

Bijlage 1 - Terms of Reference – Meta-analyse risicokapitaalinstrumenten

Evaluatie van de risicokapitaalinstrumenten

1 Opdrachtomschrijving

1.1 Achtergrond

Waarom wordt er geëvalueerd?

In de begroting van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK) is aangekondigd dat een aantal risicokapitaalinstrumenten voor een evaluatie gepland staan in 2023. Het betreft de instrumenten Seed Capital (SC), Dutch Venture Initiative (DVI), Innovatiekrediet (IK) Vroegefasefinanciering (VFF) en de Groeifaciliteit (GF). Voor het laatst zijn deze regelingen geëvalueerd in 2018. Daarnaast geldt voor een drietal andere risicokapitaalinstrumenten dat deze recent al zijn geëvalueerd. Dit betreft de evaluaties van Invest-NL¹ (2022), Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen² (2022) en de Thematische Technology Transfer regeling³ (2023).

EZK vindt het, net als de Tweede Kamer, belangrijk om ook de effectiviteit van de samenhang van de risicokapitaalinstrumenten structureel te evalueren. Dit is aangekondigd door de Minister van EZK in de kamerbrief van 26 mei 2023 over het nieuwe start- en scale-up beleid⁴. Daarin gaat de Minister van EZK tegelijkertijd in op een aantal aandachtspunten met betrekking tot de samenwerking tussen de verschillende uitvoerders van het risicokapitaalinstrumentarium. Tevens zal met dit onderzoek invulling worden gegeven aan de motie van de Jong et al (D66) die de regering verzoekt om bij de geplande evaluaties van de verschillende instrumenten specifieke aandacht te hebben voor de samenhang tussen de instrumenten rond criteria en termijnen (kamerstuk 35 420, nr. 495). In 2018 is door onderzoeksbureau Dialogic gekeken in welke mate de mix aan financieringsinstrumenten en de beleidsaanpak van het ministerie nog paste bij de ontwikkelingen en werking van de MKB-financieringsmarkt⁵. In de voorliggende opdracht wordt er specifiek gekeken naar de effectiviteit van het risicokapitaalinstrumentarium. Dit vindt tevens plaats tegen de achtergrond van een eerder verschenen artikel in ESB dat de overheid oproept om zich te bezinnen over de complexe publiek-private risicokapitaalmarkt⁶. Het periodiek evalueren draagt bij aan de doeltreffendheid en doelmatigheid van het beleid, doordat inzicht ontstaat in de werking van het beleid⁷.

Wat wordt er geëvalueerd?

Risicokapitaal is een van de belangrijkste randvoorwaarden voor start- en scale-ups om hun product te kunnen ontwikkelen, in de markt te zetten en om te kunnen groeien. Dit kapitaal betreft een vorm van risicodragende financiering, waarbij een investeerder aandelen krijgt in ruil voor haar investering. Start- en scale-ups komen doorgaans niet in aanmerking voor meer traditionele vormen van financiering, zoals bancaire of non-bancaire leningen, onder andere omdat zij geen tot weinig onderpand kunnen bieden en de risico-rendementsverhouding hier niet bij aansluit. Start- en scale-ups zijn daarmee afhankelijk van private en semi-private durfkapitaalinvesteerders zoals business angels, durfkapitaalfondsen en family offices. Omdat ook voor private investeerders het risico soms te hoog is, stimuleert de overheid de beschikbaarheid van risicokapitaal door het risico voor private investeerders te verlagen.

¹ [Eindrapport Tussentijdse evaluatie Invest-NL | Rapport | Rijksoverheid.nl](#)

² [Evaluatie ROM's 2016-2020 | Rapport | Rijksoverheid.nl](#)

³ [Evaluatie Toekomstfonds 2015-2021 \(Onderzoeksdeel\) | Rapport | Rijksoverheid.nl](#)

⁴ [Kamerbrief over startups en scale-ups als motor voor transitie en groei | Kamerstuk | Rijksoverheid.nl](#)

⁵ [Beleidsonderzoek MKB-financieringsmarkt • Dialogic](#)

⁶ <https://esb.nu/complexe-publiek-private-risicokapitaalmarkt-vraagt-om-bezinning/>

⁷ <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2014-27142.html>.

