

Aan de staatssecretaris van Financiën
Zijne Excellentie F. L. Idsinga
Ministerie van Financiën
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Amsterdam, dinsdag 30 juli 2024

Betreft: private equity en venture capital als deel van de oplossing

Geachte heer Idsinga,

Graag wil ik u feliciteren met uw benoeming tot staatssecretaris van Financiën. Uw nieuwe rol biedt een unieke kans om de economische groei en welvaart van ons land verder te stimuleren. In dit licht wil ik u informeren over de rol van participatiemaatschappijen (private equity en venture capital) en hun toegevoegde waarde voor de economie en in het bijzonder innovatieve startups en ambitieuze MKB-ondernemers.

Sinds de oprichting van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) 40 jaar geleden is er door private equity en venture capital circa € 102 miljard aan eigen vermogen geïnvesteerd in Nederlandse bedrijven. Hiermee zijn private equity investeerders een onmisbare bron van kapitaal voor het MKB, en zijn venture capitalists belangrijke financiers van start-ups en scale-ups. Zij zijn katalysator van innovatie, verandering en vooruitgang en vervullen daardoor een essentiële rol in de huidige maatschappelijke transitie. De bedrijven in de portefeuilles van de leden van de NVP groeien bovengemiddeld, zowel wat betreft omzet als banen¹. Tenslotte leveren participatiemaatschappijen een structureel goed rendement aan beleggers zoals pensioenfondsen.

Met deze brief denken wij graag mee over oplossingen voor uitdagingen waar Nederland voor staat. Wij vragen u vier belangrijke zaken in uw discussies mee te nemen.

1. Behoud en stimuleer Nederlands private equity en venture capital

Nederland kent een bloeiende venture capital en private equity industrie. Vorig jaar is er € 6,8 miljard eigen vermogen geïnvesteerd in 632 Nederlandse bedrijven door zowel binnenlands als buitenlands private equity en venture capital. Ongeveer 60% van het geïnvesteerde bedrag, en 80 tot 90% van het aantal transacties, komt van in Nederland gevestigde private equity of venture capital fondsmanagers².

De in Nederland gevestigde private equity- en venture capital-markt is één van de meest ontwikkelde in Europa, na Frankrijk, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk³. Wat de Nederlandse sector onderscheidt, is haar internationale karakter. Er wordt zowel grensoverschrijdend geïnvesteerd in bedrijven als geld opgehaald bij internationale beleggers. Vooral dat laatste is belangrijk voor het financieren van het Nederlandse bedrijfsleven, met name innovatieve start-ups en het MKB. Ook is dit relevant gezien de ambities op het vlak van duurzame en digitale transitie (twin-transities) en strategische autonomie.

¹ Zie: <https://nvp.nl/feiten-cijfers/maatschappelijk-belang/>

² Zie: <https://nvp.nl/feiten-cijfers/marktcijfers/investeringen/>

³ Zie: <https://nvp.nl/onderzoek/over/marktcijfers/europese-cijfers/>

Het is dan wel belangrijk dat de Nederlandse fondsstructuren, zowel op fiscaal als juridisch vlak, concurrerend zijn met buitenlandse structuren zoals die in Luxemburg⁴. Het is wenselijk dat Nederlands kapitaal via Nederlandse structuren in het Nederlandse bedrijfsleven terecht komt. Dan is er bijvoorbeeld ook Nederlands toezicht.

In de meeste Europese landen bestaan fiscale maatregelen die investeren in innovatieve bedrijven en het MKB via private equity en venture capital door particulieren stimuleren. In Nederland zien we dat niet. Het structuren van een 'fund-of-funds' om particulieren de mogelijkheid te bieden om in diverse andere private equity en venture capital fondsen te beleggen, is in Nederland praktisch ondoenlijk door gebrek aan geschikte fondsregimes. Naar onze mening is de recente aanpassing van het vbi en fbi regime een gemiste kans om dit te faciliteren. Wij willen voorstellen om in ieder geval de verdere uitrol van het ELTIF-regime juridisch, regulatorisch én fiscaal te stimuleren zoals dat nu wordt gedaan in andere Europese landen⁵. ELTIF is een nieuwe beleggingscategorie die particulieren de kans biedt om te beleggen in Nederlandse start-ups en het MKB. We zien helaas nu al dat de eerste structuren van Nederlandse partijen in Luxemburg worden opgezet.

