

Vergaderjaar 2025–2026

35 123

Machtiging tot oprichting van de Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling Invest-NL (Machtigingswet oprichting Invest-NL)

35 529

Machtiging tot oprichting van de Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling Invest International (Machtigingswet oprichting Invest International)

W¹

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Eerste Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 11 december 2025

Bijgevoegd vindt u de brief die wij zojuist aan de Tweede Kamer hebben gestuurd over de voortgang van integratie van Invest-NL en Invest International en de inzichten tot dusver over een nationale investeringsinstelling.

De Minister van Financiën,
E. Heinen

¹ De letter W heeft alleen betrekking op 35123

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN, DE MINISTER VAN ECONOMISCHE ZAKEN EN DE STAATSSECRETARIS VAN BUITENLANDSE HANDEL EN ONTWIKKELINGSHULP

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 11 december 2025

Op 4 juli jl. is uw Kamer geïnformeerd over het besluit tot integratie van Invest International en Invest-NL. Daarnaast heeft de Minister van Financiën een brief gestuurd over de randvoorwaarden voor een nationale investeringsinstelling. In beide brieven is toegezegd om uw Kamer aan het eind van het jaar nader te informeren hierover. Daarnaast zijn er door uw Kamer meerdere moties aangenomen om mogelijkheden voor een slagkrachtige nationale investeringsinstelling te onderzoeken.

In deze brief informeert het kabinet uw Kamer over de voortgang van de integratie van Invest International en Invest-NL, over de keuzes die ten grondslag liggen aan een nationale investeringsinstelling en over de openstaande Kamermoties over dit onderwerp. Gegeven de demissionaire status van dit kabinet zullen specifieke keuzes over de vormgeving, financiering en invulling van een nationale investeringsinstelling aan een volgend kabinet zijn.

Integratie Invest International en Invest-NL

Invest-NL (opgericht in 2019) en Invest International (opgericht in 2021) zijn opgezet om innovatie, duurzaamheid en internationale groei en impact (de dubbele doelstelling van Invest International) te stimuleren. Beide instellingen helpen Nederlandse bedrijven om maatschappelijke en technologische vooruitgang te realiseren via financiering en ondersteuning.

Door de integratie van Invest-NL en Invest International ontstaat een krachtige investeringsinstelling. Deze bundeling vormt daarmee de basis om in Nederland substantieel kapitaal beschikbaar te stellen voor Nederlandse bedrijven. Zo stimuleert de integratie van Invest-NL en Invest International niet alleen groei en innovatie, het versterkt ook de concurrentiekracht, productiviteit en internationale waardeketens van Nederlandse bedrijven, en draagt daarmee direct bij aan zowel het verdienvermogen en de strategische economische positie van Nederland als aan internationale projecten die voorzien in oplossingen voor wereldwijde vraagstukken. Voor de jaren 2026 t/m 2028 is momenteel ruim 1,1 miljard euro gereserveerd ten behoeve van het kernkapitaal van Invest-NL en Invest International.

Mijlpalenplanning

Het proces ten aanzien van de integratie van Invest-NL en Invest International is in gang gezet. Zoals in onze brief van 4 juli jl. aangegeven is het streven dat de integratie uiterlijk op 1 januari 2028 zal plaatsvinden. De Minister van Economische Zaken heeft uw Kamer op 3 december jl. toegezegd een mijlpalenplanning op te nemen in deze brief. Voor de integratie moeten parallelle processen worden doorlopen met verschillende eindproducten (mijlpalen). Deze staan in de volgende paragraaf beschreven, met een geschatte doorlooptijd. Echter, voor al deze processen is politieke besluitvorming over de aanvullende scope van de nieuwe geïntegreerde instelling een vereiste. Zo kan bijvoorbeeld geen wetgeving worden geschreven als scope en doelstelling niet bekend zijn. Gezien de demissionaire status van het huidige kabinet, wordt besluit-

vorming over scope aan het volgende kabinet gelaten. Dit betekent dat het startschot voor de formele processen pas na afronding van de formatie kan zijn. Wel worden nu al de mogelijke voorbereidingen getroffen.

Na besluitvorming over de scope, ziet het kabinet de volgende mijlpalen voor het proces van de integratie, welke parallel kunnen worden doorlopen. Ten eerste zal een wetgevingstraject moeten worden gezien ten aanzien van de machtigingswetten voor Invest-NL en Invest International.² Het normale tijdsad hiervoor is ongeveer 24 maanden. Ten tweede moet er besloten worden over de financiering van de nieuwe instelling. Dit gaat onder meer over financiële kwesties zoals staatsgarantie en toezicht (zie verderop enkele algemene overwegingen). De financieringsopties in kaart brengen en over deze opties besluiten nemen, duurt naar verwachting 12 maanden. Ten derde moet er een staatssteunbeschikking van de Europese Commissie komen. Aanvraag en goedkeuring duurt naar schatting 18 maanden.

