekken tot 45 EUR. Boven deze drempel zou het verlies *pari-passu* worden gedragen door de EU-begroting en de seniortranche van het EIF volgens een verhouding van 26,5/28,5.

07 Als gevolg van de uitbreiding van de EU-garantie van het EFSI heeft het bestuur van het EFSI besloten de EU-garantie voor het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI te verhogen met 1 050 miljoen EUR naar 2 320 miljoen EUR in oktober 2018. Van deze aanvulling was 950 miljoen EUR bestemd voor subvenster 1 en 100 miljoen EUR voor subvenster 2.

08 Vanwege de risicodelingsregeling, die is weergegeven in [figuur 10](#), zal het EIF nog eens 47 miljoen EUR (4,8 %) moeten co-investeren in subvenster 1. Als de EU-garantie voor subvenster 2 van het EFSI met nog eens 100 miljoen EUR wordt verhoogd, betekent dit ook dat de IFE-bijdrage van de EU wordt verhoogd met 170 miljoen EUR en de seniortranche van het EIF met 108 miljoen EUR.

09 Het totale investeringsvermogen van 2 068 miljoen EUR (zie [figuur 10](#)) zal dan toenemen met 1 375 miljoen EUR naar 3 443 miljoen EUR. Dit bedrag omvat 2 948 miljoen EUR van de centraal beheerde programma's en 495 miljoen EUR van de eigenrisicotranche van het EIF.

10 Voor de beoogde verhoging moest de delegatieovereenkomst van het EFSI verder worden gewijzigd en deze werd pas medio december 2018 ondertekend.

Bijlage III — Samenstelling van de beheersvergoedingen die de Commissie aan het EIF betaalt per instrument

		ESU 1998 ESU 2001	FSIM	EFG	IFE	EFSI
Administratieve vergoeding	Opstartvergoeding	√	√	√	√	√
	Tekenvergoeding	√	√	√		√
	Jaarlijkse monitoringsvergoeding		√	√		√
	Basisvergoeding		√		√	
	Vergoeding voor de afwikkeling van een operatie					√
Beleidsgerelateerde stimuleringspremies	Aantal fondsen	√	√	√	√	
	Aantal nieuwe landen waar eindontvangers financiering hebben gekregen			√	√	√
	Hefboomeffect bereikt			√	√	
	Aantal in aanmerking komende eindontvangers		√	√		
	Bedrag geïnvesteerd in in aanmerking komende eindontvangers		√	√	√	√
	Aantal operaties van “business angels” of technologieoverdrachten				√	√
	Verbintenissen met betrekking tot operaties van “business angels” of technologieoverdrachten				√	
Kasmiddelenbeheers-vergoedingen			√	√	√	

Bron: ERK op basis van delegatieovereenkomsten.

Acroniemen en afkortingen

Bbp: bruto binnenlands product

CIP: kaderprogramma voor concurrentievermogen en innovatie (Competitiveness and Innovation Framework Programme)

COSME: programma voor het concurrentievermogen van ondernemingen en kleine en middelgrote ondernemingen

DK: durfkapitaal

EFG: eigenvermogensfaciliteit voor groei (Equity Facility for Growth)

EFSI: Europees Fonds voor strategische investeringen

EIB: Europese Investeringsbank

EIF: Europees Investeringsfonds

Eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI:

eigenvermogensproduct in het kader van het venster “kleine en middelgrote ondernemingen” (Small and medium sized enterprises Window — SMEW) van het Europees Fonds voor strategische investeringen (zie [bijlage II](#)).

ESU 1998: Europese Technologiefaciliteit-startersregeling van de meerjarige planningsperiode die in 1998 begon

ESU 2001: Europese Technologiefaciliteit-startersregeling van de meerjarige planningsperiode die in 2001 begon

FSIM: Faciliteit voor snelgroeiende, innovatieve bedrijven uit het MKB

G&E: groei- en werkgelegenheidsinitiatief (Growth and Employment Initiative)

IFE: eigenvermogensfaciliteit van InnovFin voor beginstadia (InnovFin Equity Facility for Early Stage)

InvestEU: ontwerpprogramma voor de meerjarige planningsperiode 2021-2027

IPO: eerste openbare aanbieding (Initial Public Offering)

Kmo's: kleine en middelgrote ondernemingen

MAP: meerjarenprogramma voor ondernemingen en ondernemerschap

Woordenlijst

Begrotingsgarantie: een juridische verbintenis om investeringen van financiële partners te dekken door onder bepaalde omstandigheden middelen uit de EU-begroting te verstrekken om aan een betalingsverplichting in het kader van een door de EU ondersteund programma te voldoen.

Centraal beheerde interventie: een investering die wordt gefinancierd uit of gedekt door de EU-begroting en wordt beheerd door de Commissie.

Dakfonds: een gemeenschappelijk investeringsfonds waarmee in andere fondsen in plaats van rechtstreeks wordt geïnvesteerd.

Durfskapitaal: geld dat in ruil voor een deelneming wordt geïnvesteerd in startende bedrijven of innovatieve opkomende bedrijven waaraan een aanzienlijk risico is verbonden en die deskundig advies nodig hebben om hun activiteiten te ontwikkelen.

Durfskapitaalfonds: een investeringsfonds waarmee geld van professionele investeerders wordt beheerd die in kleine en middelgrote ondernemingen met een sterk groeipotentieel willen investeren.

Eerste openbare aanbidding: het proces waarbij aandelen van een onderneming voor het eerst worden verkocht aan of verdeeld onder het publiek.

Effectbeoordeling: de verzameling en analyse van informatie om na te gaan wat de waarschijnlijke voor- en nadelen van geplande maatregelen zijn om de besluitvorming te ondersteunen.

Ex-ante-evaluatie: een beoordeling die wordt verricht vóór een interventie wordt uitgevoerd, waarbij bijvoorbeeld de behoeften, de omvang ten aanzien van de financieringskloof, de Europese meerwaarde en potentiële synergieën met andere financieringsinstrumenten in overweging worden genomen.

Financieringsinstrument: financiële steun uit de EU-begroting in de vorm van investeringen in eigen vermogen of quasi-eigen vermogen, leningen, garanties of andere risicodelende instrumenten.

Hoeksteeninvesteerder: een investeerder waarin vertrouwen wordt gesteld die een aanzienlijk deel van een durfskapitaalfonds koopt. Dergelijke investeerders spelen een belangrijke rol door te garanderen dat een bepaalde hoeveelheid zal worden verkocht en door de vraag te stimuleren dankzij de geloofwaardigheid die de investering krijgt door hen.

Pari passu: het beginsel dat alle investeerders onder dezelfde voorwaarden investeren en dezelfde rechten hebben.

Private equity: een investering in een niet-beursgenoteerd particulier bedrijf in ruil voor een belang op middellange of lange termijn, dat later wordt verkocht. De kapitaalinjectie fungeert als opstart- of ontwikkelingsfinanciering.

Staatssteun: directe of indirecte overheidssteun voor een bedrijf of organisatie waardoor dit/deze een voordeel heeft ten opzichte van concurrenten. De EU heeft regels opgesteld inzake staatssteun om verstoringen van de eengemaakte markt te voorkomen. De Commissie houdt toezicht op de naleving van deze regels.

ANTWOORDEN VAN DE COMMISSIE OP HET SPECIAAL VERSLAG VAN DE EUROPESE REKENKAMER

“CENTRAAL BEHEERDE EU-INTERVENTIES VOOR DURFKAPITAAL: MOETEN BETER WORDEN GERICHT”

SAMENVATTING

I. De primaire doelstelling van de zes gecontroleerde instrumenten is de toegang tot aandelenfinanciering voor kleine ondernemingen te verbeteren, tussen de jaren 1998 en 2036. Deze instrumenten zijn in verschillende opeenvolgende generaties van start gegaan, zodat de investeringsstrategie ervan mettertijd natuurlijk is ontwikkeld in reactie op de veranderende marktsituatie en beleidsprioriteiten.

Het verslag is niet in de eerste plaats gericht op de gevolgen voor de gefinancierde ondernemingen, terwijl in het verslag wel een aantal opmerkingen worden gemaakt over de vraag of deze instrumenten bijdragen tot de ontwikkeling van de durfkapitaalmarkt in de EU, en met name de onderontwikkelde markten, hetgeen slechts een nevendoeel van sommige van de gecontroleerde instrumenten is.

Andere maatregelen van de Commissie – op het gebied van regelgeving en cohesie – kunnen ook gevolgen hebben voor de ontwikkeling van de markt in de afzonderlijke lidstaten, met inbegrip van die met onderontwikkelde markten. Deze vielen buiten de reikwijdte van de controle.

IV. De Commissie heeft zich gebaseerd op ex-antebeoordelingen en beschikbare marktstudies. De instrumenten waren gebaseerd op structurele ingebouwde mechanismen om te reageren op mogelijke veranderingen in de absorptiecapaciteit.

De Commissie stelt jaarlijks openbaar beschikbare verslagen aan de begrotingsautoriteit voor, zoals het verslag uit hoofde van artikel 41, lid 4, van het Financieel Reglement. Daarnaast heeft de Commissie verslag uitgebracht over onder meer de gevolgen voor de gemobiliseerde investeringen en de werkgelegenheid.

