

Innovatieve nieuwkomers hebben vaak moeite hun plannen gefinancierd te krijgen. Banken geven meestal niet thuis, zeker sinds de financiële crisis. Durfkapitaal is dan vaak de enige manier om aan geld te komen. Maar dan moet je wel in de Randstad zitten.

Theorie van de informatiekosten

Durfkapitaal blijft in de Randstad

Uit Amerikaanse studies komt naar voren dat er bij durfkapitaal sprake is van een geografische bias. De durffondsen investeren bij voorkeur binnen de eigen regio. Voor de Verenigde Staten met zijn enorme afmetingen is dat niet zo vreemd als je beseft dat investeerders veelvuldig over de vloer komen bij de bedrijven waarin ze geld steken (*ventures*). Maar ook in ons kleine land blijkt er een geografische voorkeur te zijn.

Randstad favoriet

We onderzochten 644 durfkapitaaltransacties in 2000-2010, waarbij 122 Nederlandse fondsen betrokken waren. Ruim driekwart van de transacties werd gefinancierd door fondsen gevestigd in de Randstad (Noord- en Zuid-Holland en Utrecht). Liefst 50% van de fondsen zit in de regio Amsterdam, het financiële hart van Nederland. Samen namen ze 41% van de transacties voor hun rekening.

De bedrijven waarin geïnvesteerd werd, zaten vooral in de Randstad (64%) en in Noord-Brabant (16%). Deze vier provincies hebben ook een groot aandeel in de landelijke werkgelegenheid. Daarnaast beschikken ze over grote stedelijke gebieden met een sterke universiteit en relatief veel kennisbanen.

Zeeland, Drenthe, Flevoland en Friesland, die geen universiteiten maar uitsluitend hbo-instellingen kennen, trekken heel weinig durf-

kapitaal aan. Hoe komt dat? Brengt een hbo nauwelijks nieuwe innovatieve bedrijven voort? Hebben de *spin-offs* van een hbo geen durfkapitaal nodig? Of is het vooral een kwestie van beeldvorming en worden innovatieve ondernemers met een hbo-opleiding bij voorbaat niet interessant gevonden door investeerders?



Bedrijven in Silicon Valley reserveren parkeerplaatsen voor hun venture capitalists.

FOTO: WUTSJE / WIKIMEDIA COMMONS

En andersom: waarom trekken sommige regio's (met een universiteit) relatief veel durfkapitaal aan? De meest voor de hand liggende verklaring is dat er in die regio's veel innovatieve *hightech* starters zitten. Maar dat geldt alleen als durfinvesteerders een perfect overzicht hebben van de bedrijven, en zich niet laten beïnvloeden door secundaire zaken als geografische afstand.

We hebben daarom per fonds het ruimtelijke investeringspatroon in kaart gebracht en vergeleken met een ideaalpatroon waarin afstand geen rol speelt. Daaruit komt naar voren dat de werkelijke afstand waarover een durfkapitaalfonds investeert 22% kleiner is dan je mag verwachten als afstand geen rol speelt. De investeringen in de eigen regio zijn dus relatief groot vergeleken met de investeringen daarbuiten. Aangezien de meeste durfkapitaalfondsen in de Randstad zitten, hebben innovatieve bedrijven buiten de Randstad dus een kleinere kans durfkapitaal aan te trekken.

Informatiekosten

Waarom speelt afstand een rol bij durfkapitaal? Dat heeft vooral te maken met de informatiekosten die bij durftransacties een belangrijke factor zijn. Deze lopen op, of worden in ieder geval hoger ingeschat, naarmate de innovatieve onderneming verder weg ligt.



Onderzoek

Voor het onderzoek is een database opgebouwd van alle durfkapitaaltransacties in 2000-2010, op basis van de gegevens van Zephyr, de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en TechnoPartner. Niet meegenomen zijn de transacties van Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) en andere fondsen die hun investeringen moeten beperken tot de eigen regio. Het gaat om 644 transacties waarbij 122 Nederlandse fondsen betrokken waren. •

Het begint ermee dat investeerders meer businessplannen krijgen aangeboden dan ze kunnen financieren. Ze zijn behoorlijk wat tijd kwijt met het inwinnen van informatie en het beoordelen van de plannen. Ze zullen de informatie deels vergaren via het eigen netwerk. Dit bestaat uit bedrijven en intermediairs zoals accountants, juristen en experts die overwegend regionaal georiënteerd zijn. De afstand speelt hier dus een belangrijke rol, niet door het aantal kilometers maar vanwege de psychologische of sociaal-culturele afstand tussen het netwerk van de aanbieder, en de vragers van durfkapitaal.