Nationale investeringsinstelling

Aan de hand van de eerder opgevoerde randvoorwaarden van een nationale investeringsinstelling in de Kamerbrief van 4 juli 2025³ doen de ministeries van Financiën, van Economische Zaken en van Buitenlandse Zaken verder onderzoek naar de vormgeving en mogelijk aanvullende scope van een nationale investeringsinstelling. De integratie van Invest-NL en Invest International schept duidelijkheid voor aanvragende partijen, in het binnen- en buitenland en legt een basis voor een eventuele verdere bouw van een nationale investeringsinstelling. De instrumenten van Invest International, en blended finance van Invest-NL, worden hierin op een passende manier ondergebracht.

Een investeringsinstelling kan bijdragen aan het effectiever en efficiënter kanaliseren van Europese middelen richting Nederland, waaronder van de Europese Commissie en de Europese Investeringsbank (EIB). Ook kan het versnippering en inefficiënties tegengaan, door het bestaande publieke investeringsinstrumentarium, of onderdelen daarvan, in een instelling te bundelen. Met de integratie van Invest International en Invest-NL wordt daartoe al een stap gezet.

Een additionele instelling opzetten geheel naast het in de toekomst geïntegreerde Invest-NL en Invest International zou kunnen leiden tot versnippering en inefficiënties, hetgeen we juist willen tegengaan. Het ligt meer voor de hand om de nationale investeringsinstelling te bouwen vanuit de holding waarin Invest-NL en Invest International zullen opgaan. Dit betekent dat het tijdsad van een eventuele investeringsinstelling samenloopt met het tijdsad van deze integratie, dat tot 1 januari 2028 loopt.

De verwachte publicatiedatum van het rapport van Peter Wennink over de versterking van het Nederlandse investeringsklimaat is na het verschijnen van deze brief. De adviezen van Wennink zijn daarom niet in deze brief geadresseerd. Mogelijke keuzes over die adviezen zijn aan het volgende kabinet. Deze brief gaat eveneens niet specifiek in op de investeringsinstelling zoals deze in het formatiedocument van CDA en D66 is genoemd.

² Hiervoor dient ook een Beleidskompas te worden ingevuld

³ Kamerstukken II, 2025–2026, 35 529, nr. 701

Moties

Uw Kamer heeft eerder verschillende moties ingediend over het onderwerp nationale investeringsinstelling en er zijn toezeggingen gedaan:

- De motie Martens-America/Aukje de Vries die vraagt om te onderzoeken wat de staatsdeelnemingen Invest-NL en Invest International nodig hebben aan (financiële) mogelijkheden om te voldoen aan de toekomstige financieringsbehoefte voor bedrijven met groeiambities, en om daarbij ook te kijken naar zaken als het mandaat. Deze hebben wij afgedaan met een brief aan uw Kamer op 4 november 2025.⁴
- De motie Dassen/Bontenbal die vraagt na te gaan hoe een staatsgarantie verleend kan worden zodat de nieuwe samengevoegde organisatie toegang krijgt tot de kapitaalmarkt, in opmaat naar een volwaardige investeringsbank.
- De motie Van Dijk/Dassen roept op te onderzoeken wat er nodig is om ook de andere in Nederland aanwezige investeringsinstrumenten in één slagkrachtige organisatie te integreren, en daarbij ook een garantie-instrument en een durfkapitaalregeling mee te nemen.
- De motie Dassen die vraagt te onderzoeken hoe Invest-NL kan worden uitgebouwd naar een nationale investeringsbank.
- De motie Vijlbrief over prioriteit geven aan het uitwerken van een aantal punten, waaronder hoe een nationale investeringsinstelling vormgegeven kan worden, zodat een volgend kabinet vanaf de start in staat is snel en zorgvuldig de juiste investeringsbeslissingen te nemen:
 - een lijst opstellen van noodzakelijke investeringen;
 - uitwerken hoe effectiever onderscheid gemaakt kan worden tussen consumptieve uitgaven en investeringsuitgaven;
 - uitwerken hoe een nationale investeringsbank vormgegeven kan worden, op een manier waarop zo veel mogelijk privaat kapitaal gemobiliseerd wordt,
- De Minister van Financiën heeft op 14 mei 2025 in het debat over het rapport-Draghi toegezegd in kaart te brengen wat in verleden aan investeringsfondsen is opgezet, lessen mee te nemen van andere investeringsbanken, en te kijken naar hoe bestaande middelen effectiever in kunnen worden gezet.
- De Minister van Economische Zaken heeft in het tweeminutendebat «verdienvermogen van Nederland» d.d. 3 december 2025 toegezegd met een mijlpalenplanning te komen ten aanzien van de integratie van de Invest-NL en Invest International.