Met deze evaluatie wordt de effectiviteit van de samenhang aan publieke risicokapitaalinterventies onderzocht en gekeken naar de legitimiteit van het overheidsingrijpen op de risicokapitaalmarkt.

De scope van deze evaluatie betreft de samenhang van acht (8) risicokapitaalinstrumenten:

- Seed Capital regeling (SC)
- Dutch Venture Initiative (DVI)
- Innovatiekrediet (IK)
- Regeling Vroegefasefinanciering (VFF)
- Groeifaciliteit (GF)
- Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)
- Invest-NL (tevens fondsmanager deeptechfonds en partner in het Dutch Future Fund)
- Thematische Technology Transfer regeling (TTT)

Daarbij zal tevens gekeken worden naar de samenhang van deze instrumenten met Europese financieringsmogelijkheden voor start- en scale-ups, waaronder de accelerator van de European Innovation Council (EIC).

Ontwikkeling publieke instrumentarium

Om de toegang tot risicokapitaal te vergroten werd de SC opgestart in 2005. Het doel van deze actielijn was het stimuleren en mobiliseren van de onderkant van de Nederlandse risicokapitaalmarkt, zodanig dat starters in hun kapitaalbehoefte kunnen worden voorzien en waardoor hun overlevings- en (door)groeikansen vergroten.

In 2006 is de garantieregeling de GF in het leven geroepen om het mkb te helpen aan risicodragende financiering, zowel aan aandelenkapitaal als achtergestelde leningen.

De aandacht voor starters en het versterken van de innovatieve kracht van Nederland is gebleven in het overheidsbeleid en verder uitgebreid door de jaren.

Zo werd in het Beleidsprogramma van Kabinet Balkenende IV 2007–2011 t.a.v. innovatie het volgende vermeld: "Een vitale en innovatieve economie is de basis voor duurzame ontwikkeling van onze welvaart." Daarin werd ook gesteld dat met name het MKB moeite heeft daar financiering voor te vinden op de kapitaalmarkt.

In 2008 is besloten een nieuwe stimulering te bieden in de vorm van een krediet (het Innovatiekrediet). Deze faciliteit richt zich op nieuwe producten, processen of diensten met een substantieel technisch risico maar met een goed marktperspectief.

In 2012 wordt er voor gekozen om diverse instrumenten voor snelgroeiende innovatieve bedrijven samen te voegen in het Innovatiefonds MKB+. De SC en het IK maken deel uit van het Innovatiefonds MKB+. Er wordt ook een Fund-of-Funds aangekondigd. Dit gaat in 2013 van start waar de SC er is voor de early stage risicokapitaalmarkt moet dit fonds de later stage risicokapitaalmarkt versterken. Dit initiatief wordt opgezet met het Europees Investerings Fonds (EIF) en gaat in 2013 van start onder de naam Dutch Venture Initiative (DVI).

In 2014 komt het kabinet met het aanvullend actieplan mkb-financiering om de knelpunten op de mkb-financieringsmarkt te adresseren. Het aantrekken van eigen vermogen is nog steeds een probleem voor het mkb en het aanbod voor risicodragend kapitaal is nog te beperkt ontwikkeld. Om hier verandering in te brengen wordt dan de regeling Vroegefasefinanciering geïntroduceerd (2014) en komt er een tweede DVI-fonds (2016).

VFF is nodig omdat subsidies die eerder in deze vroege fase zaten grotendeels zijn komen te vervallen en private investeerders de producten en diensten in de vroege fase nog te vroeg vinden om al in te stappen.