V. Geen van de betrokken programma's heeft als door de wetgever aangevoerd doel “investerings in fondsen in onderontwikkelde durfkapitaalmarkten of activiteitensectoren”. De Commissie beoordeelt de programma's en hun beleggingsstrategieën aan de hand van hun aangegeven doelstellingen en niet aan de hand van andere criteria.

De Commissie heeft via de durfkapitaalmarkt een brede aanpak ontwikkeld om de toegang tot financiering voor kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) te ondersteunen. Zij maakt gebruik van een reeks maatregelen die direct of indirect kunnen bijdragen tot de ondersteuning van durfkapitaalfinanciering: regelgevend optreden, interventies via gedeeld beheer en centraal beheerde programma's. De gecontroleerde instrumenten vormen slechts een deel van deze maatregelen.

Een aantal lidstaten met onderontwikkelde durfkapitaalmarkten profiteerde aanzienlijk van deze instrumenten.

VI. De Commissie heeft onderzocht of het mogelijk is een deel van het EU-rendement op investeringen aan particuliere investeerders te geven. Deze mogelijkheid werd geanalyseerd in de ontwerpfasen van verschillende instrumenten.

In feite zijn *non-pari-passu*-investeringen reeds expliciet toegestaan voor sociale investeringen in het kader van het eigenvermogensproduct van het EFSI. Daarnaast doet de

Commissie verder onderzoek naar de mogelijkheid van non-pari-passu-investeringen in het kader van het kmo-onderdeel van het Europees Fonds voor strategische investeringen (EFSI).

VII. De Commissie merkt op dat een investering in een fonds door het Europees Investeringsfonds (EIF) vaak als een goedkeuringsstempel wordt beschouwd. Vele categorieën beleggers vertrouwen op de betrokkenheid van het EIF om zelf in hetzelfde fonds te investeren. De inzet van het EIF heeft dus een katalyserend effect en werkt marktvormend. Een dergelijke reputatie kan alleen worden gehandhaafd door middel van een kwalitatief hoogwaardige beoordeling en een zorgvuldigheidsprocedure, dat onvermijdelijk tijd vergt.

Het investeringstoewijzingsbeleid van het EIF werd in 2018 herzien. Het is aan de Commissie gepresenteerd en het EIF heeft zich ertoe verbonden eventuele actualiseringen van het systeem met de Commissie te bespreken. Het systeem is gebaseerd op objectieve en vooraf vastgestelde criteria, waarbij de analyse van kwantitatieve en kwalitatieve factoren wordt gecombineerd. Het proces wordt gecoördineerd door een onafhankelijke dienst en alle toewijzingsbeslissingen worden op passende wijze in de systemen van het EIF geregistreerd.

Momenteel heeft de hele markt te lijden onder een “tail-end”-probleem”, d.w.z. problemen bij het sluiten van oude fondsen.

Er is een alomvattende strategie overeengekomen om de mandaten te sluiten, in overeenstemming met de rechtsgrondslag.

VIII. Zoals ook is benadrukt in het kader van een opmerking in een soortgelijke audit in de antwoorden op het Speciaal verslag van de Europese Rekenkamer nr. 20/2017 over door de EU gefinancierde leninggarantie-instrumenten, en met name paragraaf 40 daarvan, is de Commissie van mening dat het nuttig is om vóór de aanvang van onderhandelingen over vergoedingen over kostengegevens van de uitvoerende partner te beschikken. Daarom krijgt de Commissie wanneer dat maar mogelijk is kostenramingen van het EIF en onderzoekt zij ook regelmatig de jaarrekeningen van het EIF om een beter inzicht te krijgen in de inkomsten van het EIF uit vergoedingen en de bijdrage daarvan aan de algemene winstgevendheid van het EIF. Meer algemeen blijft zij zich ook inspannen om verdere relevante nadere gegevens te ontvangen over de kosten van het beheer van garantie-instrumenten. Deze gegevens mogen echter niet afkomstig zijn van direct vergelijkbare instrumenten. Niettemin zou de Commissie zelfs zonder dergelijke gegevens in staat moeten zijn de onderhandelingen af te ronden op basis van de beschikbare informatie.

De opstartvergoedingen zijn bedoeld om de uitvoerende partner te compenseren voor de gedetailleerde onderhandelingen die tot de instelling van de instrumenten hebben geleid, voor de noodzaak om nieuwe gestandaardiseerde juridische overeenkomsten voor nieuwe of herziene instrumenten te ontwikkelen, om oproepen tot het indienen van blijken van belangstelling te starten en om de rapportage- en auditsystemen aan te passen. De Commissie wil eraan herinneren dat het rechtskader voor de tenuitvoerlegging van financiële instrumenten in de loop der tijd aanzienlijk is ontwikkeld (zo zijn de bepalingen van het Financieel Reglement betreffende financiële instrumenten zeer verfijnd en gedetailleerd geworden, wat op zijn beurt meer inspanningen en knowhow aan de zijde van de uitvoerende partner vereist).

Daarom is de betaling van opstartkosten gerechtvaardigd en is de omvang ervan passend.

Bovendien stemmen de stimuleringsvergoedingen van de instrumenten overeen met hun beoogde doelstellingen.

IX. Om de in de antwoorden op de aanbevelingen uiteengezette redenen is de Commissie niet in staat om al deze aanbevelingen volledig te aanvaarden.

INLEIDING

10. De EU-wetgeving bevat reeds geharmoniseerde regels betreffende particuliere fondsen met een Europees label in durfkapitaalprojecten, namelijk Europese durfkapitaalfondsen (Verordening (EG) nr. 345/2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen), Europese infrastructuurfondsen (Verordening (EG) nr. 2015/760 betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen) en Europese fondsen die investeren in de sociale economie (Verordening (EG) nr. 346/2013 inzake Europese sociaalondernemersfondsen). De verordeningen maken de gemakkelijke identificatie van de Europese durfkapitaalfondsen met welomschreven gemeenschappelijke kenmerken mogelijk en maken het voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen, investeerders en investeringsmaatschappijen gemakkelijker om hen te identificeren als mogelijke beleggingsvehikels, beleggingsdoelen of institutionele beleggers. Ook de activiteiten van het Europese Autoriteit voor effecten en markten bevorderen convergentie.

12. De ontwikkeling van de fondsenwerving in de hele periode sinds 2007 laat een vollediger beeld zien. Volgens de gegevens van *InvestEurope*¹ is het aandeel van de overheid in de financiering van durfkapitaal sinds 2007 gestegen en bereikte het in 2011 een hoogtepunt met 34,7 %, waarna het aandeel zeer veranderlijk werd en op en neer bleef gaan tot het in 2018 18 % bereikte.

Bovendien moet worden opgemerkt dat deze gegevens ook andere publieke entiteiten naast de EU omvatten. Het aandeel van de beoordeelde EU-mandaten in de totale fondsenwerving bedroeg ongeveer 1,9 % in 2018.

Tekstvak 2. Uit de huidige waarderingen blijkt dat de beleggingsportefeuilles waarschijnlijk over het geheel genomen winstgevend zullen zijn; het is dus een efficiënte manier om de beleidsdoelstellingen te verwezenlijken. De durfkapitaalinstrumenten ondersteunden fondsen die honderden innovatieve ondernemingen toegang tot financiering hebben geboden in belangrijke fasen van hun ontwikkeling, waaronder belangrijke baanbrekende innovatoren zoals Skype, Spotify of start-ups die producten ontwikkelen op basis van grafen waarvoor de Nobelprijs voor natuurkunde in 2010 werd toegekend.

17. De verhoging van het beschikbare budget voor deze instrumenten was het gevolg van het feit dat deze instrumenten een vast steunmechanisme zijn geworden, na de proefprojecten van eind jaren 1990 en begin jaren 2000. Bovendien kwamen er door EFSI veel meer mogelijkheden tot steunverlening als mechanisme om in de nasleep van de economische crisis investeringen te stimuleren.

18. Steun wordt niet alleen toegekend op basis van de subsidiabiliteitscriteria, maar ook op basis van de beoordeling van de beleidsconsistentie en de toegevoegde waarde van ondersteuning van een bepaalde investering – d.w.z. dat de investering niet wordt gedaan als de toegevoegde waarde niet wordt meegedeeld.

20. De Commissie merkt op dat maar liefst 343 miljoen euro beschikbaar is voor investeringen in dakfondsen, maar deze middelen kunnen ook automatisch worden gebruikt

¹ *InvestEurope*, 2018 European Private Equity Activity. <https://www.investeurope.eu/media/811517/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf>.

voor andere soorten investeringen in het kader van de faciliteiten, indien de investeringen in dakfondsen niet tot stand komen.