Ook na het afsluiten van het financieringscontract heeft de investeerder frequent con-

tact met zijn ventures. De beste manier om zekerheid te krijgen over een goede besteding van zijn geld is veelvuldig meekijken en -praten. Ook dit gaat makkelijker als de psychologische afstand klein is en beide partijen in min of meer dezelfde (regionale) netwerken zitten.

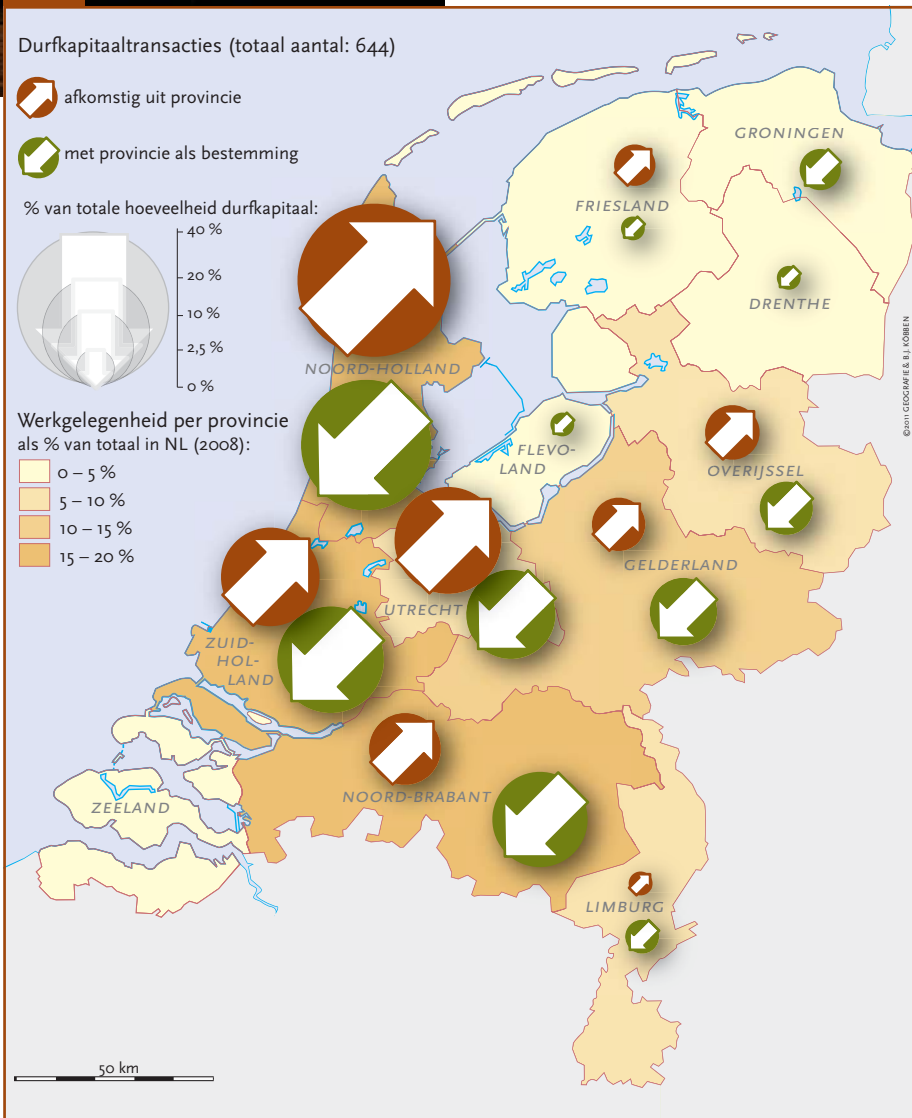
Deze theorie van de informatiekosten, ook wel transactiekostentheorie genoemd, wordt bevestigd door enkele andere uitkomsten van ons onderzoek. Ten eerste blijkt dat durffondsen die meer investeringen plegen, zich minder vaak beperken tot regionale ventures. Volgens de transactiekostentheorie hebben zij door hun ruimere ervaring minder last van hoge informatiekosten, en dus ook van geografische barrières. Een tweede interessante uitkomst is dat de durfinvesteringen zich in de loop der jaren gelijkmatiger over Nederland verspreiden. Was in 2000-2002 46% van de transacties in de Randstad geconcentreerd, in 2009-2010 was dit 27%. Dit strookt opnieuw met de transactiekostentheorie: naarmate durffondsen meer ervaring hebben, kunnen zij hun geografische horizon verbreden. Een tweede verklaring is dat er in Amsterdam meer concurrentie bestaat. Het hoge aantal durffondsen in verhouding tot het aantal innovatieve bedrijven maakt het aantrekkelijker om *buiten* Amsterdam te investeren.

Seed capital

Uit Amerikaans onderzoek blijkt dat bij *seed capital*, durfkapitaal voor de allereerste fase van een nieuwe hightech onderneming, de geografische bias nog groter is, dus de investeringen nog dichter bij huis worden gezocht. Volgens de transactiekostentheorie is dan niet zo vreemd: de informatiekosten zijn relatief hoog bij de financiering van de seed-activiteiten.

In Nederland is sinds 2005 de SEED-regeling van kracht: de overheid verdubbelt het bedrag dat een investeerder in een technof of creatieve starter steekt met een achtergestelde en renteloze lening. De vraag is nu of deze regeling het probleem van de relatief

Herkomst en bestemming van durfkapitaal naar provincie (2000-2010)



hoge informatiekosten en -risico's onder-
vangt. Uit ons onderzoek blijkt dat bij de
SEED-transacties nog steeds een geografische
bias optreedt, maar het verband is niet meer
significant. Als de overheid een deel van het
risico overneemt van durffondsen wordt de
bias kleiner, maar hij verdwijnt niet helemaal.
Durffondsen houden een voorkeur voor be-
drijven uit de eigen regio.

Is het zinniger als bijvoorbeeld de noor-
delijke provincies durffondsen overhalen om
zich in het noorden te vestigen, zodat de
geografische bias juist een *voordeel* voor de
noordelijke bedrijven wordt? Dat valt te
betwijfelen. Durffondsen zullen het Amster-
damse financiële centrum niet gauw verlaten.
Daarnaast opereren in Noord-Nederland al
een paar regionale investeringsmaatschappij-
en, zoals de NOM en de RuG Houdstermaat-
schappij. We hebben ze in ons onderzoek
bewust buiten beschouwing gelaten omdat
ze zich vanuit hun taakstelling juist *moeten*
richten op regionale ventures. Ook in het
oosten en zuiden van Nederland zijn regio-
nale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)
actief. De vraag is dan: is er in deze regio's
sprake van een verdringingseffect? Zouden
er meer particuliere durffondsen komen als
er minder of helemaal geen ROM's in die
regio zouden zijn? Of zijn de ROM's juist
nodig om het effect van geografische bias
te compenseren?

Een alternatieve oplossing komt van de
Nederlandse Vereniging van Participatie-
maatschappijen (NVP), die bezig is met
het opzetten van een paraplufonds met een
landelijke dekking waaruit durffondsen extra
kapitaal kunnen betrekken. Het gaat om
ongeveer 300 miljoen euro, deels afkomstig
van de overheid en deels van andere private
partijen. Dit paraplufonds zou het risico van
een transactie kunnen verminderen, met
dezelfde werking als de SEED-regeling.

Nog mooier zou zijn als dit paraplufonds,
net als bij het SEED-regeling, flink wat nieuwe
aanbieders van durfkapitaal oplevert, vooral
buiten de Randstad. Maar dan moet er wel
meer creatieve samenwerking komen tussen
die nieuwe aanbieders en de regionale ont-
wikkelingsmaatschappijen. In plaats van el-
kaar (mogelijkerwijs) te verdringen, zouden
ze ook een bepaalde taakverdeling kunnen
nastreven en het regionale ontwikkelings-
klimaat versterken. •