Bij het verkennen van een nationale investeringsinstelling en in het kader van de integratie van Invest International en Invest-NL is naar verschillende onderwerpen gekeken. In het vervolg van deze brief volgt een overzicht van voorlopige inzichten die hieruit in de afgelopen periode naar voren zijn gekomen. Daarnaast is onderzoek uitgezet naar de (on)wenselijkheid, voordelen en risico's van het verhangen van financieringsregelingen van EZ, uitgevoerd door RVO, naar Invest-NL of de Nationale Investeringsinstelling. Hierover wordt uw Kamer spoedig geïnformeerd. Met dit onderzoek en de onderstaande inzichten geeft het kabinet ook invulling aan bovenstaande moties en toezeggingen.

Verder is bij de verschillende onderwerpen ook gekeken vanuit een internationaal perspectief en de ervaring met *national promotional institutes* in het buitenland. Voor verdere lessen uit eerdere fondsen wordt u verwezen naar de grondige analyses van de WRR over het NGF en het

⁴ Kamerstukken II, 2025–2026, 35 123, nr. 45

Fonds Economische Structuurversterking (FES)⁵, alsmede de bij de oprichting van het NGF getrokken lessen uit het FES.⁶ Een aantal van deze lessen worden ook uitgelicht onder het kopje «Lessen uit het verleden».

Inzichten tot dusver

Scope

Relatie tussen scope en saldorelevantie

De vormgevingskeuzes voor een nationale investeringsinstelling beïnvloeden elkaar. Het is belangrijk daarbij dat de inhoudelijke scope effect heeft op het gekozen instrumentarium – sommige gebieden lenen zich voor financieringsinstrumenten (leningen en durfkapitaal), en andere meer voor subsidies. Die inhoudelijke scope en het instrumentarium hangen vervolgens ook weer samen met de belasting van het EMU-saldo (of direct bij kapitaalstortingen, of via de winst/verlies-rekening van de instelling), de sectorindeling (binnen/buiten de overheid) en de budgettaire verwerking. Het is daarbij aan de overheid om haar doelen en strategie te bepalen, maar de sectorindeling is een wezenlijke factor in hoe die strategie uitgevoerd kan worden.

Als bijvoorbeeld de wens is om een investeringsinstelling buiten de overheid te plaatsen, waarbij de kapitaalstortingen (als financiële transacties) het EMU-saldo niet belasten, dan moet de governance van een instelling voldoende op afstand van de overheid staan en dienen de activiteiten voldoende financieel rendement te behalen. Omgekeerd: als er, bijvoorbeeld in verband met maatschappelijke baten, een lager dan marktconform rendement wordt geaccepteerd, dan zal het financiële rendement van de onderneming naar alle waarschijnlijkheid ook niet marktconform zijn. In dat geval komt een investeringsinstelling binnen de overheid terecht. Ook dan is het rendement van een instelling nog wel belangrijk: winst of verlies van een instelling telt via bijvoorbeeld de dividenden mee voor het EMU-saldo.

Hieronder gaan we verder in op financieringsinstrumenten en op subsidies en andere uitgaven. Bij instellingen binnen de sector overheid is het resultaat van een instelling relevant voor het EMU-saldo. Financieringsinstrumenten, zoals durfkapitaal en leningen, dragen bij aan een positief resultaat. Uitgaven, zoals subsidies, belasten het resultaat. Om met financieringsinstrumenten zoveel mogelijk bij te dragen aan de maatschappij, is het belangrijk dat een instelling met die instrumenten investeert in projecten die op de markt niet zelfstandig van de grond komen, maar die wel maatschappelijk gewenst en financieel rendabel zijn. Een nationale investeringsinstelling moet met deze instrumenten optreden daar waar het (private en maatschappelijke) rendement positief is, maar vanwege financieringsknelpunten de financiering niet van de grond komt.

Financieringsinstrumenten

Belangrijke uitgangspunten bij financieringsinstrumenten zijn dat: (1) de nationale investeringsinstelling additioneel aan de markt opereert, en (2) bijdraagt aan verdieping van de Nederlandse kapitaalmarkt door private investeerders te mobiliseren. Als een investeringsinstelling in plaats daarvan zich zou begeven op het terrein waar de markt nu al goed

⁵ Leren investeren. Lessen uit de ontwikkeling van het Nationaal Groeifonds | Working Paper | WRR

⁶ Kamerbrief Nationaal Groeifonds - bijlage E

functioneert, verdringt zij waarschijnlijk reeds bestaande financiering in plaats van dat ze nieuwe financiering mogelijk maakt. Ze zou dan wel een rendement kunnen behalen, maar daarmee geen nieuwe maatschappelijke baten mogelijk maken. En als een investeringsinstelling ook private investeerders kan mobiliseren, kan zij nog extra maatschappelijke baten realiseren.