23. Het is belangrijk om te wijzen op de relatieve rol van het EIF op de Europese durfkapitaalmarkt.

De 1,4 miljard EUR die het EIF in 2018 heeft toegezegd, moet worden vergeleken met de 11,4 miljard EUR die in 2018 in de EU in totaal aan fondsen werd geworven ten behoeve van durfkapitaal. Het EIF vertegenwoordigde daarom in 2018 in dit marktsegment 12 % van de fondsenwerving in de EU. Bovendien gebruikt het EIF vele mandaten voor deze activiteit, met inbegrip van commerciële en de eigen middelen van het EIF. De investeringen die van het EIF naar de markt gaan met steun uit de EU-begroting vertegenwoordigen slechts ongeveer 1,9 % van de totale fondsenwerving in de EU. De rol van door de EU ondersteunde mandaten is daarom zich voornamelijk te richten op de marktkloven waar overheidssteun het hardst nodig is.

OPMERKINGEN

30. Gezamenlijk antwoord op de paragrafen 30 tot en met 36.

De Commissie kwantificeert vooraf de behoeften van de markt– en, wat belangrijker is, de financieringstekorten– en de opnamecapaciteit door middel van de beste marktinformatie die mogelijk wordt gemaakt door standaardtechnieken en het beschikbare advies. Er bestaan echter sterke databeperkingen vanwege de aard van de durfkapitaalfinanciering, aangezien de onderneming waarin is belegd geen particuliere informatie vrijgeeft over zijn zakelijke vooruitzichten en financiële solvabiliteit.

Bij gebrek aan betrouwbare en voldoende gegevens is de Commissie van mening dat onderzoek en kwalitatieve analyses een deugdelijke methode zijn om de marktkloof te beoordelen.

Op basis van een vergelijkbare aanpak schrijft het Europees Parlement: “Kortom, Europa lijdt aan een lage leveringshoeveelheid, d.w.z. weinig fondsenwerving door institutionele beleggers. Bovendien heeft Europa te lijden onder een lage kwaliteit van het aanbod, hetgeen tot uiting komt in het lage aantal gekwalificeerde, ervaren en voldoende grote durfkapitaalfondsen. Deze problemen zijn uiteraard nauw met elkaar verweven: een hogere kwaliteit van de durfkapitaalfondsen zou institutionele beleggers aantrekken en resulteren in een grotere durfkapitaalhoeveelheid.” [Bron: “Potential of Venture Capital in the European Union”, Europees Parlement, Directoraat-generaal Intern Beleid, 2012]

Vrijwel alle documenten van de Commissie over dit onderwerp erkennen het bestaan van een financieringstekort voor kmo's (ook voor durfkapitaal), wat betekent dat er in de EU onvoldoende durfkapitaal is.

33. De Commissie heeft zich gebaseerd op marktstudies. Verschillende bronnen hebben de investeringskloof gedocumenteerd, zowel binnen de Commissie (bv. Buti 2014a² en 2014b³)

² Marco Buti en Philipp Mohl: “Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?” Vox, juni 2014.
<https://voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>

³ Marco Buti: “Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response” Vox, december 2014.
<https://voxeu.org/article/lacklustre-investment-eurozone-policy-response>

als daarbuiten (bv. Barkbu et al. 2015⁴ en EIB 2013⁵). De kloof is geoperationaliseerd in interne documenten. Wat de financieringstekorten van durfkapitaal voor kmo's betreft, waren er studies beschikbaar op basis van de gegevens van de European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) en *InvestEurope* (bv. ESRI 2014⁶ of Lopez de Silanes et al. 2015⁷), waarin zowel de lacunes als de ontwikkelingsachterstand van de durfkapitaalmarkt worden aangetoond.

36. Het risico dat fondsen niet kunnen worden geabsorbeerd wordt structureel aangepakt: alle instrumenten hebben toewijzingen die niet vastliggen, maar hebben maximumbedragen, en beschikken over ingebouwde flexibiliteit waarbij middelen naar andere acties kunnen worden overgedragen. Daarnaast waren vijf van de zes onderzochte instrumenten rechtstreeks gebaseerd op jaarlijkse begrotingsbijdragen en kan de omvang ervan worden aangepast. Daarom zouden in gevallen waarin de marktkloof volledig is aangepakt geen verdere middelen aan de faciliteiten worden verstrekt. Zo heeft de Commissie dit risico tot dusver met succes beperkt gehouden.

Tekstvak 3. De studie van 2011 was gebaseerd op de marktrealiteit van dat moment. Aangezien de omvang van de markt voor durfkapitaal sindsdien meer dan verdubbeld is, is de Commissie van mening dat de conclusies van die studie niet volledig kunnen worden toegepast op de huidige realiteit. De studie was niet in staat te anticiperen op marktontwikkelingen en zoals blijkt uit de huidige resultaten, hebben de mandaten van de Commissie geen enkel probleem met de uitvoering van de aan de durfkapitaalinterventies toegewezen budgetten. In 2018 bedroeg het aandeel van de gecontroleerde durfkapitaalinvesteringen in de totale fondsenwerving in de EU 1,9 %.

38. De Commissie wijst erop dat i) in de verslagen van het EIF voldoende aandacht is besteed aan de economische impact en de gevolgen voor de werkgelegenheid (voor instrumenten sinds 2007) en ii) de analyse van de studies natuurlijk niet in de eerste plaats gericht was op de gevolgen voor de durfkapitaalindustrie omdat marktontwikkeling of impact op de industrie vaak geen doelstelling – of in sommige gevallen slechts een neven doelstelling – van de gecontroleerde faciliteiten was.

39. De timing van de ex-postverslagen en ex-postevaluaties is duidelijk vastgelegd in de onderliggende wetgeving van de Raad en het Europees Parlement.

Zelfs indien de Commissie de timing ervan zou kunnen beïnvloeden, is er een duidelijke wisselwerking tussen het nut van uitgebreide gegevens en de beschikbaarheid ervan. Om rekening te kunnen houden met de aanbevelingen van een evaluatie, moeten de resultaten

⁴ Bergljot B. Barkbu, Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs en Hanni Schoelermann: "Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?" *IMF Working Paper* No. 15/32, 19 februari 2015. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Investment-in-the-Euro-Area-Why-Has-It-Been-Weak-42717>

⁵ EIB: *Investment and Investment Finance in Europe 2013*, 14 november 2013. <https://www.eib.org/en/infocentre/publications/all/investment-and-investment-finance-in-europe.htm>

⁶ ESRI: *Access to External Financing and Firm Growth*. Background Study for the European Competitiveness Report 2014, mei 2014. https://www.google.be/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=2ahUKEwjY_475pujeAhVQKuwKHTn6AI4QFjABegQIAxAC&url=https%3A%2F%2Fec.europa.eu%2Fdocsroom%2Fdocuments%2F8786%2Fattachments%2F1%2Ftranslations%2Fen%2Frenditions%2Fpdf&usq=AOvVaw2SPzw1L4aRoQVrA_MZ19Y8

⁷ Florencio Lopez de Silanes Molina, Joseph McCahery, Dirk Schoenmaker en Dragana Stanistic: *The European Capital Markets Study. Estimating the Financing Gaps of SMEs*. Door het Nederlandse ministerie van Financiën en de EBWO gesponsord verslag, juli 2015. https://web.archive.org/web/20161213054417/http://www.dsfl.nl/wp-content/uploads/2015/09/European-Capital-Markets-Study_2015_FINAL-15-7.pdf

bekend zijn vóór het ontwerp van het nieuwe programma. Een latere evaluatie kan weliswaar op meer gegevens worden gebaseerd, maar met een latere evaluatie kan in het volgende programma dan weer geen rekening worden gehouden.

40. Tweede streepje: De financiële instrumenten van de Faciliteit voor snelgroeiende, innovatieve bedrijven uit het MKB vormden slechts één onderdeel van het kaderprogramma voor concurrentievermogen en innovatie. Het tijdschema voor de uitvoering van de evaluaties was in de rechtsgrondslag voorgeschreven en kon dus niet worden gewijzigd.

41. Kwalitatieve methoden, vraaggesprekken en enquêtes zijn een relevante bron van informatie, met name in situaties waarin er geen uitgebreide en gedetailleerde statistische gegevens beschikbaar zijn. Bovendien heeft het EIF sinds 2015 economische effectbeoordelingen verricht; deze analyses hebben ook betrekking op durfkapitaal (met inbegrip van EU-mandaten) en worden door de Commissie geanalyseerd.

42. Een analyse van het nulscenario kan pas enkele jaren na de financiële afsluiting van het programma worden uitgevoerd, wat soms meer dan twee decennia na de start van het programma kan zijn. De gegevens over de gecreëerde en behouden banen werden regelmatig overgebracht als onderdeel van standaardrapportage en kunnen gemakkelijk worden vergeleken met de ontwikkelingen op het gebied van de werkgelegenheid in de economie als geheel.