In 2015 wordt de Kamer geïnformeerd over de oprichting van het Nederlands Investeringsagentschap (NIA). In eerste instantie wordt NIA opgericht om Nederland goed te laten aansluiten op het Europese Investeringsplan en op het Europese Fonds voor Strategische Investerings (EFSI) maar al snel wordt besloten NIA door te ontwikkelen tot een

investeringsagentschap met een eigen juridische entiteit, naar voorbeeld van andere publieke financieringsinstellingen in Europa. Van hieruit is in 2019 Invest-NL opgericht.

In 2017 wordt de SEED BA module geïntroduceerd met als doel om geld van Business Angels (particulier vermogenden) voor start-ups in de vroege levensfase aan te wenden. Via deze regeling kunnen business angels 'slim geld' leveren aan start-ups door actief betrokken te zijn met hun kennis, netwerk en ervaring.

In 2018 vond de evaluatie plaats van de verschillende regelingen. De evaluaties geven over het algemeen een positief beeld: ze laten zien dat de instrumenten een doelmatige en doeltreffende werking hebben en een keten vormen van diverse vormen aan financiering afgestemd op verschillende behoeftes in de levensfasen van een bedrijf. Ook is er sprake van additionaliteit: zonder inzet van de regelingen was er vanuit de markt minder geïnvesteerd in bedrijven en zou er minder innovatie hebben plaatsgevonden.

In 2018 wordt ook besloten tot oprichting van de TTT-regeling (eerste openstelling in 2019). Het verkrijgen van financiering in de overgangsfase tussen de publieke en private fase, wat vaak de pre-seed fase is van een start-up, blijft een grote uitdaging omdat hier nog weinig investeerders actief zijn. Ondernemende onderzoekers/kenniswerkers bij universiteiten en onderzoeksinstituten kunnen met deze regeling de stap maken om seed-investment ready te worden. De TTT rust op 2 pijlers, waarbij de eerste pijler als voorloper kan werken voor de tweede pijler. Het doel van pijler 1 is namelijk dat onderzoeksorganisaties hun krachten bundelen voor een thematische inzet op kennisoverdracht. Het doel van de pijler 2 is om de beschikbaarheid van risicofinanciering voor kennisstarters binnen het gekozen thema te vergroten, door TTT-fondsen van onafhankelijke private investeerders te co-financieren zodat zij investeren in kennisstarters in hun vroegste ontwikkelingsfase.

In 2019 voert onderzoeksbureau Dialogic een meta-analyse uit op het EZK-instrumentarium en de werking van de financieringsmarkt. Hieruit blijkt dat mkb'ers met het hoogste risicoprofiel extra stimulering nodig hebben. Blijvende inzet gericht op het beschikbaar komen van risicokapitaal is cruciaal (denk daarbij aan de VVF, de SC, de SEED BA-faciliteit, ROM's, Invest-NL, DVI, Co-investeringsfondsen). Deze instrumenten zijn opgenomen in het Toekomstfonds. Dit biedt de nodige flexibiliteit om met de verschillende instrumenten in te kunnen blijven spelen op behoeften op de financieringsmarkt.

De evaluatie en meta-analyse uit 2018 en 2019 vormen mede aanleiding om de VVF-regeling te verbinden aan de regionale ecosystemen middels een regionale module welke sinds 2021 operationeel is. Deze module stelt regionale financiers in staat om onder gelijke voorwaarden VFF-leningen te verstrekken.

In 2021 wordt tevens het stelsel van Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen landsdekkend met de oprichting van ROM InWest in Noord-Holland. De ROM's zijn een instrument voor de ontwikkeling en versterking van de regionale economie en de uitvoering van nationaal beleid op regionaal niveau. Dit doen zij door een bundeling van de kerntaken acquisitie, ontwikkeling en innovatie (business development) en participatie/ondernemingsfinanciering. De participatieactiviteiten zijn met name gericht op het verstrekken van risicodragend vermogen aan startende en innovatieve mkb'ers.