Hierbij richt een investeringsinstelling zich op projecten die een positieve business case kennen, maar waarvan de financiering door de markt niet van de grond komt. Dit speelt binnen Nederland relatief vaker bij jongere en kleinere bedrijven die innovatief zijn – en daardoor een hoog risico-profiel hebben. Het CPB stelt dat bij projecten van kleine of jonge bedrijven de kans kleiner is dat overheidsgeld wordt ingezet voor investeringen die anders ook wel door de markt zouden zijn opgepakt.⁷ Uit het IBO Bedrijfsfinanciering blijkt dat er een financieringsknelpunt is bij grote risicovolle rondes vanaf circa € 50 miljoen voor scale-ups. Maar ook bij grote of gevestigde bedrijven is het mogelijk dat projecten moeilijk op de private markt financierbaar zijn, door een hoog risicoprofiel. Zo financieren Invest-NL en Invest International nu al regelmatig risicovolle projecten bij gevestigde bedrijven.

Er zijn strikte voorwaarden nodig om additionaliteit aan de markt te garanderen: bedrijven moeten aantoonbaar maken dat zij onvoldoende toegang tot financiering hebben en een nationale investeringsinstelling moet met private partijen cofinancieren om marktverstoring te voorkomen. De instelling richt zich op investeringen die rendabel zijn, maar tegelijkertijd niet door de markt worden verricht. Tussen deze twee criteria zit spanning: hoe meer sprake van marktconformiteit bij een investering, hoe groter de kans dat de markt het al zelf oppakt en overheidsfinanciering dus niet additioneel is.

Een investeringsinstelling kan daarmee op termijn revolverend van karakter zijn. Voor de investeringen die het doet, vloeit toekomstig financieel rendement terug naar de instelling, in de vorm van bijvoorbeeld rente op verstrekte leningen of rendement op het geïnvesteerde kapitaal.

Om additionaliteit aan de markt te borgen moet een instelling worden toegespitst op situaties van marktfalen; daar waar de markt geen efficiënte of maatschappelijk gewenste uitkomst levert. Voorbeelden van marktfalen zijn informatie-asymmetrie (de financier weet minder over het bedrijf dan de ondernemer en kan de risico's moeilijk inschatten), coördinatieproblemen (waarbij meerdere partijen nodig zijn om een investering rendabel te maken), en ontbrekende markten (zoals handelspartners waar geen adequate aanwezigheid is van commerciële banken). Ook positieve externe effecten (maatschappelijke baten die niet zozeer in bedrijfsrendementen landen) kunnen leiden tot marktfalen. Als daarbij echter geen sprake is van een (voldoende) positieve business case, is er vaak een instrument nodig met een subsidiair karakter. In sommige gevallen kan «zachte financiering» een uitkomst bieden (mogelijkheden onder blended finance). Zachte financiering is financiering die net niet marktconform is. Bijvoorbeeld een achtergestelde lening of een lening met lagere rente. Bij grotere onrendabele toppen liggen andere instrumenten, zoals subsidies, meer voor de hand. Ook systeem- of transitiefalen zijn een vorm van marktfalen. Het kan zijn dat hierbij een financieringsinstrument een nuttige rol kan spelen, maar in veel situaties zijn andere instrumenten logischer. Het kan overigens lastig zijn om een marktfalen in de praktijk vast te stellen en te kwantificeren. Dan kan ook gekozen worden om voor deze marktfalens – onder de juiste voorwaarden

⁷ CPB (2024) Publieke projectfinanciering; wanneer en hoe?

– stapsgewijs budget ter beschikking te stellen aan een investeringsinstelling en dit bij succes verder uit te bouwen.

Door gericht in de leemtes van marktfalen te interveniëren wordt de maatschappelijke meerwaarde vergroot en moet verdringing van private activiteiten zoveel mogelijk worden voorkomen. Met inzetten op bijvoorbeeld het verminderen van marktfalen kan de instelling ook helpen om privaat kapitaal te mobiliseren, bijvoorbeeld door een signaalfunctie naar andere investeerders en/of een coördinatiefunctie te vervullen. Daarnaast kan de instelling ook juist financieringsconstructies opzetten om meer privaat kapitaal te mobiliseren, zoals publiek-private financiering (direct of in fonds) en garanties.

Voor financiering van publieke projecten geldt dat projecten met een laag risico, waar nodig, vaak al gefinancierd worden via bijvoorbeeld BNG Bank en Nederlandse Waterschapsbank. Doordat zij inzetten op projecten met lage risico's en stabiele inkomensstromen kunnen zij hiervoor goedkoop geld op de markt ophalen. Of een investeringsinstelling van toegevoegde waarde is voor de financiering (dus via leningen of durfkapitaal) van publieke projecten met hoger risico is nu niet evident en kan nader worden onderzocht.