43. Het feit dat de Rekenkamer de VICO-projecten vermeldt als voorbeeld van programmaevaluatie bevestigt het standpunt van de Commissie dat er een strikte wisselwerking is tussen tijdigheid en volledigheid van ex-postevaluaties. De VICO-projecten zijn immers uitgevoerd door een consortium van negen universiteiten en onderzoekscentra over een periode van drie jaar, hetgeen niet bepaald een blauwdruk is voor tijdige en specifieke evaluaties van afzonderlijke programma's. Belangrijker nog: de VICO-projecten zijn geen evaluaties van specifieke programma's die in de loop van de tijd worden uitgevoerd. In de VICO-projecten wordt een vergelijking gemaakt tussen enerzijds een dwarsdoorsnede van door durfkapitaal ondersteunde ondernemingen en anderzijds door niet-risicodragend kapitaal gefinancierde ondernemingen. Onder die laatste vallen onder meer ondernemingen die worden gedekt door overheidsdurfkapitaal — ongeacht of het om financiering gaat op nationaal, Europees centraal, Europees structureel of ander niveau, of het al dan niet om recente financiering gaat, of ze nu worden gefinancierd uit het groei- en werkgelegenheidsinitiatief, het meerjarenprogramma voor ondernemingen en ondernemerschap, de Faciliteit voor snelgroeiende, innovatieve bedrijven uit het MKB of niet. Kortom: door dit verschillende perspectief is er een methode gebruikt die niet kan worden gebruikt voor programma-evaluaties.

45. Hoewel er geen doelstelling is vastgesteld met betrekking tot het aantal werknemers van de begunstigde ondernemingen, wordt gevolgd en gerapporteerd hoeveel jobs worden gecreëerd en behouden dankzij de interventie.

47. Antwoord van de Commissie op paragraaf 47 en de rubriek hierboven

De Commissie heeft een brede aanpak ontwikkeld om de toegang tot financiering via de durfkapitaalmarkt voor kleine en middelgrote ondernemingen te ondersteunen. Zij maakt gebruik van een reeks maatregelen die direct of indirect kunnen bijdragen tot de ondersteuning van durfkapitaalfinanciering: regelgevend optreden, interventies via gedeeld beheer en centraal beheerde programma's. De gecontroleerde instrumenten vormen slechts een deel van deze maatregelen. Het hoofddoel van de EU-interventies was om zowel

werkgelegenheid en groei als innovatie te ondersteunen, en niet om durfkapitaalmarkten tot stand te brengen.

48. De Commissie is van mening dat het land van domiciliëring van het fonds weinig relevant is. Niet alle EU-lidstaten bieden een passend regelgevingsklimaat voor durfkapitaalfondsen. Dit is met name van belang voor meerlandenfondsen die doorgaans in slechts een beperkt aantal EU-lidstaten worden opgericht, namelijk de lidstaten met ontwikkelde en beproefde rechtskaders. Uiteindelijk geeft het land waar het fonds gedomicilieerd is vaak geen duidelijke indicatie van de werkelijke geografische dekking van de investeringen van dat fonds.

50. Alle gecontroleerde instrumenten vereisen een geografische diversificatie en moedigen het EIF aan om in zo veel mogelijk EU-lidstaten actief te zijn. Dit biedt het EIF een duidelijke stimulans om ook tussen te komen in lidstaten met onderontwikkelde markten.

Binnen de beleidsgrenzen die voor een bepaald financieel instrument zijn vastgesteld, is het gebruik van het instrument “marktgestuurd”. Zoals de Rekenkamer in haar analyse opmerkt, speelt absorptiecapaciteit een belangrijke rol bij de tenuitvoerlegging van de instrumenten. Als er in onderontwikkelde markten geen kwaliteitsvolle aanvragen worden ingediend (d.w.z. aanvragen die aan de minimumnormen voldoen), is het niet mogelijk te investeren. Gelijke toegang tot de instrumenten is gewaarborgd, aangezien aanvragen worden ontvangen op basis van open oproepen tot het indienen van blijken van belangstelling.

51. Zie het antwoord van de Commissie op paragraaf 48.

52. De Commissie heeft een aantal maatregelen voorgesteld om beleggingsfondsen, met inbegrip van de Europese durfkapitaalfondsen, efficiënter over de grenzen heen te verdelen (eenvoudiger, sneller en goedkoper).

Deze initiatieven hebben, overeenkomstig het actieplan voor de kapitaalmarktenunie, tot doel de penetratie van particuliere investeringsfondsen voor risicokapitaal in de Unie te bevorderen, het kapitaal voor innovatieve, kleine en middelgrote ondernemingen verder te mobiliseren en te kanaliseren, uiteenlopende nationale vereisten te harmoniëren en transparanter en minder belastend te maken.

De gerichte wijzigingen van Verordening (EU) nr. 345/2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen zijn in 2017 ingevoerd en sinds 1 maart 2018 van toepassing (Verordening (EU) 2017/1991 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 345/2013). De Commissie heeft in februari 2019 de toepasselijke regels voor de Europese durfkapitaalfondsen nader gespecificeerd (Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/820) en deze specificaties zullen met ingang van 11 december 2019 van toepassing zijn. De medewetgevers hebben in april 2019 aanvullende initiatieven aangenomen om de grensoverschrijdende verdeling van Europese durfkapitaalfondsen te vergemakkelijken en deze zullen in juli/augustus 2019 in werking treden.

De bovengenoemde wetgevingsinitiatieven waren in behandeling op het moment van de voorbereidende werkzaamheden van de EIF-enquête (de enquête werd gepubliceerd in april 2018). Bovendien zijn deze initiatieven erop gericht de grensoverschrijdende verdeling van Europese durfkapitaalinvesteringen te vergemakkelijken en de toepasselijke regels verder te stroomlijnen om ook de door de EIF-enquête aan de orde gestelde problemen aan te pakken.

De belastingstelsels vallen momenteel echter grotendeels onder de bevoegdheid van de lidstaten en voor elk initiatief op EU-niveau dat erop gericht is deze in onderlinge overeenstemming te brengen, zou een unaniem besluit van de Raad nodig zijn.

54. De grootste concentratie van investeringen zien we in de grootste economieën van de EU. Frankrijk, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk hadden de grootste economieën op basis van hun aandeel in het bbp van de EU in 2017 en waren samen goed voor 51,4 % van het bbp van de EU. Deze situatie is dus volkomen natuurlijk en wijst niet op een buitensporige concentratie in deze lidstaten. Het is eenvoudigweg een weerspiegeling van de economische realiteit.

56. De Commissie wijst erop dat de ontwikkeling van onderontwikkelde markten niet de voornaamste doelstelling is van de gecontroleerde faciliteiten, met uitzondering van de Faciliteit voor snelgroeiende, innovatieve bedrijven uit het MKB. Voor deze faciliteit volgt dit na de doelstelling om bij te dragen tot de oprichting en financiering van het midden- en kleinbedrijf, terwijl enkele andere faciliteiten dit als een nevendoelelstelling noemen. Een investering moet ontvankelijk zijn op grond van de beleidseisen van een bepaald mandaat en elementen van toegevoegde waarde moeten worden gewaarborgd om de investering te rechtvaardigen.

De Commissie maakt ook gebruik van andere interventies die kunnen helpen “om een Europese durfkapitaalmarkt te bevorderen”, die niet het voorwerp van deze audit uitmaken.

De door de EU gesteunde durfkapitaalfondsen hebben in veel lidstaten geïnvesteerd, onder meer dankzij instrumenten voor gedeeld beheer. De lidstaten kunnen besluiten hun uit het Europees Fonds voor regionale ontwikkeling (EFRO) toegewezen middelen te investeren via leningen, bankgaranties en eigen kapitaal/risicokapitaal. De Commissie moedigt actief het gebruik van dergelijke instrumenten aan. In de periode 2014-2020 hebben sommige lidstaten, met name Polen, Hongarije en Bulgarije, aanzienlijke bedragen van hun EFRO-toewijzingen besteed aan eigen kapitaal/risicokapitaal (respectievelijk ongeveer 1,2 miljard EUR, 480 miljoen EUR en 340 miljoen EUR).

Andere voorbeelden van dergelijke investeringsinitiatieven die worden beheerd door het EIF, zijn het *Central Europe Fund of Funds* (dakfonds gecreëerd in samenwerking met de nationale overheden van Oostenrijk, Tsjechië, Slowakije, Hongarije en Slovenië) en het *Baltic Innovation Fund*.

62. Zie het antwoord van de Commissie op paragrafen 30-36.

63. Interventies op EU-niveau zijn altijd gericht op alle lidstaten en de middelen moeten onder gelijke voorwaarden toegankelijk zijn voor aanvragers uit alle lidstaten.

64. De Commissie is van mening dat het subsidiariteitsbeginsel in acht wordt genomen of toegevoegde waarde kan worden gerealiseerd wanneer optreden op EU-niveau efficiënter of doeltreffender kan zijn dan optreden op het niveau van de lidstaten.

65. De Commissie vindt het niet alleen nodig om de samenhang met de staatssteunregels te waarborgen, maar streeft er ook naar particuliere investeerders aan te trekken tot de durfkapitaalindustrie.

Zowel Cosme (het programma voor het concurrentievermogen van ondernemingen en kleine en middelgrote ondernemingen), InnovFin (EU-financiering voor innovatieve ondernemingen) als het EFSI hebben op portfolioniveau ambitieuze algemene streefcijfers vastgesteld, zoals blijkt uit het beoogde hefboomeffect, de overeengekomen multiplicatoren of het feit dat het totale volume van gemobiliseerde investeringen wordt gevolgd. Bij de verslaglegging over deze doelstellingen worden investeringen door het EIF/de EIB of stimuleringsbanken niet als particulier beschouwd.