Tijdens de coronacrisis wordt besloten om te blijven investeren in het verdienvermogen van de toekomst. Eind 2020 richt het kabinet samen met Invest-NL en EIF het Dutch Future Fund (DFF) op, dat beschouwd kan worden als een opvolger van de DVI fondsen. In 2022 vindt de lancering van het deeptechfonds plaats waarbij het kabinet samen met Invest-NL €250 mln. beschikbaar maakt voor deeptech start- en scale-ups.

1.2 Doel en legitimering overheidrol

Als het stimuleren van risicokapitaal en innovatie belangrijk is voor een economie is het nog de vraag waarom de overheid een rol moeten spelen. Er is vooral een rol voor de overheid, omdat er sprake is van positieve externe effecten; maatschappelijke baten in de vorm van innovatie en groei zijn vaak groter dan de private baten. Innovatie leidt tot kennisspillover effecten naar andere partijen (consumenten en bedrijven). Deze effecten worden niet meegenomen door private investeerders en daardoor komen investeringen in onvoldoende mate tot stand. Dat maakt het legitiem om financiering – naast bestaande stimulering zoals de WBSO - te verschaffen die bedrijven ondersteunt bij het vinden van financiering.

Bekend is verder dat de kapitaalmarkt ook kan falen als gevolg van informatieasymmetrie, waardoor er vanuit maatschappelijk oogpunt te weinig wordt geïnvesteerd in innovatie. Deze knelpunten spelen meer voor enkele doelgroepen en/of activiteiten dan voor anderen. Met name investeringen in jonge bedrijven en innovatie zijn risicovoller dan andere investeringen. Bedrijven ondervinden dan ook over het algemeen meer problemen met het aantrekken van financiering voor deze doelen. Er is meer kans dat dit zal mislukken en er zijn bijna geen zekerheden. Grotere ondernemingen kunnen investeringen in groei en innovatie vaker zelf bekostigen of hebben meer toegang tot externe financiering maar voor kleinere ondernemingen is dit niet altijd een optie. Daardoor dreigen kansrijke nieuwe ideeën niet geïnitieerd te worden en naar de markt te worden gebracht. Voor externe financiers is het door informatie asymmetrie moeilijk te beoordelen of dit soort nieuwe ideeën kans van slagen hebben. Onzekerheid kan in beginsel worden afgedekt in markten, maar dit kan leiden tot minder efficiënt gedrag ('moral hazard'). Verzekeringen beperken namelijk prikkels om kosten te besparen en risico's te beperken. Arrow⁸ noemt dit 'the moral factor'.

Suboptimale investeringsbeslissingen inzake innovatieve ondernemingen treden op vanwege informatieproblemen tussen financiers en bedrijven. Financiers kunnen niet goed inschatten of de onderneming een groot financieringsrisico in zich draagt of dat het management van de onderneming capabel is. Asymmetrische informatie heeft tot gevolg dat de financieringskosten van ondernemingen oplopen of dat de financiering van ondernemingen niet op gang komt. Ook kan er sprake zijn van transactiekosten waardoor binnen de markt voor risicokapitaal bepaalde segmenten niet van de grond komen. Bijvoorbeeld doordat de transactiekosten van het vergaren van voldoende informatie te hoog liggen voor financiers, anderzijds ontstaan er mogelijk hoge zoekkosten voor beide partijen om elkaar te vinden.

In de beleidsdoorlichting van het brede bedrijvenbeleid wordt aandacht gevraagd voor een systeemperspectief op de economie. Daarbinnen is meer aandacht voor heterogeniteit en onderlinge afhankelijkheden in de markt. Dit maakt dat de instrumenten ook systeemfuncties kunnen vervullen waarbij het effect niet direct neerslaat bij het instrument maar wel een kritiek onderdeel is van het bredere systeem.

Tot slot is er de afgelopen jaren meer aandacht gekomen voor het begrip transitiefalen. De vraag daarbij is niet zozeer hoe de markt zodanig kan worden vormgegeven dat vraag en aanbod beter bij elkaar komen, als wel hoe er een markt van vraag en aanbod gecreëerd kan worden die bijdraagt aan het oplossen van maatschappelijke problemen, zoals de transitie naar een CO₂-neutrale en circulaire economie. Het is duidelijk dat de overheid moet ingrijpen als er sprake is van marktfalen. Maar het huidige innovatiebeleid van Nederland gaat al jaren veel verder dan dat. Deze overheid wil het bedrijfsleven, wetenschap, maatschappelijke organisaties en nieuwe spelers motiveren zich in te zetten voor uitdagingen waar nog geen oplossing voor bestaat, maar waar wel vraag naar is. Met de introductie van het missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid in 2019 is het beleid, naast economische, ook nadrukkelijk gericht op maatschappelijke impact. Er zijn toen verschillende missies voor de toekomst opgesteld op de thema's Energietransitie & Duurzaamheid; Gezondheid & Zorg; Landbouw, Water en Voedsel, en Veiligheid. Deze missies zijn goed ingebed in

⁸ 1962; <http://www.nber.org/chapters/c2144.pdf>

het beleid en werk van alle ministeries met bijvoorbeeld het Klimaatakkoord, Nationaal Programma Landelijk gebied en de Defensie Industrie Strategie.

De interventies van de overheid in de risicokapitaalmarkt lopen zoveel mogelijk via de markt en moeten ervoor zorgen dat er meer private financiers met expertise van risicovolle investeringen deelnemen aan de kapitaalmarkt, doordat ze ervaring op doen en expertise opbouwen.

1.3 Doelgroep en werking

Doelgroep

De doelgroep van het risicokapitaalinstrumentarium betreft overwegend innovatieve start- en scale-ups, waarbij een enkele regeling zich tevens richt op het grotere en snelgroeiende mkb (Groeifaciliteit). Voor start-ups en scale-ups is het van belang dat in elke levensfase financiering beschikbaar is (dit is de financieringsketen). Zonder financiering kunnen innovaties niet worden doorontwikkeld en naar de markt gebracht worden. Financiering is daarmee een belangrijke randvoorwaarde voor het realiseren van economische en maatschappelijke impact. Een sterke financieringsketen is een van de belangrijkste randvoorwaarden voor een goed functionerend start-up en scale-up ecosysteem. Om de levensfasen van een start-up te beschrijven wordt onder andere gebruik gemaakt van het vierfasenmodel, zie figuur 3.⁹ In de eerste fase, de voorbereidingsfase, zijn private investeerders het minst actief omdat de risico/rendementsverhouding in deze fase het meest onzeker is. Vanaf fase twee, de groeifase, waarin zicht komt op de eerste omzet, durven private investeerders vaker in te stappen. Dit onder andere doordat het kabinet via publieke instrumenten¹⁰ tracht de risico's voor investeerders te verlagen. De derde fase wordt veelal de scale-up fase genoemd en kenmerkt zich doorgaans door een grotere kapitaalbehoefte. Ook in deze fase blijven de risico's hoog voor private investeerders, maar kunnen publieke partijen, zoals Invest-NL, deze risico's mitigeren door onder gelijke condities mee te investeren. In de vierde fase is er sprake van gevestigde bedrijven met een duidelijk marktaandeel. In deze fase wordt doorgaans niet meer gesproken over durfkapitaal, maar over *private equity*.

Werking

Het risicokapitaalinstrumentarium is ingericht langs de hiervoor genoemde vier fasen, waarbij alle instrumenten erop gericht zijn zoveel mogelijk private financiering te mobiliseren.

1.4 Beleidstheorie

Zie individuele instrumenten (bijlage 2 t/m 5 behorend bij het Aanbestedingsdocument).

Figuur 3: 4 Fasen model

Fase 1: Voorbereidingsfase / startfase: in deze fase wordt (i) het bedrijfsidee gecreëerd voor het op de markt brengen van het product/dienst en (ii) een gefinancierd bedrijfsplan opgesteld.
Fase 2: Groei: In deze fase wordt (i) middels het gefinancierde bedrijfsplan de eerste klant en omzet binnengehaald en (ii) wordt uiteindelijk toegewerkt naar een winstpositie.
Fase 3: Doorgroei / consolidatie: In deze fase gaat de winstgevende onderneming snel groeien.
Fase 4: Reorganisatie / balansversterking: In deze fase is de onderneming zo gegroeid dat de onderneming moet worden gereorganiseerd zodat deze passend is voor de omvang van de onderneming.

⁹ RSM Erasmus Universiteit, Erasmus Center for Entrepreneurship, Dialogic, Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative, 21 december 2018, KplusV, Risicokapitaal in de Vroege Fase, Onbenut potentieel verzilveren, 14 december 2020, en PWC. Het onbenut potentieel in de financiering van startups 2022.

¹⁰ Het betreft o.a. de regeling Vroege Fase Financiering (VFF), de Seed Capital- en Seed Business Angel regeling, het Innovatiekrediet, de Groeifaciliteit Dutch Venture Initiative I & II, en de semi-publieke investeerders als de ROM's en Invest-NL.

2 Onderzoeksmethoden

2.1 Onderzoeksmethoden

Het ministerie van EZK zet zich in om de additionaliteit van haar beleid volgens een hoge evaluatie-standaard in beeld te brengen. Richtlijnen voor micro-econometrische evaluatietechnieken waarbij gewerkt wordt met controlegroepen, aan de hand van praktische voorbeelden, worden gegeven in het advies van de Commissie Theeuwes.¹¹ Richtlijnen voor het gebruik van technieken om systeem- en transitiebeleid te evalueren, worden gegeven in het advies van de Commissie Ter Weel.¹²

Dat laatste rapport bevat een beslishulp om vast te stellen welk type evaluatietechniek het meest geschikt is voor het te evalueren beleid of instrument.

Inschrijver krijgt de ruimte om een eigen methodologische aanpak voor te stellen, maar een harde voorwaarde voor de meta-analyse is om een synthese van de afzonderlijke evaluaties van de onderliggende instrumenten met daarbij een data-analyse naar de overlap in en volgtijdelijkheid van het gebruik van de instrumenten door bedrijven.

Inschrijvers worden uitgenodigd om te onderbouwen waarom zij wel of niet gebruik willen maken van een econometrische analyse bij het beantwoorden van de onderzoeksvragen.

De voorgestelde aanpak zal worden beoordeeld onder gunningscriteria 'Plan van aanpak' (hoofdstuk 5 van het aanbestedingsdocument).

2.2 Data

Voor de databeschikbaarheid van de verschillende risicokapitaalregelingen Groeifaciliteit, Innovatiekrediet, Seed Capital en Vroegefasefinanciering wordt verwezen naar de Terms of Reference van de individuele evaluaties.

Aanvullend aan de databeschikbaarheid ten aanzien van de individuele evaluaties is er eerder ook samengewerkt met de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP) om een overzicht te krijgen van alle investeringen van venture capital en private equity in Nederland voor de periode 2007-2020. Participaties door de regionale ontwikkelingsmaatschappijen zitten eveneens in het NVP-bestand. Dit bestand is ook gekoppeld met data van het CBS en is een unieke dataset die mogelijk gebruikt kan worden voor het samenstellen van één of meerdere controlegroepen. Betreffende deze evaluatie kunt u contact opnemen met CBS.

Let op: Inschrijver moet aangeven of ze geaccrediteerd zijn om met microdata te werken bij het CBS. Als dit niet het geval is, wordt verwacht dat er een samenwerking aangegaan wordt met een andere partij die deze toegang wel heeft. Dit dient duidelijk beschreven te worden in de Inschrijving.

Bij deze evaluatie is het (technisch) datamanagement de verantwoordelijkheid van het CBS, zij het onder begeleiding van de Opdrachtnemer. De analyse ligt in handen van de Opdrachtnemer. Opdrachtnemer is zelf verantwoordelijk voor de kosten die het CBS maakt voor het datamanagement, abonnementsgelden, outputchecks en mogelijke andere kosten van het CBS.

¹¹ <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/blg-195283>.

¹² Download op [Bedrijvenbeleid in Beeld](#).

2.3 Onderzoeksvragen

De meta-analyse opdracht moet de vraag beantwoorden of de samenhang van het publieke risicokapitaalinstrumentarium met haar verschillende uitvoerders en mate van subsidiëring effectief is in het wegnemen van knelpunten op de risicokapitaalmarkt en de samenhangende instrumenten erin slagen om de toegang tot risicokapitaal te vergroten. De vraag is dus of de samenhang van de regelingen ertoe bijdraagt dat bedrijven gemakkelijker financiering kunnen vinden, en of de instrumenten aansluiten bij de doelstellingen die bedrijven hebben in verschillende fasen van hun ontwikkeling. Dit is de *doeltreffendheid* van het instrumentarium. De instrumenten kunnen doeltreffend zijn door *direct* kapitaal te verschaffen aan bedrijven, maar ook door *privaat* kapitaal te mobiliseren, zowel voor de financieringsfase waarin het instrument actief is als in latere fasen. Het is dus noodzakelijk om te bezien of de samenhang van de instrumenten een positief effect heeft op het hefboomeffect op niveau van het instrument en het totaal.

Daarnaast dient in de meta-analyse bekeken te worden hoe de markt voor risicokapitaal zich ontwikkeld heeft de afgelopen jaren en in hoeverre het overheidsingrijpen via het huidige publieke instrumentarium gerechtvaardigd is. Tot slot zou de evaluatie ook een beeld moeten geven over de *doelmatigheid* en de samenhang van de instrumenten.

Doel en kernvraag worden hieronder vertaald in de belangrijkste onderzoeksvragen. Dit is echter niet uitputtend; Inschrijver wordt gevraagd om zowel vooraf, als tijdens het onderzoek na te denken over de vertaling van bovenstaande doelstellingen naar onderzoeksvragen. Hier dient ook ruimte voor opgenomen te worden in de Inschrijving.

Marktbeschrijving

1. Hoe ziet de marktstructuur voor risicokapitaal eruit?
 - a. Geef een beeld van de (ontwikkeling van) de aanbodkant van de kapitaalmarkt en besteed hier ruimte aan de nieuwe en bestaande aanbieders, en hun onderlinge samenhang. Ga daarbij specifiek in op de volgende aspecten: welke aanbieders begeven zich op de risicokapitaalmarkt, welke vraag bedienen nieuwe en bestaande aanbieders, hoe verhouden ze zich onderling c.q. hoe versterken ze elkaar, wat is hun marktaandeel en hoe heeft de markt zich ontwikkeld de afgelopen jaren?
 - b. Geef een beeld van de (ontwikkeling van) de vraagkant van de kapitaalmarkt, bijvoorbeeld door te kijken naar de vorm van financiering waar bedrijven behoefte aan hebben. Ga daarbij in op de volgende aspecten: wie zijn de vragers op de risicokapitaalmarkt, aan welke vorm van financiering hebben ze behoefte, hoe verschilt dit per fase en tussen regio's en sectoren, hoe vaak hebben ze behoefte aan financiering, hebben ze keuzevrijheid en hebben ze voldoende informatie en kennis en ervaring om een keuze te maken?
 - c. Welke andere spelers zijn relevant op deze markt en wat is hun rol, denk aan intermediairs en investeerders?
2. Hoe sluiten de vraagkant en de aanbodkant van de (risico)kapitaal op elkaar aan? Welke partijen (bedrijven, financiers) weten elkaar goed te vinden en welke partijen niet?
3. Welke knelpunten zijn er op de risicokapitaalmarkt, en is er sprake van markt-, systeem-, transitie en overheidsfalen?
 - a. Welke knelpunten ondervinden ondernemers in het verkrijgen van risicokapitaalfinanciering?
 - b. Wat zijn de achterliggende redenen van afwijzingen? Zijn deze terecht (niet haalbaar plan) of kunnen regels (voor andere maatschappelijke doelen die effect hebben op de financiering van bedrijven) of commerciële aspecten financiers weerhouden om te financieren?
4. Welke (conjuncturele en structurele) trends, ontwikkelingen en transities zien we op de markt voor risicokapitaal, zowel in Nederland als in het buitenland? Welke invloed hebben ontwikkelingen op het gebied van AI bijvoorbeeld op het functioneren van deze markt?

Overheidsingrijpen

5. Hoe ziet het overheidsingrijpen eruit op de risicokapitaalmarkt, zowel stimulerend (subsidies), als kaderstellend (regels en toezicht)? Kijk hierbij naar de belangrijkste instrumenten en wetgeving.
 - a. Wat is het overheidsingrijpen op nationaal, Europees en regionaal niveau?
 - b. Is er een logische samenhang tussen Europese, nationale en regionale aanbieders van risicokapitaal?
 - c. Welk overheidsingrijpen wordt gebruikt en wat is de rationale daarvan? Is het overheidsingrijpen gelegitimeerd vanuit de verschillende marktfalens (als geconstateerd in hoofdstuk 3 van deze ToR)? In welke mate worden deze marktfalens geadresseerd, dan wel gemitigeerd door het overheidsingrijpen?
 - d. Welk aandeel heeft het overheidsingrijpen op de markt voor risicokapitaal?
6. Geef een globaal beeld van relevante beleidsontwikkelingen in een aantal *peer*-landen.

Doeltreffendheid van het ingrijpen

1. Is het huidige risicokapitaalbeleid nog passend op de knelpunten? Ga daarbij specifiek in op het EZK beleid op dit terrein. Is de huidige mix aan instrumenten nog doeltreffend (of "toekomstbestendig") gezien de geïdentificeerde trends, nieuw beleid en ontwikkelingen?
 - a. In welke mate is er overlap tussen en versterken de verschillende overheidsinstrumenten elkaar? Hierbij dienen ook de instrumenten op Europees niveau meegenomen te worden.
 - b. Zijn er 'witte vlekken' in het instrumentarium – zowel naar type financiering als gebruiker van de regelingen?
 - c. In welke mate is de samenhang van het overheidsinstrumentarium effectief in het mobiliseren van privaat kapitaal? En in welke mate heeft het instrumentarium bijgedragen aan de ontwikkeling van het private landschap? Graag met uitsplitsing per financieringsfase.
 - d. In welke mate draagt de samenhang van het risicokapitaalinstrumentarium bij aan de doelen van het missie-gedreven innovatiebeleid? In hoeverre leveren de risicokapitaalinstrumenten als geheel een bijdrage aan het creëren van maatschappelijke impact.
2. Waarom maken ondernemers wel/niet gebruik van overheidsinstrumenten op het terrein van risicokapitaal? Wat zijn de karakteristieken van de bedrijven die wel/niet gebruik maken van het instrumentarium?
3. Stimuleren de regelingen als geheel de doorgroei van bedrijven?
4. Welke externe effecten zijn er gelet op bijvoorbeeld het vestigingsklimaat, mogelijk niet in beeld?

Doelmatigheid

1. In welke mate is het overheidsinstrumentarium met verschillende uitvoerders, gezien in samenhang, kostenefficiënt?
2. Is de vormgeving van het overheidsinstrumentarium zodanig vormgegeven dat de daarmee beoogde doelen tegen de laagst mogelijke maatschappelijke kosten worden bereikt? Welke beleidsalternatieven zijn eventueel te overwegen, zowel door middel van financieel als niet financieel beleid?
3. Hoe werken de verschillende publieke uitvoerders met elkaar samen?
4. Hoe wordt het overheidsinstrumentarium in algemene zin gewaardeerd door ondernemers en private investeerders?
5. In welke mate sluiten eisen en aanvraagcriteria van de verschillende instrumenten en uitvoerders op elkaar aan? Zijn verbeteringen op dit aspect mogelijk?