Subsidies en andere uitgaven

Uitgaven, waaronder subsidies, worden meegenomen in het resultaat van een instelling als deze als binnen de overheid geclassificeerd is. Daarmee zijn ze uiteindelijk EMU-saldo relevant. Ze kunnen technisch gezien wel ondergebracht worden bij een investeringsinstelling – dat gebeurt nu ook al bij Invest International. Mocht er overwogen worden om (voor een investeringsinstelling) nieuwe uitgaves erbij onder te brengen, dan is het belangrijk dat de uitvoering van dergelijke uitgaven door een (nieuw onderdeel van een) investeringsinstelling meerwaarde oplevert. Dat kan door synergiën in de organisatie, of doordat er voor de ondernemer en andere klanten synergie ontstaat. Dat hoeft niet per definitie het geval te zijn en kan per casus bekeken worden. Bij het Nationaal Groeifonds ligt bijvoorbeeld niet in de rede dat subsidies aan grootschalige publiek-private samenwerkingsprogramma's op efficiëntere wijze kunnen worden verstrekt. Dit terwijl er door de grote juridische complexiteit aanzienlijke risico's kleven aan de overplaatsing naar een investeringsinstelling.

Naast de activiteiten vanuit het kernkapitaal kan een investeringsinstelling activiteiten ontplooiën in opdracht van ministeries of internationale instellingen zoals de EU. Deze activiteiten, en daarvoor beschikbaar gestelde middelen vanuit onder meer departementale begrotingen, hebben invloed op het governance-model. Departementen behouden hierbij sturing en beleidsverantwoordelijkheid. De activiteiten moeten gescheiden worden van andere activiteiten, omdat ze niet marktconform zijn. Voorbeelden zijn de huidige BZ-regelingen bij Invest International, of financieringsproducten met zachte voorwaarden, zoals de blended finance middelen bij Invest-NL. Bij zachtere financiering zoals het voorgenomen blended finance instrument onder Invest-NL gelden gunstigere voorwaarden dan in de markt, waardoor deze vorm in feite niet marktconform is, maar wél additioneel. Echter, voor laatstgenoemde activiteiten zijn EMU-saldorelevante middelen benodigd. De instrumenten van Invest International, en blended finance van Invest-NL, moeten op een passende manier worden ondergebracht in de geïntegreerde instelling.

Naast financiële ondersteuning is ook het vervullen van een ontwikkeltaak van belang om marktfalen aan te pakken (zoals Invest-NL in de huidige situatie ook al doet). De ontwikkeltaak is gericht op het signaleren en

adresseren van structurele financieringsknelpunten en het bevorderen van ecosysteemontwikkeling. Dit omvat het inzetten van juridische, technische en marktinhoudelijke expertise om proposities investeerbaar te maken en samenwerking binnen ketens en tussen publieke en private partijen te versterken. Deze ontwikkeltaak wordt momenteel gefinancierd via subsidie vanuit de Staat.

Het is onduidelijk wat de effecten van het onderbrengen van uitgaven bij (een onderdeel van) de instelling kunnen zijn op het totaaloordeel over de classificatie binnen/buiten de overheid (voor verdere toelichting, zie pagina 8 «classificatie CBS»). Vermoedelijk leidt dit tot verdere sturing van de overheid, o.a. door de verplichtingen die gelden voor (onderdelen van) organisaties die subsidies uitvoeren.

Financiering van de instelling

Invloed scope op instelling

Afhankelijk van de aandachtsgebieden van een instelling verandert ook de financieringsbehoefte. Zo kan er bij het ene deelgebied meer durfkapitaal (in de vorm van equity) nodig zijn, en voor de andere eerder leningen. Dit heeft ook implicaties voor of en hoe privaat kapitaal gemobiliseerd kan worden (bijvoorbeeld via het ophalen van privaat kapitaal op de markt door de instelling, of door private co-financiering van projecten). Voor een nationale investeringsinstelling zal de grootte van de financieringsbehoefte en de invulling daarvan daarom nader onderzocht moeten worden.

Relatie tussen classificatie CBS en vormen van financiering

Bij de oprichting van Invest-NL en Invest International heeft het CBS geoordeeld dat beide instellingen onder de sector overheid vallen. De financiering van het kernkapitaal van Invest-NL en Invest International bestaat in de huidige fase – waarin zij conform verwachtingen nog niet revoluerend zijn – uit jaarlijkse kapitaalstortingen door de Staat die in beginsel niet mee tellen voor het EMU-saldo. Wel beoordeelt het CBS, net als bij alle andere instellingen die binnen de sector overheid vallen, de jaarrekening. De resultaten (winst of verlies) worden vervolgens meegenomen in het EMU-saldo.

Daarnaast voert Invest International diverse regelingen uit die op de begroting van het Ministerie van Buitenlandse Zaken en de begroting voor Buitenlandse Handel en Ontwikkelingshulp staan.