Voor individuele investeringen moet de Commissie echter ook investeringen met hoge beleidswaarde mogelijk maken die om een aanzienlijke openbare interventie vragen en die geen grote hoeveelheid particuliere middelen kunnen aantrekken. Sociaalondernemerschapsfondsen of andere impactfondsen, fondsen voor technologieoverdracht, of fondsen die zich richten op de aanloop- en startfase van de levenscyclus van de onderneming, vragen bijvoorbeeld om een grotere openbare interventie dan grote private equityfondsen in expansie. Daarom zijn er voor individuele investeringen geen andere vereisten voor deelname van de particuliere sector vastgesteld.

66. De Commissie heeft geen rendementsdoelstellingen vastgesteld, omdat de instrumenten op beleidsdoelstellingen en niet op winstmaximalisatie zijn gericht en een aanvulling vormen op andere instrumenten die een financieel rendement nastreven. Maar hoewel de nadruk op het boeken van beleidsresultaten ligt, zullen de gecontroleerde instrumenten volgens de EIF-verslagen ook financiële winst opleveren, en investeren de instrumenten ook in fondsen die particuliere investeerders aantrekken. Hoewel het *pari-passu* beginsel volgens de beoordeling van de Commissie voor het grootste deel van de investeringsactiviteit toereikend is geweest, biedt de Commissie in het specifieke geval van sociale investeringen ook al ruimte voor investeringen die niet aan het *pari-passu* beginsel voldoen.

De Commissie is het er niet mee eens dat particuliere investeerders alleen zouden kunnen worden aangetrokken indien investeringen een hoog rendement opleveren. Hoewel particuliere investeerders positieve rendementen nastreven, kunnen voor hen ook andere factoren een rol spelen, zoals geografische diversificatie binnen de activaklasse, op technologisch vlak de vinger aan de pols houden, durffilantropie, sociale investeringen, enz.

67. Het is nog te vroeg om zinvolle gegevens over recentere EU-interventies te verstrekken. Niettemin blijkt uit gegevens van het EIF van eind december 2018 dat de financiële instrumenten voor eigenvermogenfinanciering van de EU en het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI een winst van 3,6 % per jaar zullen genereren.

Dit betekent dat de investeringen in het algemeen zelfs een winst voor de EU-begroting kunnen opleveren, terwijl tegelijkertijd de beleidsdoelstellingen worden verwezenlijkt, banen in innovatieve ondernemingen worden ondersteund en particuliere investeringen worden aangetrokken.

68. De Commissie heeft beoordeeld of van het *pari-passu* beginsel kan worden afgeweken. In feite staat de Commissie in het kader van het SMEW van het EFSI al investeringen voor sociale investeringen toe waarbij wordt afgeweken van het *pari-passu* beginsel. Deze mogelijkheid werd op basis van een besluit van de Commissie opgenomen in de EFSI-overeenkomst. Daarnaast doet de Commissie verder onderzoek naar de mogelijkheid van non-*pari-passu*-investeringen in het kader van het SMEW van het EFSI.

69. Zie het antwoord op paragraaf 68.

73. De meningen lopen uiteen over de vraag hoe de zelfredzaamheid van de markt kan worden bevorderd door de publieke investeerders eerder uit de fondsen terug te trekken.

Beperkte partnerschapsovereenkomsten die voor concrete acties worden gesloten, laten een vroege exit door individuele investeerders doorgaans toe, bijvoorbeeld door middel van secundaire verkoop. Dit is een standaardpraktijk die door de markt wordt aanvaard.

Het EIF analyseert de exitstrategie van elk fonds als onderdeel van de zorgvuldigheidsprocedure. Recenter hebben de Commissie en het EIF plannen gemaakt voor een meer systematische exit uit investeringsfondsen door fondsbelangen te verkopen op de secundaire markt.

75. Kruisinvesteringen voor een beperkt bedrag zijn toegestaan omdat dit een specifieke les is die uit het vorige programma is getrokken.

79. De Commissie wijst erop dat de operationele verslagen over het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI de nodige details bevatten. Deze kunnen echter als complex worden ervaren, omdat de onderliggende realiteit ook zeer complex is.

82. Volgens de gegevens van *InvestEurope* is het aandeel fondsen van publieke investeerders sinds 2007 gestegen en bereikte het in 2011 een hoogtepunt met 34,7 %, waarna het aandeel daalde en vervolgens zeer veranderlijk werd en steeg en daalde tot 2018.

De 1,4 miljard EUR die het EIF in 2018 heeft toegezegd, moet worden vergeleken met de 11,4 miljard EUR die in 2018 in de EU in totaal aan fondsen werd geworven ten behoeve van durfkapitaal. Het EIF vertegenwoordigde daarom in 2018 in dit marktsegment 12 % van de fondsenwerving in de EU. Bovendien gebruikt het EIF vele mandaten voor deze activiteit, met inbegrip van commerciële en de eigen middelen van het EIF. De 214 miljoen EUR die in 2018 van het EIF naar de markt zijn gegaan met steun uit de gecontroleerde instrumenten, vertegenwoordigden slechts ongeveer 1,9 % van de totale fondsenwerving in de EU. De rol van door de EU ondersteunde mandaten is daarom zich voornamelijk te richten op de marktkloven waar overheidssteun het hardst nodig is.

84. De Commissie merkt op dat een investering in een fonds door het EIF vaak als een kwaliteitskeurmerk wordt gezien, een teken van een kwaliteitsvolle investering. Veel categorieën beleggers vertrouwen op de betrokkenheid van het EIF om in hetzelfde fonds te investeren. De inzet van het EIF heeft dus een katalyserend effect en werkt markt vormend. Een dergelijke reputatie kan alleen worden gehandhaafd door middel van een kwalitatief hoogwaardige beoordeling en een zorgvuldigheidsprocedure, wat onvermijdelijk tijd vergt.

Bovendien zal de duur van het proces onvermijdelijk verschillen van aanvrager tot aanvrager (in het kader van de Europese programma's komen bijvoorbeeld beginnende beheerders in aanmerking: voor hen is het zorgvuldigheidsproces complexer dan voor gevestigde teams van beheerders). Vertragingen kunnen ook het gevolg zijn van het trage antwoord van de indiener op een verzoek om informatie van het EIF, een factor die niet van het EIF afhangt.

89. De complementariteit van de mandaten is gebaseerd op andere criteria dan alleen maar het criterium dat ze zich op verschillende risicosegmenten richten, vooral omdat alle risicokapitaalinvesteringen als zeer riskant kunnen worden beschouwd. Mandaten kunnen elkaar aanvullen in situaties waarin beperkingen gelden voor belegbare bedragen, schaarse middelen, geografische dekking enz.

Voor elke investering van de Faciliteit voor snelgroeiende, innovatieve bedrijven uit het MKB (GIF) werd de toewijzing van middelen duidelijk beschreven in het door het EIF ingediende verzoek om goedkeuring door de Commissie, en de Commissie heeft deze combinatie zorgvuldig in overweging genomen en uiteindelijk goedgekeurd of om wijzigingen verzocht.

Voor de 30 % van de investeringen die door de Rekenkamer zijn geïdentificeerd, werd de complementariteit van het instrument met andere mandaten onderzocht. Het lijkt erop dat voor de resterende 70 % van de GIF-investeringen de complementariteit met andere mandaten automatisch werd gewaarborgd, aangezien er geen sprake was van co-investering met andere mandaten.

91. Het passende niveau van complementariteit waarnaar in de EFSI-verordening wordt verwezen, wordt gewaarborgd door de beleidspositionering van het RCR-mandaat en de EFSI-mandaten, hetgeen tot uiting komt in het investeringstoewijzingsproces van het EIF.

93. Volgens de Commissie wordt in het investeringstoewijzingsbeleid van 2018 duidelijk rekening gehouden met de focus van individuele mandaten en wordt er getracht om voor elke opportuniteit de beste investeringsbron te bepalen. Het beleid is aan de Commissie voorgelegd en het EIF heeft zich ertoe verbonden eventuele actualiseringen van het beleid regelmatig met de Commissie te bespreken.

De keuze van sectoren is grotendeels gebaseerd op de behoeften van de markt – innovatie is bijvoorbeeld een sectoroverschrijdend kenmerk – en daarom is er voor EU-mandaten geen sectorale “voorkeur” als zodanig. De geografische spreiding is het gevolg van de ontvangen aanvragen en de beoordeling van de aansluiting met het beleid en de ontvankelijkheid, waarbij grotere en meer ontwikkelde markten over het algemeen meer investeringskansen creëren.

94. Het beleid beschrijft de twee fasen van de analyse, zowel de kwantitatieve als de kwalitatieve beoordeling. Daarnaast geeft het beleid in detail aan welke criteria de personeelsleden van het EIF eventueel kunnen gebruiken voor de kwalitatieve beoordeling.

Het beleid is aan de Commissie voorgelegd en het EIF heeft zich ertoe verbonden eventuele actualiseringen van het beleid regelmatig met de Commissie te bespreken.