2. Behoud en stimuleer Nederlandse start-ups en innovatieve bedrijven

Naast een goed vestigingsklimaat voor fondsen is het belangrijk dat er een aantrekkelijk fiscaal klimaat is voor bedrijven. In het Verenigd Koninkrijk bestaan bijvoorbeeld de Enterprise Investment Scheme (EIS), Tax Relief en het Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS). Wij pleiten voor soortgelijke maatregelen op Europees en Nederlands niveau.

Verder is het innovatieve bedrijfsleven gebaat bij een betere behandeling van de aandelenopties van werknemers. Zowel het tarief als het moment van afrekenen zijn op dit moment ongunstig in vergelijking met andere Europese landen. Aandelenopties stimuleren dat werknemers meedelen in het succes van het bedrijf en bereid zijn om in de meest risicovolle periode van het bedrijf een bijdrage te leveren. Helaas hebben we al de eerste signalen gezien van bedrijven die willen vertrekken vanwege o.a. de ongunstige aandelenoptieregeling⁶.

Hetzelfde geldt voor de fiscale behandeling van managementparticipaties (in aandelen), inclusief 'carried interest'. Wij verwijzen daarvoor ook naar onze eerdere correspondentie met uw ministerie. Desalniettemin willen nog eens benadrukken dat winstdeling een essentieel onderdeel is van private equity en venture capital én het succes van bedrijven. Zowel op het niveau van het portefeuillebedrijf als op het niveau van het fonds zijn van oudsher winstdelingsstructuren opgesteld. Dit zorgt er voor dat de 'neuzen' van de verschaffers van het kapitaal dezelfde kant op staan als die van de managers. Iedereen heeft 'skin in the game'. Dit komt het succes van het bedrijf ten goede.

Deze managementparticipatieplannen beogen mede een beloning te zijn voor werkzaamheden maar vergen ook een (steeds hogere) kapitaalinvestering. Daarom wordt het vrijwel overal belast tegen een tarief dat tussen arbeidsinkomen en inkomen uit reguliere beleggingen in ligt, in Nederland tegenwoordig effectief tegen het Box 2 tarief. Nederland hanteert daarbij al een relatief hoog tarief⁷.

⁴ Luxemburg heeft over de jaren diverse fondsregimes ingevoerd (zoals het zeer succesvolle RAIF-regime uit 2016) die ervoor zorgen dat Luxemburg geschikte en efficiënte structuren biedt voor praktisch alle beleggingsstrategieën (asset classes). Nederland zou hier een voorbeeld aan kunnen nemen, om te zien waar ons vestigingsklimaat voor fondsen kan worden verbeterd. Het is van belang om de sector nauw te betrekken bij het ontwerp van dergelijke regimes om ervoor te zorgen dat deze goed aansluiten bij de praktijk.

⁵ Zie: <https://www.investmentofficer.lu/en/news/french-investors-lead-eltif-boom-market-eyes-eu35-bln-assets>

⁶ Zie: <https://www.parool.nl/amsterdam/robert-vis-de-amsterdammer-achter-techgigant-bird-is-nederland-zat-en-vertrekt-het-verscheurt-me~b8d4fc2f/>

⁷ Zie: <https://www.macfarlanes.com/what-we-think/2023/carried-interest-taxation-the-european-landscape/>

Fiscaal beleid ten opzichte van managementparticipatieplannen en carried interest zijn een belangrijk onderdeel van het vestigingsklimaat voor risicokapitaal en het aantrekken en behouden van de beste teams en bedrijven. Ook ten opzichte van de VS en andere machtsblokken.