Andere financieringsopties voor een instelling zijn een lening of, onder voorwaarden, het aantrekken van vreemd vermogen met een staatsgarantie. Deze opties zijn eerder in kaart gebracht bij de evaluaties van de financiering van zowel Invest-NL en Invest International.^{8, 9} Vanwege de classificatie als sector overheid mogen zij op dit moment geen vreemd vermogen aantrekken door te lenen op de markt. Deze financiële classificatie laat evenwel onverlet dat beide instellingen als private instellingen op afstand van de Staat zijn gepositioneerd, daarbij ingericht conform het deelnemingenbeleid. Door de betrokken ministeries is daar ook altijd op ingezet, zoals de Kamerstukken over de oprichting van beide instellingen bevestigen.¹⁰ Deze afstand tussen de Staat en Invest-NL alsook Invest International waarborgt de zelfstandigheid van de beide ondernemingen en ondersteunt een doelmatige, zakelijke uitvoering van

⁸ Kamerbrief Evaluatie financiering Invest-NL | Kamerstuk | Rijksoverheid.nl

⁹ Kamerbrief over evaluatie financiering Invest International | Kamerstuk | Rijksoverheid.nl

¹⁰ Zie bijvoorbeeld Kamerstukken II 2018/19, 35 123, nr. 3.

de specifieke taken. Daaraan doet de financiële classificatie niet af. Deze zakelijkheid zorgt ervoor dat investeringsbeslissingen niet alleen binnen de doelstellingen en taken moeten passen, maar ook op bedrijfseconomische principes gestoeld dienen te zijn. Door deze afstand wordt politieke inmenging met individuele investeringsbeslissingen voorkomen en kan zelfstandig strategie en investeringsbeleid worden vorm gegeven binnen de gestelde kaders. Gelet hierop kwalificeren beide instellingen niet als bestuursorgaan in de zin van de Algemene wet bestuursrecht, zoals in beide machtigingswetten tot oprichting is bepaald en daarbij is toegelicht.

De benodigde financiering van een potentiële instelling, scope van de instelling en EMU-saldorelevantie en sectorclassificatie door CBS zijn sterk met elkaar verbonden. Om zelfstandig vreemd vermogen op te kunnen halen, zowel met als zonder staatsgarantie, zal de instelling als buiten de sector overheid moeten worden geclassificeerd. Als er bij de oprichting van een nieuwe investeringsinstelling, of bij bestaande instellingen zoals Invest-NL en/of Invest International, de wens bestaat om deze buiten de sector overheid te plaatsen of te herclassificeren, zal het CBS de casus beoordelen, waarbij Eurostat het eindoordeel velt. Bij de beoordeling kijkt het CBS onder meer naar de mate van controle door de overheid en of er voldoende financieel rendement wordt behaald. In dat licht is het relevant hoeveel inmenging er vanuit het Rijk is met de instelling of een deel daarvan. Verder kijkt het CBS naar de businesscase en zal het moeten beoordelen of wordt verwacht dat de nieuwe instelling in de toekomst voldoende rendement zal behalen.

Buitenlandse voorbeelden laten zien dat het mogelijk is dat een investeringsinstelling geheel of deels buiten de sectorclassificatie overheid valt. Het zal sterk van de vormgeving afhangen of (deels) «buiten de overheid» een mogelijkheid is. Relevant in dit verband kan zijn dat Invest-NL en Invest International momenteel binnen de overheid vallen. Mocht een instelling (deels) buiten de overheid vormgegeven kunnen worden, dan zal nader onderzoek moeten uitwijzen wat de mogelijkheden zijn voor een staatsgarantie.

Ook voor saldorelevantie is het oordeel over classificatie belangrijk. Het CBS beoordeelt bij kapitaalstortingen aan partijen buiten de overheid of het om een financiële transactie gaat (niet relevant voor het EMU-saldo) of om een kapitaaloverdracht (wel relevant). Bij een kapitaalstorting is het verwachte toekomstige financieel rendement bepalend; bij een lening kijkt het CBS naar terugbetaling van de hoofdsom en marktconforme rente. Doordat Invest International en Invest-NL momenteel tot de sector overheid behoren, worden stortingen in het kernkapitaal van deze deelnemingen op dit moment automatisch niet als kapitaaloverdracht gerekend omdat de middelen de sector overheid niet verlaten. Alleen winst of verlies van de instelling telt mee voor het EMU-saldo.

Vreemd vermogen en hefboomwerking (leverage)

Zoals hieronder aangegeven maken andere Europese nationale financiële instellingen gebruik van de hefboomwerking (*leverage*) van het eigen vermogen door het aantrekken van privaat vreemd vermogen op de kapitaalmarkt, door obligaties uit te geven.¹¹ Op deze manier wordt ook privaat kapitaal gemobiliseerd. Verder zal het een instelling helpen om financieel zelfstandig en op afstand van de overheid te opereren zoals ook beoogd onder het deelnemingenbeleid.

¹¹ Dit is alleen mogelijk indien de instelling buiten de sector overheid valt.

Als er via vreemd vermogen meer middelen beschikbaar worden gesteld aan een investeringsinstelling, wordt de slagkracht van de instelling vergroot. Hier is het zoeken naar het optimum. Het is van toegevoegde waarde om de slagkracht van de investeringsinstelling te vergroten, tot het punt dat private verdringing dreigt. De absorptiecapaciteit van de Nederlandse economie is beperkt, gegeven diverse schaarstes zoals arbeidsmarktkrapte en netcongestie.