95. De Commissie heeft van het EIF vernomen dat uit de test met terugwerkende kracht bleek dat 2 van de 31 investeringen (met verschillende mandaten, niet alleen die van de EU) anders zouden zijn toegewezen op grond van het nieuwe beleid. Zelfs voor deze twee toewijzingen is echter geen inbreuk op de vereisten van het mandaat vastgesteld en zijn de investeringen volledig ontvankelijk in het kader van de mandaten waaraan zij zijn toegewezen.

Over de gedetailleerde gegevens in kwestie beschikt enkel het EIF.

100. De looptijd van elk investeringsfonds eindigt niet automatisch. Deze kan meerdere malen worden verlengd door een besluit van de (meerderheid van de) fondsbeleggers. Aangezien het EIF een minderheidsinvesteerder is in alle fondsen die onder de centraal beheerde instrumenten van de EU vallen, kan het niet zelf beslissen om een einde te maken aan de looptijd van een fonds, de resterende investeringen te liquideren en het fonds op te heffen. Indien het EIF zou handelen tegen de commerciële belangen van de fondsbeleggers, zou het EIF bovendien wettelijk aansprakelijk kunnen zijn of zou dit een negatieve invloed kunnen hebben op de reputatie van het EIF.

De exitstrategieën staan weliswaar niet uitvoerig beschreven in de verzoeken om goedkeuring van de startersregelingen van de Europese Technologiefaciliteit ESU 1998 en ESU 2001, maar dit betekent niet dat het EIF er tijdens de zorgvuldigheidsprocedure slechts beperkt aandacht aan zou hebben besteed.

Momenteel heeft de hele markt te lijden onder een “tail-end”-probleem”, d.w.z. problemen bij het sluiten van oude fondsen.

De Commissie en het EIF hebben in 2014 al aandacht besteed aan dit exitprobleem en hebben in 2015-2016 tijdig maatregelen genomen om te desinvesteren. Op de markt was er echter geen interesse in de aankoop van de ESU-fondsen. Er is een alomvattende strategie overeengekomen om de mandaten te sluiten, in overeenstemming met de rechtsgrondslag.

101. Er bestaat een overeengekomen proces voor de beëindiging van deze mandaten, overeenkomstig de rechtsgrondslag. Het EIF en de Commissie proberen al sinds 2014 de mandaten voor ESU 1998 en ESU 2001 te beëindigen en hebben getracht de portfolio's op de secundaire markt te verkopen. Helaas viel het tijdschema voor de indiening van offertes samen met het brexitreferendum in het Verenigd Koninkrijk en werden er gezien de daaruit

voortvloeiende onzekerheid op de markt geen offertes ingediend. In 2019-2020 zal opnieuw een poging worden ondernomen om de participaties te verkopen.

103. Er zij op gewezen dat er hogere percentages werden gebruikt in de instrumenten van 1998 en 2001, die als proefprojecten dienden, en dat de maximale vergoedingen vervolgens werden verlaagd in de volgende generaties instrumenten.

De maximale vergoedingen voor het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI zijn verlaagd tot 5,7 %.

106. De niveaus van de totale vergoedingen zijn aanzienlijk gedaald tussen de eerste proefinstrumenten en de meer recente instrumenten. In feite dient de EU-begroting in het kader van het EFSI alleen als reserve voor de betaling van vergoedingen, aangezien het EIF wordt vergoed uit terugbetalingen uit het EFSI.

De opstartvergoedingen zijn slechts een kleine fractie van het totale pakket vergoedingen. Deze zijn bedoeld om de uitvoerende partner te compenseren voor de gedetailleerde onderhandelingen die tot de instelling van de instrumenten hebben geleid, voor de noodzaak om nieuwe gestandaardiseerde juridische overeenkomsten voor nieuwe instrumenten te ontwikkelen, om oproepen tot het indienen van blijken van belangstelling te starten en om de rapportage- en auditsystemen aan te passen. De Commissie wil eraan herinneren dat het rechtskader voor de tenuitvoerlegging van financiële instrumenten in de loop der tijd aanzienlijk is ontwikkeld (zo zijn de bepalingen van het Financieel Reglement betreffende financiële instrumenten zeer verfijnd en gedetailleerd geworden, wat op zijn beurt meer inspanningen en knowhow aan de zijde van de uitvoerende partner vereist). Daarom is de Commissie van mening dat de betaling van de opstartvergoedingen gerechtvaardigd is en dat de omvang van die vergoedingen passend is gezien de toenemende omvang van de vereiste checks-and-balances.

107. De Commissie krijgt wanneer dat maar mogelijk is kostenramingen van het EIF en onderzoekt ook regelmatig de jaarrekeningen van het EIF om een beter inzicht te krijgen in de inkomsten van het EIF uit vergoedingen en de bijdrage daarvan aan de algemene winstgevendheid van het EIF. Meer algemeen blijft zij zich ook inspannen om verdere relevante nadere gegevens te ontvangen over de kosten van het beheer van garantie-instrumenten. Maar zelfs zonder dergelijke gedetailleerde gegevens zou de Commissie in staat moeten zijn de onderhandelingen af te ronden op basis van de beschikbare informatie.

108. De Commissie is van mening dat de stimuleringspremies van de instrumenten in overeenstemming zijn met hun beoogde doelstellingen. Zoals de Rekenkamer in paragraaf 28 erkent, is de hoofddoelstelling van deze instrumenten niet de ontwikkeling van de Europese durfkapitaalmarkt, maar is dit slechts voor enkele een neven doel. Bijgevolg zijn er voor slechts enkele van de onderzochte instrumenten stimuleringspremies die het EIF vergoeden voor de bijdrage die het levert aan de ontwikkeling van de Europese durfkapitaalmarkt, bijvoorbeeld door middel van specifieke bonussen of stimulansen voor een brede geografische diversificatie.

In het algemeen en voor alle instrumenten is het dan ook absoluut juist dat het EIF geen vergoeding ontvangt voor iets waartoe de instrumenten niet verplicht zijn.

109. De Commissie is van mening dat de stimuleringspremies van de instrumenten in overeenstemming zijn met hun beoogde doelstellingen. Het zou onredelijk zijn om het EIF pas stimuleringspremies te beginnen te betalen zodra de einddoelen zijn bereikt, aangezien belangrijke werkzaamheden worden verricht om de algemene doelstellingen te verwezenlijken. Daarom worden de stimuleringspremies progressief betaald naarmate de

overeengekomen mijlpalen worden bereikt, aangezien het EIF werkt aan de verwezenlijking van de algemene doelstellingen.

110. De Commissie is van mening dat een doelstelling die vergelijkbaar is met die van “investerings in de minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten of activiteitensectoren van de EU” voor slechts een deel van de mandaten een neven doel was, zodat het logisch is dat dit alleen in het kader van die mandaten onder de stimuleringspremies valt.

De bewering over ESU 1998 en ESU 2001 is juist, aangezien deze instrumenten niet als doelstelling hadden in minder ontwikkelde markten te investeren.

Bovendien is durfkapitaal gericht op ondernemingen in sectoren die potentieel op korte tijd aanzienlijk kunnen groeien. In het recente verleden betekende dit bijna altijd investeringen in verband met technologie. Risicokapitaal is dus alleen geschikt voor een beperkt aantal bedrijfstakken. Een van de instrumenten had een specifieke sectorale doelstelling; voor de recentere instrumenten wordt sectorale diversificatie besproken in stuurgroepen die strategische sturing geven. Bovendien definieert de Commissie duidelijk de sectoren die worden uitgesloten van investeringen.

CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

112. De Commissie kwantificeert vooraf de behoeften van de markt – en, wat belangrijker is, de financieringstekorten – en de opnamecapaciteit op basis van de beste marktinformatie die er is dankzij statistische standaardtechnieken en beschikbaar advies. Er bestaan echter strenge databeperkingen omdat particuliere informatie niet wordt vrijgegeven (bv. zakelijke vooruitzichten en financiële solvabiliteit van individuele ondernemingen waarin wordt belegd). De marktgegevens zijn evenmin altijd volledig betrouwbaar vanwege de geringe omvang van de durfkapitaalmarkt, waardoor statistische projecties op basis van feitelijke transacties niet representatief zijn.

113. De timing van de ex-postverslagen en ex-postevaluaties is duidelijk vastgelegd in de onderliggende wetgeving van de Raad en het Europees Parlement.

Zelfs indien de Commissie de timing ervan zou kunnen beïnvloeden, is er een duidelijke wisselwerking tussen het nut van uitgebreide gegevens en de beschikbaarheid ervan. Een volledige effectbeoordeling van de additionaliteit van een programma kan alleen worden uitgevoerd zodra de begunstigde kmo's hebben gehandeld in het kader van hun aandelenfinanciering, maar dit is te laat om lessen te kunnen trekken voor het ontwerp van vervolprogramma's. Anderzijds zou een vroegere evaluatie weliswaar nuttig kunnen zijn voor het ontwerp van vervolprogramma's, maar onvermijdelijk minder verhelderend zijn.