3. Vermogensaanwasbelasting onverenigbaar met private equity en venture capital

Het vorige kabinet heeft wijzigingen aangekondigd in de vormgeving van het nieuwe box 3-systeem met het voorstel 'Wet werkelijk rendement box 3'. De daarin aangekondigde vermogensaanwasbelasting is in beginsel bedoeld voor liquide beleggingen. Wij zien dat deze voor wat betreft kapitaalinvesteringen in bedrijven maar beperkt kan worden toegepast. Het wetsvoorstel wil het alternatief van de vermogenswinstbelasting enkel toepassen op investeringen in 'start-ups'. Dit is te beperkt. Een groot deel van het Nederlands bedrijfsleven komt hierdoor niet in aanmerking voor de vermogenswinstbelasting. Dat is problematisch vanwege het illiquide karakter van de beleggingen en het ontbreken van een marktwaarde.

Een vergelijkbaar argument geldt voor investeringen in private equity en venture capital fondsen. Dit zijn 'closed-end' fondsen met een vaste looptijd van ongeveer 10 jaar zonder de mogelijkheid om tussentijds uit te stappen. Het rendement wordt binnen die vaste periode gerealiseerd en kan vervolgens belast worden met een vermogenswinstbelasting. Voorafgaande aan de realisatie van rendement is er geen liquiditeit voor belastingheffing, daarom zou een vermogensaanwasbelasting onverenigbaar zijn met private equity en venture capital. Een vermogenswinstbelasting zou daarom een betere keuze zijn.

4. Complexe regels schrikken investeerders af

We zien in toenemende mate dat door de toegenomen complexiteit aan regelgeving, het opzetten van een Nederlandse structuur onaantrekkelijker wordt. Nederland is waarschijnlijk één van de weinige landen met twee verschillende bronheffingen op dividend, waarbij de conditionele bronbelasting moeilijk toepasbaar is in fondsstructuren door (met name) de voortdurende onduidelijkheid over de toepassing van het begrip 'samenwerkende groep'. Deze wetgeving is buitengewoon complex, in internationale context ongewoon en valt dan ook moeilijk uit te leggen aan buitenlandse investeerders. Wij begrijpen dat uw ministerie bezig met een nieuw begrip voor de samenwerkende groep. Het is van groot belang dat de nieuwe wetgeving goed toepasbaar is binnen fondsstructuren, ter voorkoming van voortdurende onzekerheden en 'overkill' van wetgeving ten aanzien van bonafide beleggers en investeringsstructuren.

Verder leidt de complexiteit van wet- en regelgeving tot lasten bij buitenlandse beleggers in Nederlandse structuren. Per 1 januari 2025 worden de nu (buitenlandse) fund-of-funds in de regel transparant, waardoor (buitenlandse) particulieren die daar weer achter zitten mogelijk onverwacht worden geconfronteerd met Nederlandse belastingverplichtingen voor hun indirecte beleggingen in Nederlandse fondsen. Dit leidt tot aanzienlijke administratieve lasten voor de Belastingdienst en is niet goed voor de internationale reputatie van Nederland als stabiel en voorspelbaar fondsenland. Dit onbedoelde effect van de Wet fiscaal kwalificatiebeleid rechtsvormen kan eenvoudig worden voorkomen door in de Wet inkomstenbelasting 2001 te bepalen dat de belastingheffing in Box 1 ten aanzien van de "medegerechtigdheid tot het vermogen van een onderneming" (als commanditair venoot in een CV of CV-achtige) buiten toepassing blijft voor beleggingen in gereguleerde beleggingsinstellingen. Zodoende zouden de beleggingen van particulieren in lijn met het doel van de wet in Box 3 worden belast. Dit is een urgent probleem en zou bij voorkeur in het Belastingplan 2025 worden opgenomen.

Graag gaan wij met u in gesprek om kennis te maken en bovenstaande punten toe te lichten.
Met vriendelijke groet,

Tjarda Molenaar
Directeur NVP

Bijlage

Wat is een participatiemaatschappij?