Een consequentie van het aantrekken van privaat vreemd vermogen is dat hier voor de onderneming financieringskosten tegenover staan, in de vorm van rentelasten. Daarmee is financiering via vreemd vermogen in dit geval duurder voor de instelling dan via eigen vermogen (in de vorm van een kapitaalstorting vanuit de staat). Om aan de rentelasten te kunnen voldoen is een stabiele en betrouwbare kasstroom nodig. Hoe meer risico de instelling neemt, hoe onzekerder de kasstroom, hoe hoger de kosten van financiering zullen worden en hoe lager de verwachte hefboomwerking zal zijn. Concreet betekent dit dat een leningenportfolio, die minder risicovol is dan een portfolio met equity-investeringen, zich beter leent voor het creëren van een hefboomwerking. Gezien de aard van de beoogde activiteiten, die naar verwachting risicovoller zijn dan reguliere bancaire financiering (indachtig het additionaliteitsprincipe), zal de instelling waarschijnlijk slechts in beperkte mate vreemd vermogen kunnen aantrekken op de private markt. Een garantstelling van de overheid kan dit verbeteren. Voor werken met een staatsgarantie gelden een aantal beperkende randvoorwaarden, die verder geschetst worden onder het kopje «Financieel toezicht». Voor Invest-NL en Invest International is *leverage* op dit moment geen optie, omdat zij tot de sector overheid behoren. Wel vindt bij hen cofinanciering op projectniveau plaats waarmee privaat kapitaal wordt aangetrokken.

De veronderstelling dat een nationale investeringsinstelling een hefboomwerking van circa tien keer het ingelegde kapitaal zou kunnen realiseren, lijkt in het licht van de hefboom die instellingen in het buitenland genereren niet realistisch. KfW in Duitsland en Bpifrance in Frankrijk maken bijvoorbeeld gebruik van een staatsgarantie om zichzelf te financieren op de kapitaalmarkt. Zij behalen hiermee een hefboomratio van 30% (oftewel circa drie keer) voor KfW en 20% (oftewel vijf keer) voor Bpifrance.¹² Hierbij geldt dat deze beide banken ook actief zijn in het segment MKB-financiering, waar meer hefboom te realiseren is dan in het risicovollere segment. Als een Nederlandse investeringsinstelling meer zou focussen op het risicovollere segment is mogelijk een minder hoge hefboom haalbaar. Een eventuele staatsgarantie is onderhevig aan staatssteunregels en dient te worden beoordeeld door de Europese Commissie. Daarbij moet er een premie betaald worden voor de garantie, om te voorkomen dat er sprake is van staatssteun. De hoogte van de premie en de verdere voorwaarden zouden nader moeten worden onderzocht.

Op de korte termijn zijn kapitaalstortingen de meest voor de hand liggende optie voor financiering van een nationale investeringsinstelling. Dit is hoe Invest-NL en Invest International wat betreft hun kernkapitaal op dit moment ook worden gefinancierd. Hoeveel aanvullende financiering in de toekomst nodig is, hangt uiteraard af van de gekozen scope van de instelling. Op de langere termijn zou een investeringsinstelling zichzelf mogelijk kunnen financieren op de kapitaalmarkt, door (al dan niet met

¹² Voor KfW betreft dit de risicogewogen CET1-ratio, omdat KfW geen ongewogen hefboomratio rapporteert. Dit geeft de verhouding weer tussen het eigen vermogen van de instelling als percentage van de risicogewogen activa.

een staatsgarantie) obligaties uit te geven, mits (dat deel van) de instelling buiten de sector overheid wordt geclassificeerd.

Financieel toezicht

Naast bovengenoemde aspecten brengt het aantrekken van vreemd vermogen ook toezichtregimes voor banken of fondsen in beeld. Financieel toezicht kan bijdragen aan de veiligheid van en het vertrouwen in de instelling. Gedegen toezicht is van belang om adequaat risicomanagement van de instelling te kunnen garanderen. Zeker indien een staatsgarantie wordt verstrekt, zullen risico's van de instelling worden overgeheveld naar de overheid. Conform het beleidskader risicoregelingen dienen deze risico's zoveel mogelijk beperkt te worden. Een voordeel van een gedegen toezichtregime is dat het risico wordt gemitigeerd dat de garantie wordt aangesproken en daarmee impact heeft op de overheidsfinanciën. Een bankvergunning en bijbehorend toezicht is daarbij de meest verregaande optie. De vraag of en welk toezicht wenselijk en noodzakelijk is, hangt af van de vormgeving en financiering van een nationale investeringsinstelling. Een nadeel van een streng toezichtsregime is dat die de risicohouding van de investeringsinstelling inperkt. Juist door risico te nemen kan de investeringsinstelling additioneel aan de markt opereren. Een bankvergunning brengt bijvoorbeeld beperkingen met zich mee voor de risicohouding van de instelling, wat mogelijk op gespannen voet staat met de voorziene activiteiten. Het is hierbij belangrijk om oog te houden voor additionaliteit ten opzichte van bestaande, commerciële banken. Daar staat tegenover dat er zonder een bankvergunning wel diverse beperkingen bestaan voor activiteiten en (zoals hierboven beschreven) bij het aantrekken van vreemd vermogen waar rekening mee moet worden gehouden en die nader zullen moeten worden gewogen.