Details over de impact op de gemobiliseerde investeringen en werkgelegenheid zijn opgenomen in de rapportage voor deze faciliteiten. Daarnaast dient de Commissie ieder jaar publiek toegankelijke verslagen in bij de begrotingsautoriteit.

Aanbeveling 1 – Voer de nodige analyses uit om de evaluatie van de EU-interventies te verbeteren

a) De Commissie aanvaardt aanbeveling 1, onder a), gedeeltelijk.

De Commissie is het ermee eens dat de financiële middelen aan durfkapitaaloperaties moeten worden toegewezen op basis van een grondige analyse van situaties waarin sprake is van marktfalen of suboptimale investeringen, wanneer een betrokken wetgevingsvoorstel wordt gedaan.

Gezien de beperkte beschikbaarheid en de onvergelykbaarheid van de gegevens, vindt de Commissie echter niet dat een dergelijke analyse ook noodzakelijkerwijs gegevens moet omvatten die zijn uitgesplitst naar lidstaat, activiteitssector of omvang van de markt (absorptiecapaciteit). Daarom kan de Commissie selectief en omzichtig van dergelijke gegevens gebruikmaken wanneer zij het totale bedrag vaststelt en zal zij gebruikmaken van structurele middelen om het risico van ontoereikende absorptie aan te pakken.

b) De Commissie aanvaardt aanbeveling 1, onder b).

Ze zal het verzamelen van gegevens voor beoordelaars verder ontwikkelen.

Daarnaast zal de Commissie overwegen een analyse van het nulscenario voor individuele eigenvermogensinstrumenten te gebruiken voor gevallen waarin dit passend en haalbaar is aan een redelijke kostprijs.

De relevante gegevens zullen ter beschikking van de beoordelaars worden gesteld op het moment van de evaluatie waarin de desbetreffende wetgeving voorziet.

c) De Commissie aanvaardt aanbeveling 1, onder c), niet.

De Commissie gaat niet over de timing voor de evaluaties. Die is duidelijk vastgelegd in de onderliggende wetgeving van de Raad en het Europees Parlement.

Niettemin kijkt de Commissie niet alleen naar formele evaluaties, maar ook naar de geleerde lessen en de resultaten van bestaande programma's, zelfs decennia na de lancering ervan, door middel van een regelmatige analyse van de verslaglegging.

114. De Commissie heeft een vrij brede aanpak ontwikkeld die bijdraagt aan de ontwikkeling van een pan-Europese durfkapitaalmarkt. Zij maakt gebruik van een reeks maatregelen die direct of indirect kunnen bijdragen tot de ondersteuning van durfkapitaalfinanciering: regelgevend optreden, interventies via gedeeld beheer en centraal beheerde programma's. De gecontroleerde instrumenten vormen slechts een deel van deze maatregelen.

115. Gelijke toegang tot de instrumenten is gewaarborgd, aangezien aanvragen worden ontvangen op basis van open oproepen tot het indienen van blijken van belangstelling. Bijgevolg worden middelen aangeboden aan alle in aanmerking komende voorstellen, ongeacht de markt waar zij betrekking op hebben. Bovendien is het EIF vastberaden om er met stimuleringspremies voor te zorgen dat de steun geografisch zo breed mogelijk wordt gespreid.

Er dient te worden opgemerkt dat de EU-instrumenten voor durfkapitaalinvesteringen niet vraaggestuurd zijn, in die zin dat het EIF eenvoudigweg zou inspelen op de vraag. In de eerste plaats moeten alle investeringen voldoen aan de criteria van een bepaald mandaat (dat wil zeggen dat de samenhang met het beleid moet worden gewaarborgd). Ook worden alle private equity-investeringen beoordeeld op de toegevoegde waarde die ondersteuning van die bepaalde investering oplevert – d.w.z. dat de investering niet wordt gedaan als er geen toegevoegde waarde is.

De stuurgroepen voor de huidige instrumenten bieden het EIF strategische richtsnoeren inzake geografische en sectorale spreiding. Alle instrumenten bevatten ook duidelijke regels over uitgesloten sectoren en geografische gebieden (zoals rechtsgebieden die niet met de EU samenwerken op belastinggebied).

116. De Commissie heeft rendementsdoelstellingen vastgesteld, omdat de instrumenten op de beleidsdoelstellingen en niet op winstmaximalisatie zijn gericht en een aanvulling vormen op andere instrumenten die een financieel rendement nastreven. Maar hoewel de nadruk op het boeken van beleidsresultaten ligt, zullen de gecontroleerde instrumenten volgens de EIF-

verslagen ook financiële winst opleveren, en investeren de instrumenten ook in fondsen die particuliere investeerders aantrekken. Hoewel het *pari-passu* beginsel volgens de beoordeling van de Commissie voor het grootste deel van de investeringsactiviteit toereikend is geweest, biedt de Commissie in het specifieke geval van sociale investeringen ook nu al ruimte voor investeringen die niet aan het *pari-passu* beginsel voldoen.

De Commissie is het er niet mee eens dat particuliere investeerders alleen zouden kunnen worden aangetrokken indien investeringen een hoog rendement opleveren. Hoewel particuliere investeerders positieve rendementen nastreven, kunnen voor hen ook andere factoren een rol spelen, zoals geografische diversificatie binnen de activaklasse, de vinger aan de pols houden, durffilantropie, sociale investeringen, enz.

Aanbeveling 2 – Ontwikkel een samenhangende en uitgebreide investeringsstrategie

a) De Commissie aanvaardt aanbeveling 2, onder a), gedeeltelijk.

De Commissie neemt een groot aantal concrete maatregelen om investeringen in de hele EU te ondersteunen, onder meer via het actieplan voor de kapitaalmarktenunie (KMU) en via de Ondersteuningsdienst voor structurele hervormingen.

Daarnaast kunnen instrumenten in gedeeld beheer investeringen doen in lidstaten met minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten.

De Commissie zal blijven onderzoeken of verdere maatregelen mogelijk zijn.

b) De Commissie aanvaardt aanbeveling 2, onder b), gedeeltelijk.

De Commissie is het eens met de Rekenkamer dat het aantrekken van particuliere investeerders van belang is voor de ontwikkeling van de durfkapitaalmarkt in de EU. De Commissie heeft op mandaatniveau al ambitieuze doelstellingen om investeerders aan te trekken, zoals blijkt uit de hefboom- en multiplicatorvereisten en de verslaglegging over de totale gemobiliseerde investeringen. De Commissie zal waar mogelijk overwegen of deze vereisten met betrekking tot particuliere investeerders kunnen worden verbeterd.

c) De Commissie aanvaardt aanbeveling 2, onder c).

Hoewel geleidelijke exits al mogelijk zijn met de bestaande instrumenten, zal de Commissie de mogelijkheden van geleidelijke exits uit portfolio's, met name via de verkoop op secundaire markten, verder onderzoeken.

d) De Commissie aanvaardt aanbeveling 2, onder d), en voert deze reeds uit.

In feite zijn *non-pari-passu*-investeringen reeds expliciet toegestaan voor sociale investeringen in het kader van het eigenvermogensproduct van het EFSI. Daarnaast onderzoekt de Commissie andere asymmetrische risico's en verdeling van inkomsten in verband met het eigenvermogensproduct in het kader van het SMEW van het EFSI.

Daarnaast mogen ook in de financieringsinstrumenten van de ESI-fondsen asymmetrische modellen worden gebruikt om specifieke regionale of sectorale marktkloven aan te pakken.

117. De Commissie merkt op dat een investering in een fonds door het EIF vaak als een kwaliteitskeurmerk wordt gezien, een teken van een kwaliteitsvolle investering. Een dergelijke reputatie kan alleen worden gehandhaafd door middel van een kwalitatief hoogwaardige beoordeling en een zorgvuldigheidsprocedure, wat onvermijdelijk tijd vergt.

Bovendien zal de duur van het proces onvermijdelijk verschillen van aanvrager tot aanvrager (in het kader van de Europese programma's komen bijvoorbeeld beginnende beheerders in

aanmerking: voor hen is het zorgvuldigheidsproces complexer dan voor gevestigde teams van beheerders). Vertragingen kunnen ook het gevolg zijn van andere, objectieve factoren die buiten de controle van het EIF vallen.

118. De Commissie heeft, op basis van voldoende gegevens van het EIF, elke investering in de periode 2007-2013 goedgekeurd, met inbegrip van mogelijke combinaties met andere mandaten. Vervolgens heeft de Commissie zich gebaseerd op het in 2018 bijgewerkte investeringstoewijzingsbeleid van het EIF dat de door de Commissie vastgestelde eisen van het mandaat weerspiegelt. Het beleid is aan de Commissie voorgelegd en het EIF heeft zich ertoe verbonden eventuele actualiseringen van het beleid regelmatig met de Commissie te bespreken.

119. Momenteel heeft de hele markt te lijden onder een “tail-end”-probleem”, d.w.z. problemen bij het sluiten van oude fondsen.

Er is een alomvattende strategie overeengekomen om de mandaten te sluiten, in overeenstemming met de rechtsgrondslag.