Participatiemaatschappijen zijn langetermijninvesteerdere in startende, kleine, middelgrote en andere niet-beursgenoteerde bedrijven. Zij investeren met als doel bedrijven groter en sterker te maken en zo waarde toe te voegen. De internationale termen voor participatiemaatschappijen zijn 'private equity' en 'venture capital'.

Kerncijfers

- Ca. 2.375 bedrijven in Nederland hebben een private equity of venture capital fonds als aandeelhouder
- € 102 miljard eigen vermogen is sinds 1984 geïnvesteerd in Nederland
- Ca. 750.000 mensen zijn werkzaam bij een bedrijf met een participatiemaatschappij als aandeelhouder
- Participatiemaatschappijen investeren volop in Nederlandse bedrijven in 2023. Dat blijkt uit het jaarlijkse marktonderzoek dat de NVP in mei 2023 publiceerde.

Investeringen in 2023

- € 4,6 miljard aan eigen vermogen geïnvesteerd in 119 buy-outs.
- € 1 miljard aan eigen vermogen geïnvesteerd in 102 Nederlandse scale-ups
- € 1,1 miljard aan eigen vermogen geïnvesteerd in 407 Nederlandse startups

Fondsenwerving Nederlandse private equity en venture capital fondsen in 2023

- € 5,4 miljard opgehaald aan nieuwe buy-out fondsen bij beleggers
- € 216 miljoen opgehaald aan nieuwe groeikapitaalfondsen bij beleggers
- € 3,2 miljard opgehaald aan nieuwe venture capital fondsen bij beleggers

Hoe werkt een participatiemaatschappij?

Een participatiemaatschappij bestaat meestal uit een klein team van fondsmanagers dat met een fondsplan geld ophaalt bij beleggers als vermogende ondernemers, family offices, institutionele investeerders als verzekeraars, banken en pensioenfondsen, grote corporates en fonds-in-fondsen. Het opgehaalde geld wordt gebundeld in een fonds. Als de geambieerde grootte van een fonds is bereikt gaan de fondsmanagers in de markt op zoek naar de meest interessante (vaak MKB) bedrijven om in te investeren. De participatiemaatschappij koopt een meerderheidsbelang of (groot) minderheidsbelang in dit bedrijf en wordt aandeelhouder of mede-eigenaar.

Strategie en groei

Na de koop gaat de participatiemaatschappij, in goed overleg met het managementteam, meedenken met de strategie van het bedrijf. Er wordt bijvoorbeeld geïnvesteerd in nieuwe vestigingen, nieuwe technologieën, het betreden van nieuwe markten, in digitalisering of verduurzaming. Ook wordt vaak bekeken waarin het bedrijf zich écht onderscheidt en hoe daarop focus kan worden aangebracht. Het bedrijf kan hierbij gebruik maken van de ervaring en het netwerk die de fondsmanagers van de participatiemaatschappijen hebben. Te denken valt aan de ervaring met internationalisering of een netwerk van co-financiers. Zo worden sterkere, duurzamere en succesvollere bedrijven gebouwd die sneller groeien als het gaat om omzet, werkgelegenheid, werknemerstevredenheid en winst.

Rendement

Gedurende de investeringsperiode wordt doorgaans geen dividend uitgekeerd. Eventuele winsten worden vaak geherinvesteerd in het bedrijf. Het doel is immers een waardevoller bedrijf te bouwen. Als de bedrijven sterker, groter en meer winstgevend zijn gemaakt, worden zij na gemiddeld 5 tot 7 jaar verkocht. De opbrengsten worden uitgekeerd aan de beleggers in het fonds. Zo krijgen zij aan het einde van de looptijd van het fonds - na ongeveer 10 jaar – hun inleg plus rendement terug.

Reputatie

Pas als een groot deel van het fonds geïnvesteerd is, kan worden gestart met het werven van een volgend fonds. Beleggers willen alleen beleggen in het nieuwe fonds als de participatiemaatschappij een goede reputatie heeft. Dit betekent allereerst dat een goed rendement moet zijn behaald. Daarnaast moeten de portefeuillebedrijven goed zijn begeleid en moeten risico's zijn beheerst, inclusief die op het gebied van 'ESG' (environment, social & corporate governance aspecten). De conclusie is dat vertrouwen in de kwaliteiten van een participatiemaatschappij erg belangrijk is. De beleggersmarkt zorgt voor een goede marktwerking.

Uitdagingen

Een zekerheid dat de investering met winst terugkomt is er nooit. Waarde creëren is niet altijd eenvoudig. Plannen worden niet altijd werkelijkheid. Een crisis, een virus, veranderende markten, verandering van overheidsbeleid waardoor een business model niet overeind blijft, organisatorische problemen binnen de onderneming, etc. Het kan er toe leiden dat de onderneming minder in waarde stijgt dan gehoopt, het langer duurt tot het bedrijf weer kan worden verkocht of in extreme gevallen zelfs failliet gaat. De sector heeft een aantal checks and balances ontwikkeld om weerbaar te zijn. Dit zijn 'specialisatie', 'risicospreiding', 'gelijkgerichte belangen' en 'transparantie'.

- **Specialisatie**
Naast kapitaal leveren participatiemaatschappijen een belangrijke toegevoegde waarde in de vorm van netwerk en strategische, financiële, fiscale en juridische expertise. Omdat die expertise en het netwerk per sector en per levensfase van een onderneming enorm verschillen beperken participatiemaatschappijen zich steeds vaker tot één sector, bv. ICT, energie, gezondheidszorg, biotechnologie of industriële productiebedrijven. Ook specialiseren zij zich op andere vlakken. Zij investeren internationaal of juist regionaal. En in jonge snel groeiende bedrijven (venture capital) of juist in volwassen ondernemingen (private equity). In elke fase van de levenscyclus van een onderneming kunnen participatiemaatschappijen waarde toevoegen. Van startkapitaal (seed/start-up kapitaal), expansiekapitaal, buy-out/buy-in financiering tot herstructurering (turnaround financiering).
- **Risicospreiding**
Met één fonds worden meestal 10 tot 15 portefeuillebedrijven aangekocht. Het risico wordt dus gespreid. Tegenover 1 slecht presterend bedrijf kunnen 9 goed presterende bedrijven staan. De kans dat een belegger als een pensioenfonds niets terugkrijgt van haar investering is dus klein. Een belegger kan nooit meer verliezen dan het ingelegde bedrag. Tegenover de risico's staat dat als een participatiemaatschappij het werk goed doet en de meeste portefeuillebedrijven met winst verkoopt, de rendementen hoog zijn.
- **Gelijkgerichte belangen**
De managers van het fonds beleggen ook met hun eigen geld in het fonds. Zo worden gelijk gerichte belangen tussen fondsmanagers en beleggers gecreëerd. Dit biedt een waarborg voor de beleggers dat de fondsmanagers tot het laatste moment, ook als het tegenzit, zich 100% blijven inzetten voor het fonds. Deze gelijkgerichte belangen wordt ook gecreëerd tussen de fondsmanagers en de managers van het portefeuillebedrijf. De meest gangbare methode is om de managers van het bedrijf mede-eigenaar te maken. Dit inspireert hen om nog meer het juiste beentje voor te zetten.
- **Transparantie**
Beleggers investeren in een fonds op basis van uitgebreide fondsdocumentatie aangevuld met eigen onderzoek (due diligence). Gedurende de looptijd van het fonds worden zij periodiek geïnformeerd over de investeringen en desinvesteringen die gedaan zijn, de stand van zaken van de portefeuillebedrijven, en andere zaken die van belang kunnen zijn. Er bestaan internationale rapportagestandaarden, maar het komt ook geregeld voor dat individuele beleggers specifieke prioriteiten hebben of verdere vragen stellen. Zo kunnen beleggers in participatiemaatschappijen veel meer weten over de bedrijven waarin geïnvesteerd is dan wanneer het om beursgenoteerde bedrijven zou gaan.