Lessen uit het buitenland en het verleden

Europese peers

Andere Europese landen, zoals Duitsland, Frankrijk, Denemarken en Polen hebben hun eigen, *national promotional institutes (NPIs)*. Hoewel de instellingen, het investeringslandschap en het overheidsbeleid van deze landen niet één-op-één te vergelijken zijn met Nederland, geven ze beeld bij de inrichting en gebruik in onze buurlanden. De focus en scope van de buitenlandse NPIs verschillen. Bpifrance (Frankrijk) en EIFO (Denemarken) doen aan (brede) bedrijfsfinanciering, terwijl het Duitse KfW ook publieke investeringen doet en een tak heeft die zich richt op investeringen in ontwikkelingslanden. Het Poolse BGK focust zich naast bedrijfsfinanciering en publieke investeringen ook op defensie-uitgaven.

Een deel van de financiering die gedaan wordt door sommige buitenlandse NPIs wordt in Nederland gedaan middels de begroting, zoals investeringen in de energietransitie of de exportkredietverzekering, of via de Nederlandse Waterschapsbank en BNG Bank. Binnen Europa is er geen eenduidige Europese definitie van de scope en focus voor een investeringsinstelling. De NPIs van de betreffende landen maken winst; het is echter niet geëvalueerd of al hun activiteiten ook additioneel zijn.

Daarnaast verschilt de wetgevingsbasis onder de NPIs. In Nederland heeft Invest International bij wet de doelstelling gekregen om bij te dragen aan zowel de Nederlandse economie als aan internationale projecten die voorzien in oplossingen voor wereldwijde vraagstukken. Deze zogenaamde «dubbele doelstelling» zit niet bij alle andere NPIs verankerd in de wet zoals dat bij Invest International wel het geval is.

De WRR beschrijft in het rapport «Leren investeren. Lessen uit de ontwikkeling van het Nationaal Groeifonds» een aantal lessen die bij een nieuw te vormen instelling relevant zijn. Zij geeft aan dat bij het NGF de politieke haast niet strookte met de aanvankelijke institutionele capaciteit en dat er een noodzaak was om deskundigheid en ervaring op te bouwen. De beginjaren van het fonds werden mede daardoor gekenmerkt door improvisatie en noodzaak tot bijsturing. Indien besloten wordt om grootschalige investeringen te doen, zal daarom voldoende institutionele capaciteit beschikbaar moeten zijn. Hiervoor zal tijdig de benodigde expertise en deskundigheid moeten worden opgebouwd. Daarbij was er ook onvoldoende aandacht voor de uitvoeringskant, waaronder de monitoring van projecten. Sindsdien is er door flexibiliteit en lerend vermogen behoorlijk wat veranderd en noemt de WRR het prijzenswaardig dat er op korte termijn een goed functionerende organisatie tot stand is gebracht.

Het investeringsbeleid is ook een politiek vraagstuk, stelt de WRR: waar wil Nederland publieke middelen aan besteden en tegen welke voorwaarden? Dat kan volgens haar nooit helemaal gedepolitiseerd worden. Naar de toekomst toe zal bij de beoordeling van voorstellen recht moeten worden gedaan aan «de politieke dimensie» van dergelijke grote investeringsbesluiten, opdat er een goede publieke betrokkenheid is bij de inhoud van zeer grote projecten.

In de lessen uit het FES wordt tevens benoemd dat er bij het fonds een verleiding bestond om uitgaven in te zetten voor wensen die niet bijdroegen aan het doel van het fonds. Bovendien bestond er een risico op een «geld-zoekt-project»-dynamiek.

Tegen deze achtergrond is het bij de opbouw van een toekomstige investeringsinstelling van belang om: 1) bij de uitbouw van het instrumentarium oog te houden voor de institutionele capaciteit en opbouw hiervan; 2) te waarborgen dat nieuw instrumentarium goed wordt gemonitord en geëvalueerd; 3) verantwoordelijkheden van de betrokken departementen goed te borgen en 4) bij inzet van additionele middelen het risico op een «geld-zoekt-project»-dynamiek te voorkomen, onder andere door een gedegen probleemanalyse. Voorgaande pleit voor een doordachte, lerende en gefaseerde aanpak, waarbij waar mogelijk wordt voortgebouwd op bestaande structuren en initiatieven.

De Minister van Financiën,
E. Heinen

De Minister van Economische Zaken,
V. Karremans

De Staatssecretaris voor Buitenlandse Handel en Ontwikkelingshulp,
A. de Vries