120. De Commissie benadrukt dat de totale maxima voor vergoedingen in de loop van de tijd zijn gedaald en dat de kosten voor opstartvergoedingen slechts een fractie van de totale te betalen vergoedingen zijn. Ook binnen het totale plaatje van de vergoedingen hebben de op stimulansen gebaseerde vergoedingen aan belang gewonnen. Bovendien zouden de instrumenten winst kunnen opleveren voor de EU-begroting.

De opstartvergoedingen zijn bedoeld om de uitvoerende partner te compenseren voor de gedetailleerde onderhandelingen die tot de instelling van de instrumenten hebben geleid, voor de noodzaak om nieuwe gestandaardiseerde juridische overeenkomsten voor nieuwe of herziene instrumenten te ontwikkelen, om oproepen tot het indienen van blijken van belangstelling te starten en om de rapportage- en auditsystemen aan te passen. De Commissie wil eraan herinneren dat het rechtskader voor de tenuitvoerlegging van financiële instrumenten in de loop der tijd aanzienlijk is ontwikkeld (zo zijn de bepalingen van het Financieel Reglement betreffende financiële instrumenten zeer verfijnd en gedetailleerd geworden, wat op zijn beurt meer inspanningen en knowhow aan de zijde van de uitvoerende partner vereist).

Daarom is de Commissie van mening dat de betaling van de opstartvergoedingen gerechtvaardigd is.

121. De Commissie is van mening dat de stimuleringspremies van de instrumenten overeenstemmen met hun beoogde doelstellingen. Slechts enkele van de instrumenten hadden als neven doelstelling om gerichte steun te bieden aan minder ontwikkelde markten en sectoren. Zoals vermeld in paragraaf 28 van dit verslag, hebben de instrumenten als voornaamste doel de toegang van bedrijven tot financiering te verbeteren. Het is dan ook absoluut juist dat het EIF geen vergoedingen ontvangt voor marktontwikkelingsactiviteiten waar de instrumenten niet toe verplicht zijn.

Aanbeveling 3 – Stroomlijn het beheer door het EIF van de EU-interventies

De Commissie aanvaardt aanbeveling 3 niet.

Het EIF beschikt reeds over een gestandaardiseerde procedure voor de goedkeuring van projecten. Fondsbeheerders die fondsen werven, vragen financiering aan door hun beleggingsstrategieën voor te stellen. Er moet een uitgebreid en degelijk zorgvuldigheidsproces worden gevolgd om te bepalen of de fondsbeheerder (en zijn of haar team) beschikt over de vereiste deskundigheid, ervaring, toegang tot deal flow, capaciteiten om te investeren en portefeuilles te beheren enz. De duur van het proces zal onvermijdelijk

verschillen van aanvrager tot aanvrager (in het kader van de EU-programma's komen bijvoorbeeld beginnende beheerders in aanmerking: voor hen is het zorgvuldigheidsproces complexer dan voor gevestigde teams van beheerders). De selectie van fondsbeheerders en het vereiste zorgvuldigheidsproces moeten grondig gebeuren om robuust te zijn, ook met het oog op een gezond financieel beheer.

(b) De Commissie aanvaardt aanbeveling 3, onder b), en is van mening dat deze reeds ten uitvoer is gelegd.

Sinds 2018 is er een alomvattend investeringstoewijzingsbeleid dat moet zorgen dat de middelen ter beschikking van het EIF complementair worden gebruikt. De Commissie is daarvan op de hoogte gesteld. Het EIF moet dit beleid in het kader van de bestaande contracten toepassen en heeft toegezegd de Commissie te zullen raadplegen over eventuele toekomstige wijzigingen van het beleid.

c) De Commissie aanvaardt aanbeveling 3, onder c).

De Commissie aanvaardt dat plausibele, potentiële exitmogelijkheden moeten worden vastgesteld wanneer het EIF met steun uit de EU-begroting belegt in een fonds.

d) De Commissie aanvaardt aanbeveling 3, onder d), niet.

De Commissie gebruikt een gestroomlijnd systeem om het EIF te vergoeden op basis van vooraf overeengekomen mijlpalen en prestatiedoelen. Dit systeem is in de loop der tijd verbeterd, is in overeenstemming met de bepalingen van het Financieel Reglement en volgt interne richtsnoeren ter waarborging van de samenhang van alle financiële instrumenten. De totale maxima van de vergoedingen zijn in de loop der jaren gedaald.

In de aanbeveling wordt gesuggereerd om voor een bepaald onderdeel van deze vergoedingen – de opstartvergoedingen – een ander proces te volgen waarbij de gemaakte kosten worden terugbetaald. Dit zou administratieve complexiteit met zich meebrengen en de Commissie blootstellen aan het risico van asymmetrische informatie.

Meer in het algemeen kan de vergoeding van het EIF niet alleen worden gebaseerd op de gemaakte kosten, maar moet er ook een stimulerende component zijn om het EIF te motiveren de doelstellingen van de instrumenten na te streven. Dit is een vereiste die is vastgelegd in het Financieel Reglement. Bovendien staat in de statuten van het EIF dat het niet zuiver op basis van kostenvergoeding opdrachten van derden kan uitvoeren.

e) De Commissie aanvaardt aanbeveling 3, onder b), gedeeltelijk.

De Commissie aanvaardt dat de vergoedingen gekoppeld blijven aan onder meer de verwezenlijking van de prestatiedoelstellingen, waarbij de prestatiebetalingen worden gestructureerd volgens de bereikte mijlpalen.

De Commissie zal echter alleen overwegen de vergoedingen aan de ontwikkeling van de Europese durfkapitaalmarkt te koppelen in gevallen waarin de instrumenten een dergelijke doelstelling hebben en indien een passende indicator kan worden gevonden.

Controleteam

In de speciale verslagen van de ERK worden de resultaten van haar controles van EU-beleid en -programma's of beheerthema's met betrekking tot specifieke begrotingsterreinen uiteengezet. Bij haar selectie en opzet van deze controletaken zorgt de ERK ervoor dat deze een maximale impact hebben door rekening te houden met de risico's voor de prestaties of de naleving, de omvang van de betrokken inkomsten of uitgaven, de verwachte ontwikkelingen en de politieke en publieke belangstelling.

Deze doelmatigheidscontrole werd uitgevoerd door controlekamer IV "Marktregulering en concurrerende economie", die onder leiding staat van ERK-lid Alex Brenninkmeijer. De controle werd geleid door ERK-lid Baudilio Tomé Muguruza, ondersteund door Daniel Costa de Magalhães, kabinetschef; Ignacio García de Parada, kabinetsattaché; Simon Dennett, analist; Ioanna Metaxopoulou, directeur kamer IV; Marion Colonerus, hoofdmanager en Helmut Kern, taakleider. Het controleteam bestond uit Christian Detry, Ezio Guglielmi en Natalie Hagmayer. Hannah Critoph verleende taalkundige ondersteuning.



Van links naar rechts: Daniel Costa de Magalhães, Christian Detry, Baudilio Tomé Muguruza, Ignacio García de Parada, Ioanna Metaxopoulou, Helmut Kern, Ezio Guglielmi.

Tijdslijn

Gebeurtenis	Datum
Vaststelling van het controleplan (APM, audit planning memorandum)/aanvang van de controle	12.12.2017
Ontwerpverslag officieel verzonden aan de Commissie (of andere gecontroleerde)	29.4.2019
Vaststelling van het definitieve verslag na de contradictoire procedure	17.9.2019
Officiële antwoorden in alle talen ontvangen van de Commissie (of andere gecontroleerde)	17.10.2019

© Europese Unie, 2019.

Overneming met bronvermelding toegestaan.

Voor iedere vorm van gebruik of reproductie van (beeld)materiaal dat niet onder het auteursrecht van de Europese Unie valt, dient rechtstreeks toestemming aan de auteursrechthebbende te worden gevraagd.

PDF	ISBN 978-92-847-3559-4	doi:10.2865/641008	QJ-AB-19-015-NL-N
HTML	ISBN 978-92-847-3540-2	doi:10.2865/721346	QJ-AB-19-015-NL-Q

De EU verstrekt geld aan durfkapitaalfondsen voor investeringen in hoofdzakelijk startende bedrijven en innovatieve opkomende bedrijven. Bij deze controle werden zes centraal beheerde interventies beoordeeld die sinds 1998 worden uitgevoerd. Het EIF beheert deze interventies namens de Commissie. We stelden vast dat de Commissie haar financiële steun in de loop der jaren had uitgebreid zonder een volledige beoordeling van de marktbehoeften of de absorptiecapaciteit te maken. Haar investeringsstrategie was niet alomvattend, en minder ontwikkelde durfkapitaalmarkten hadden hier weinig profijt van. De procedures van het EIF moeten ook worden gestroomlijnd en verbeterd.

Speciaal verslag van de ERK, uitgebracht krachtens artikel 287, lid 4, tweede alinea, VWEU.



EUROPESE
REKENKAMER



Publicatiebureau

EUROPESE REKENKAMER
12, rue Alcide De Gasperi
L-1615 Luxemburg
LUXEMBURG

Tel. +352 4398-1

Inlichtingen: eca.europa.eu/nl/Pages/ContactForm.aspx
Website: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors