



Brussel, 27.2.2020
C(2020) 1109 final

<p>In de openbare versie van dit besluit zijn, overeenkomstig de artikelen 30 en 31 van Verordening (EU) 2015/1589 van de Raad van 13 juli 2015 tot vaststelling van nadere bepalingen voor de toepassing van artikel 108 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (niet-openbaarmaking van informatie die onder de geheimhoudingsplicht valt), delen van de tekst weggelaten. Weggelaten delen zijn met vierkante haken [...] aangegeven.</p>		<p style="text-align: center;">OPENBARE VERSIE</p> <p>Dit document is een intern document van de Commissie dat louter ter informatie is bedoeld.</p>
---	--	--

Betreft: Staatssteun SA. 55704 (2019/FC) – Nederland
Beweerde steun betreffende het Dutch Venture Initiative (“DVI”)

Excellentie,

1. PROCEDURE

- (1) Op 24 september 2018 heeft de Commissie een klacht ontvangen dat Nederland onrechtmatige staatssteun zou hebben toegekend aan het Dutch Venture Initiative (hierna “DVI”), de private-equityfondsen waarin DVI heeft geïnvesteerd, en de kleine en middelgrote bedrijven (mkb) waarin deze private-equityfondsen hebben geïnvesteerd. De klager voerde ook aan dat Nederland staatssteun heeft verleend aan PPM Oost met het oog te investeren in DVI en dat DVI een niet-marktconforme vergoeding heeft betaald aan het Europees Investeringsfonds (hierna “het EIF”) voor het beheer van DVI.
- (2) Op 8 oktober 2018 heeft de Commissie een niet-vertrouwelijke versie van de klacht doorgestuurd naar de Nederlandse autoriteiten, die op 17 december 2018 een antwoord hebben verstrekt.

Zijne Excellentie de Heer Blok
Minister van Buitenlandse Zaken
Bezuidenhoutseweg 67
NL – 2500 EB Den Haag

- (3) Op 21 december 2018 hebben de diensten van de Commissie de klager overeenkomstig artikel 24, lid 2, van Verordening (EU) 2015/1589 van de Raad (“procedureverordening”)¹ een eerste brief met een voorlopige beoordeling gestuurd. In deze brief, die een niet-vertrouwelijke versie van het antwoord van de Nederlandse autoriteiten bevatte, is verklaard dat de betwiste maatregelen a priori geen staatssteun leken te vormen in de zin van artikel 107, lid 1, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (“VWEU”).
- (4) Op 20 februari 2019 heeft de klager de Commissie aanvullende informatie verstrekt.
- (5) Op 14 maart 2019 heeft de Commissie de inzending van de klager doorgezonden aan Nederland, samen met een verzoek om aanvullende informatie. Op 10 mei 2019 heeft de Commissie een nieuwe schriftelijke bijdrage van Nederland ontvangen.
- (6) Na raadpleging en onderzoek van de documenten en van de beschikbare informatie hebben de diensten van de Commissie op 28 mei 2019 de klager een tweede voorlopige beoordeling toegezonden overeenkomstig artikel 24, lid 2, van de procedureverordening. In deze tweede voorlopige beoordeling, die een niet-vertrouwelijke versie van het antwoord van de Nederlandse autoriteiten van 10 mei 2019 bevatte, is verklaard dat de betwiste maatregelen a priori geen staatssteun lijken te vormen in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU.
- (7) De klager was het oneens met deze conclusie bij brief van 27 juni 2019 en op 31 juli 2019 hebben de diensten van de Commissie nadere toelichting verschaft bij hun brief van 28 mei 2019.
- (8) De klager heeft zijn antwoord verder gemotiveerd op 30 augustus 2019 en heeft aanvullende informatie verschaft op 15 oktober 2019. De klager heeft de Commissie op 23 oktober 2019 meegedeeld dat hij meer informatie zou bezorgen. Hij heeft de Commissie verzocht geen besluit te nemen vooraleer zij deze informatie zou ontvangen. Op 2 december 2019 heeft de Commissie van de klager een nieuwe reeks inlichtingen ontvangen.
- (9) Op 3 december 2019, 10 januari 2020 en 14 februari 2020 heeft de Commissie een aantal definitieve vragen om verduidelijking gericht tot de Nederlandse autoriteiten, die op 10 december 2019, 20 januari 2020 en 14 februari 2020 hebben geantwoord.

¹ Verordening (EU) 2015/1589 van de Raad van 13 juli 2015 tot vaststelling van nadere bepalingen voor de toepassing van artikel 108 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (PB L 248 van 24.9.2015, blz. 9).

2. ACHTERGROND: DE BEWEERDE BEGUNSTIGDEN

2.1. DVI

- (10) DVI is een dakfondsstructuur² voor private-equity, die gezamenlijk is opgezet door het Nederlandse ministerie van Economische Zaken en Klimaat (“MEZK”), het Europees Investeringsfonds (“EIF”) en PPM Oost, en wordt gefinancierd door het EIF en het MEZK via PPM Oost.
- (11) Er zijn twee DVI-fondsen opgericht als SICAR³ naar Luxemburgs recht⁴, namelijk DVI I en DVI II⁵, respectievelijk in augustus 2013⁶ en april 2016.
- (12) DVI I heeft een omvang van 202,5 miljoen EUR, waarin het MEZK via PPM Oost en het EIF respectievelijk 130 miljoen EUR en 67,5 miljoen EUR hebben bijgedragen⁷. De resterende investering van 5 miljoen EUR was afkomstig van de overheidsinstelling Brabantse Ontwikkelings Maatschappij⁸. DVI II werd gefinancierd met 100 miljoen EUR van het MEZK via PPM Oost en 100 miljoen EUR van het EIF.

2.2. EIF

- (13) Het EIF is een gespecialiseerde aanbieder van risicofinanciering voor het mkb in Europa. De aandeelhouders van het EIF zijn de Europese Investeringsbank (59,2 %), de Europese Unie (vertegenwoordigd door de Europese Commissie) (29,7 %) en een brede waaier van openbare en particuliere banken en financiële instellingen.

² Een “dakfonds” is een investeringsfonds dat in andere fondsen investeert in plaats van rechtstreeks in aandelen, obligaties en andere effecten.

³ Société d'investissement en capital à risque.

⁴ Wet van 15 juni 2004 betreffende de Société d'investissement en capital à risque (SICAR) (<http://legilux.public.lu/eli/etat/leg/loi/2004/06/15/n1/jo>).

⁵ Dutch Venture Initiative S.A. SICAR (hierna “DVI I”) en Dutch Venture Initiative II S.A. SICAR (hierna “DVI II”).

⁶ DVI I was eind 2015 volledig vastgelegd (en de inschrijvingen werden definitief afgesloten op 10 oktober 2016).

⁷ De eerste afsluiting van het fonds vond plaats met een bedrag van 150 miljoen EUR, waarbij PPM Oost en het EIF elk 100 miljoen EUR vastlegden. De vastlegging van het EIF was echter beperkt tot één derde van de totale omvang van het fonds (d.w.z. een omvang van 50 miljoen EUR bij de eerste afsluiting). Op 10 december 2014 heeft de Brabantse Ontwikkelings Maatschappij aangekondigd tot het kapitaal van DVI te zullen toetreden met 5 miljoen EUR, zodat de totale vastleggingen in DVI uitkomen op 157,5 miljoen EUR omdat deze vastlegging een bijkomende vastlegging van 2,5 miljoen EUR door het EIF genereerde. Op 16 juli 2015 zijn de totale vastleggingen voor DVI opnieuw verhoogd. PPM Oost zorgde voor een bijkomende vastlegging van 30 miljoen EUR, hetgeen automatisch leidde tot bijkomende vastleggingen van 15 miljoen EUR vanwege het EIF.

⁸ De Brabantse Ontwikkelings Maatschappij is de ontwikkelingsmaatschappij voor de provincie Noord-Brabant en werd opgericht door de provincie Noord-Brabant en het ministerie van Economische Zaken en Klimaat.

- (14) Het EIF heeft middelen voor de DVI-fondsen vastgelegd (zie punt (12)), treedt op als adviseur van de DVI-fondsen en verricht voor hen het fondsbeheer. In het DVI-mandaat zijn de DVI-fondsen en het EIF overeengekomen dat zij het EIF een beheersvergoeding van 0,75 % per jaar zouden verlenen, samen met een carried interest van 10 % voor een rendement boven een “hurdle rate”⁹ van 5 % internal rate of return (“IRR”)¹⁰.

2.3. PPM Oost

- (15) PPM Oost, inmiddels omgedoopt tot Oost NL, is als publieke ontwikkelingsmaatschappij voornamelijk actief in het oostelijke deel van Nederland. Zij investeert in ondernemingen van die regio (vooral in het mkb) waaraan zij ook andere steun verleent. De aandeelhouders van PPM Oost zijn de provincies Gelderland en Overijssel (met belangen van respectievelijk 29,8 % en 13,2 %), de Universiteit Twente (2,4 %), de Regio Twente (met één aandeel) en het MEZK (dat de resterende 54,6 % bezit)¹¹.
- (16) PPM Oost is door de Nederlandse Staat gebruikt als kanaal voor zijn investeringen in DVI. De betrekkingen tussen PPM Oost en de Nederlandse Staat worden nader omschreven in een overeenkomst tussen DVI en PPM Oost. Volgens deze overeenkomst wordt het volledige risico van de investeringen van DVI door de Nederlandse Staat gedragen, hetgeen wil zeggen dat de Nederlandse Staat alle potentiële winsten van de investeringen zal ontvangen en ook alle eventuele verliezen zal dragen¹². De overeenkomst bepaalt ook dat PPM Oost alle opbrengsten uit DVI moet bewaren op een afzonderlijke rekening, die PPM Oost niet mag gebruiken voor andere doeleinden dan de uitvoering van DVI.
- (17) PPM Oost heeft een faciliterende rol en verleent ondersteuning en diensten, bijvoorbeeld met betrekking tot kapitaalopvragingen voor de DVI-fondsen (nadat de geldmiddelen zijn vastgelegd, gaat het bij een kapitaalopvraging om de daadwerkelijke overdracht van middelen). In dit verband heeft PPM Oost ook het recht twee leden in de raad van bestuur en twee leden in het investeringscomité van DVI aan te stellen.
- (18) De Nederlandse Staat vergoedt PPM Oost voor de administratieve taken die zij vervult met betrekking tot DVI. Concreet heeft de vergoeding betrekking op bijvoorbeeld de personeelskosten en juridische kosten die PPM Oost maakt

⁹ Een “hurdle rate” betekent dat deze carried interest alleen wordt toegepast op het rendement boven de hurdle rate. Indien een fonds bijvoorbeeld een rendement van 8 % realiseert (d.w.z. 3 % boven de hurdle rate van 5 %), zou de fondsbeheerder een extra vergoeding van 30 basispunten ontvangen (d.w.z. 10 % van 3 %).

¹⁰ De IRR is een disconteringsvoet die de netto contante waarde (NPV) van alle kasstromen van een specifiek project gelijk aan nul maakt.

¹¹ Zie het jaarverslag 2018:
https://oostnl.nl/sites/default/files/attachments/Jaarverslag%20Oost%20NL%202018_0.pdf

¹² De Nederlandse Staat heeft aangevoerd dat de financiering wettelijk gezien een subsidie in de vorm van een geldlening was maar dat de risico's en de opbrengsten volgens de overeenkomst voor rekening van de Staat waren.

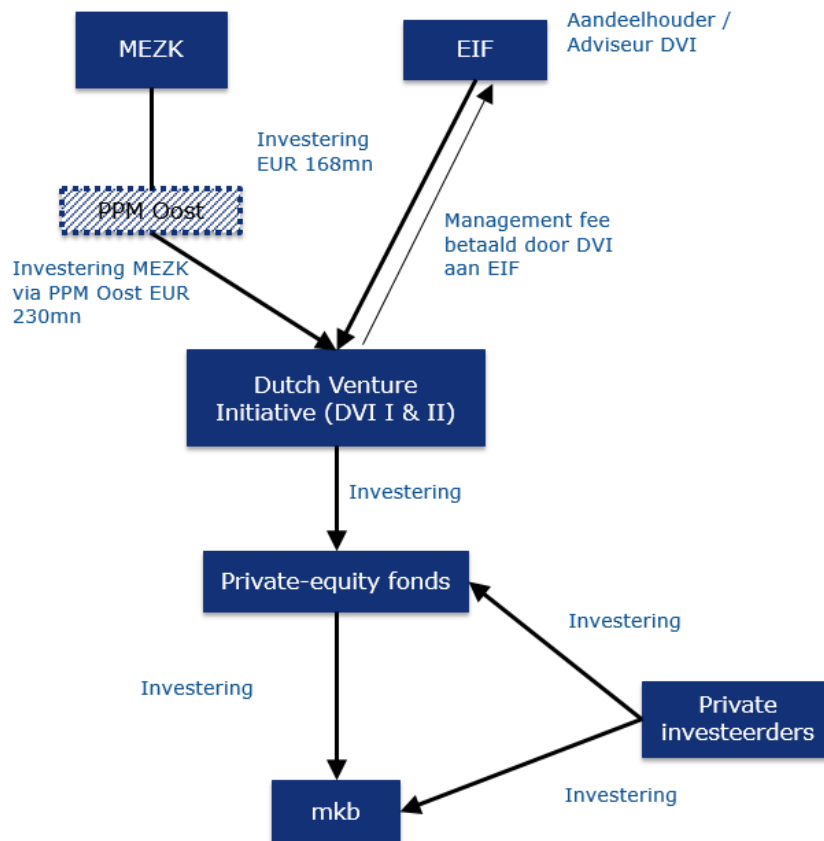
voor haar werkzaamheden met betrekking tot DVI. Een onafhankelijke auditeur valideert een financieel verslag dat ook over deze vergoeding handelt. Volgens het verslag voor 2018 zijn binnen PPM Oost een tot twee voltijdequivalenten (“VTE”) toegewezen voor het beheer van de participatie in DVI. De vergoeding bedroeg bijgevolg 51 000 EUR in 2018, 97 000 EUR in 2017 en 90 000 EUR in 2016.

2.4. Private-equityfondsen en mkb

- (19) DVI belegt in private-equityfondsen die investeringen verrichten in mkb-aandelen. DVI I heeft zich gecommitteerd in 14 verschillende private-equityfondsen¹³, die eind 2017 130 investeringen hadden verricht in het mkb. Eind 2017 had DVI II zich gecommitteerd in drie verschillende private-equityfondsen voor een bedrag van 60,5 miljoen EUR. Eind 2017 hadden deze fondsen geïnvesteerd in 23 kleine en middelgrote bedrijven. De vastleggingen van DVI in private-equityfondsen variëren gewoonlijk van 5 tot 20 miljoen EUR.
- (20) Wanneer DVI in private-equityfondsen investeert, doet zij dat altijd samen met andere particuliere investeerders (op gelijke voet “pari passu”). Meestal bedraagt de participatie van DVI in de onderliggende fondsen 5 % tot 30 %; eind 2017 bedroeg de gemiddelde participatiegraad 11,4 %.
- (21) DVI streeft er doorgaans naar te investeren in snelgroeiende en innovatieve kleine en middelgrote ondernemingen. De gemiddelde investering in een dergelijke onderneming door private-equityfondsen bedraagt 4,6 miljoen EUR¹⁴. De kleine of middelgrote onderneming waarin geïnvesteerd wordt, is gemiddeld 6 jaar en 1 maand oud.
- (22) In onderstaande grafiek 1 wordt een overzicht gegeven van de structuur van DVI en van de verschillende actoren/investeerders.

¹³ Prime Ventures IV, Gilde Healthcare III, Newion Investments II, Karmijn Kapitaal I, Aglaia Oncology Fund II, Life Science Partners V, Forbion Capital Fund III, Gilde Healthcare Services II, henQ III, Endeit Fund II, European Angels Fund – EAF Netherlands, HPE Fund II, SET Fund II en Keen Venture Partners Fund.

¹⁴ Zie <https://www.dialogic.nl/wp-content/uploads/2019/02/financieringsmonitor-en-evaluaties-diverse-financieringsinstrumenten-3-1.pdf>



Grafiek 1 - Overzicht van de structuur van DVI (exclusief de Brabantse Ontwikkelings Maatschappij, die aandeelhouder voor DVI I was)

3. STANDPUNT VAN DE KLAGER: DE BEWEERDE STAATSTEUNMAATREGELEN

(23) Op 24 september 2018 heeft de Commissie een klacht ontvangen dat Nederland onrechtmatige staatssteun zou hebben toegekend aan een aantal actoren die bij DVI betrokken zijn: DVI, het EIF, PPM Oost, de private-equityfondsen waarin DVI investeert en de kleine en middelgrote bedrijven (mkb) waarin de private-equityfondsen investeren. Concreet voert de klager aan dat er steun vervat is in:

- de financiële overeenkomst tussen de Nederlandse Staat en PPM Oost;
- de investering van PPM Oost in DVI;
- de beheersvergoeding die DVI aan het EIF betaalt;
- de investeringen van DVI in private-equityfondsen; en
- de investeringen van door DVI gefinancierde private-equityfondsen in het mkb.

- (24) De klager is [...]. Dit fonds had als doelstelling een dakfondsstructuur op te zetten via welke particuliere investeerders (zoals pensioenfondsen) indirect in Nederlandse kleine en middelgrote ondernemingen konden investeren. De klager voert aan – ten gevolge van de onrechtmatige steun – moeilijkheden te hebben ondervonden om particuliere financiering aan te trekken en ook minder investeringskansen te hebben gehad (aangezien er te veel inschrijvingen waren voor de private-equityfondsen waarin de klager mogelijk wenste te investeren).

3.1. Beweerde onrechtmatige steun aan DVI

- (25) Ten eerste, wat de staatsmiddelen en de toerekenbaarheid aan de staat betreft, voert de klager aan dat DVI op initiatief van het MEZK is opgezet en niet onafhankelijk van de staat werd bestuurd. Ten tweede, andere aandeelhouders van PPM Oost hebben afstand gedaan van hun stemrechten voor beslissingen van PPM Oost met betrekking tot DVI¹⁵. Ten derde, merkt de klager op dat de financiering van DVI formeel gezien een geldlening was, die opgenomen was in de begroting van de Nederlandse Staat. Ten vierde, worden sommige leden van de directieraad en het investeringscomité van DVI benoemd met de goedkeuring van het MEZK. Daarom worden volgens de klager de investeringen in DVI met staatsmiddelen bekostigd en kunnen deze aan de Nederlandse Staat worden toegerekend.
- (26) Ook zou de Nederlandse Staat DVI een selectief voordeel hebben verleend. Volgens de klager heeft DVI op een niet-marktconforme wijze een investering van de Nederlandse Staat gekregen. Hij wijst er met name op dat de Nederlandse Staat geen andere particuliere investeerders heeft kunnen aantrekken voor DVI. De Nederlandse pensioenfondsen die werden benaderd om een investering in DVI te verrichten, hebben besloten om niet te investeren. Indien de markt niet heeft geïnvesteerd, betekent dat volgens de klager dat de investering in DVI niet marktconform was. Voorts heeft het MEZK steun aan DVI verleend om particuliere investeerders in DVI aan te trekken, hetgeen bijgevolg staatssteun vormt.
- (27) De klager voert aan dat zelfs indien de staat PPM Oost had opgedragen om zich als een investeerder in een markteconomie te gedragen, dit niet mogelijk is omdat PPM Oost tot doel heeft leningen toegankelijker te maken voor het mkb in Nederland.
- (28) Met betrekking tot de vaststelling dat PPM Oost in DVI onder dezelfde voorwaarden investeert als het EIF, merkt de klager op dat dit een selectief voordeel voor DVI niet uitsluit. In de eerste plaats heeft PPM Oost twee derde van het kapitaal geïnvesteerd en kan zij meer leden in de directieraad en het investeringscomité aanstellen dan het EIF.
- (29) Voorts handelt het EIF volgens de klager niet als een marktdeelnemer in een markteconomie aangezien het een publieke onderneming is en zijn

¹⁵ Om die reden kan het MEZK volgens de klager eenzijdige beslissingen nemen met betrekking tot DVI.

bedrijfsdoelstellingen niet die van een marktdeelnemer in een markteconomie zijn. Aangezien het ontbreekt aan particuliere investeerders met zuiver economische doelstellingen is het pari-passubeginsel dan ook niet van toepassing. De klager voert ook aan dat het hefboomeffect dat het MEZK tot stand wil brengen (volgens de Nederlandse Staat levert één euro die in DVI wordt geïnjecteerd, een opbrengst van 4 EUR op voor de Nederlandse economie), niet verenigbaar is met de doelstellingen van een marktdeelnemer in een markteconomie om een zo hoog mogelijk rendement op zijn investering te behalen.

- (30) De klager vermeldt ook dat volgens sectorgegevens het historisch rendement van durfkapitaalfondsen met beleggingen in aanloopinvesteringen, negatief was met een gepoolde IRR van -0,13 % (gemeten over meer dan 400 fondsen). Durfkapitaalfondsen die in een later stadium investeringen verrichten, haalden een opbrengst van 2,37 % (gemeten over meer dan 100 fondsen). Volgens de klager tonen deze cijfers van meer dan 500 durfkapitaalfondsen duidelijk aan dat een marktconforme opbrengst niet kon worden verwacht.

3.2. Beweerde onrechtmatige steun aan het EIF

- (31) Volgens de klager betaalt DVI het EIF een niet-marktconforme vergoeding voor het beheer van de DVI-fondsen. De klager wijst er bijvoorbeeld op dat twee andere particuliere dakfondsen een lagere vergoedingenstructuur hadden.

	DVI I en II	Aurora	WMP FoF
Vaste jaarlijkse beheersvergoeding	0,75 %	0,75 % (voor investeringen van meer dan 35 miljoen EUR)	0,61 %
Hurdle rate	5 %	8 %	8 %
Carried interest boven hurdle rate	10 %	8 %	10 %

Tabel 1- Vergoedingenstructuur van het EIF en van twee andere dakfondsen (alle cijfers worden uitgedrukt als percentage van de beheerde activa). Bron: door klager ingediende informatie van 20 februari 2019

- (32) Voorts voert de klager aan dat het niet-aanbesteden van het beheer van de DVI-fondsen betekent dat de aan het EIF betaalde vergoedingen (en daarmee ook het rendement op de investering van DVI) niet marktconform zijn.

3.3. Beweerde onrechtmatige steun aan PPM Oost

- (33) Volgens de klager heeft PPM Oost een voordeel ontvangen via de lening van het MEZK. PPM Oost is ook beschermd tegen de risico's die verbonden zijn aan deze investering.
- (34) De klager voert ook aan dat PPM Oost mede-investeerder is met DVI. In sommige gevallen investeert PPM Oost via een ander fonds in dezelfde onderliggende beleggingen als DVI. Daarom beweert de klager dat PPM Oost niet kan worden aangemerkt als een "doorgeefvehikel" in de zin van de richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van

risicofinancieringsinvesteringen (“richtsnoeren risicofinanciering”)¹⁶. Volgens de klager ontvangt PPM Oost een bijkomend voordeel dankzij de kennis die zij via DVI heeft verkregen en die zij voor haar eigen beleggingen gebruikt.

3.4. Beweerde onrechtmatige steun aan private-equityfondsen en aan het mkb

- (35) De klager voert aan dat aangezien de investering van de Nederlandse Staat in DVI niet marktconform is, de onderliggende investeringen in private-equityfondsen en het midden- en kleinbedrijf aan de zijde van de ontvangers evenmin marktconform kunnen zijn.
- (36) Volgens de klager moeten de investeringen in de eerste plaats met een zuiver commercieel doel worden verricht om te voldoen aan het beginsel van de marktdeelnemer in een markteconomie. Het feit dat het MEZK als doelstelling heeft risicokapitaal meer toegankelijk te maken voor het Nederlandse mkb, bewijst dat dit niet het geval is.
- (37) In de tweede plaats streeft het EIF ernaar het aandeel van DVI op het gebied van private-equityfondsen zoveel mogelijk te beperken en investeert het niet in fondsen die erin slagen zelf voldoende particuliere investeerders aan te trekken. Het EIF kan in de fondsen beleggen in twee rondes, waarbij een te investeren bedrag bewaard wordt voor de tweede ronde ingeval er niet voldoende particuliere investeerders zijn. Volgens de klager zouden normale marktdeelnemers er niet naar streven hun aandeel te beperken wanneer fondsen veelbelovend zijn (en daardoor potentieel overtekend). Voorts kan het paripassubeginsel alleen worden toegepast voor investeringen die tegelijkertijd plaatsvinden. Volgens de klager is niet aan dit criterium voldaan aangezien de investering van DVI het voor particuliere investeerders interessant maakt ook achteraf in de private-equityfondsen te participeren (het EIF helpt deze fondsen met andere woorden een eerste afsluiting te realiseren)¹⁷.

4. STANDPUNT VAN NEDERLAND

- (38) De Nederlandse autoriteiten zijn van mening dat er geen onrechtmatige staatssteun is verleend aan DVI, noch aan de verschillende betrokken actoren.
- (39) Meer in het bijzonder zijn zij van mening dat er geen selectief voordeel is voor DVI, noch voor enige van de betrokken actoren: op basis van de beoordelingscriteria bedoeld in de punten 86 en 87 van de mededeling van de

¹⁶ Punt 39 van de mededeling van de Commissie – Richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicofinancieringsinvesteringen (PB C 19 van 22.1.2014, blz. 4).

¹⁷ De klager verwijst naar de studie voor de evaluatie van DVI die onder meer vermeldt dat de reputatie van het EIF een positieve invloed heeft (en investeringen helpt aan te trekken), vooral bij de eerste afsluiting. EIF participeert minder in vervolginvesteringen, hetgeen volgens de studie zou bijdragen tot de doelstelling om particuliere investeringen aan te jagen.

Commissie betreffende het begrip "staatssteun"¹⁸ merken de Nederlandse autoriteiten op dat de overheidsfinanciering pari passu met investeringen van particuliere investeerders is verstrekt en bijgevolg geen staatssteun vormt.

4.1. Beweerde onrechtmatige steun aan DVI

- (40) Nederland beklemtoont dat het gedrag van DVI op het gebied van investeringen op marktbeginnselen is gebaseerd. Dit is vastgelegd in het memorandum inzake onderhandse plaatsing van DVI I en DVI II en in de fondsdocumentatie. De Nederlandse autoriteiten wijzen er eveneens op dat, volgens de Luxemburgse regelgevingsrichtsnoeren inzake SICAR¹⁹, een SICAR het uitgesproken voornemen heeft in het algemeen financiële activa te verwerven om deze met winst te verkopen. De circulaire van de Luxemburgse toezichthouder verklaart verder: "Om de winsten uit beleggingen voor de aandeelhouders van de SICAR te maximaliseren, zal de SICAR vaak ingrijpen in het beheer van de portefeuilleondernemingen via adviesverlening of vertegenwoordiging in de beheersorganen van de portefeuilleonderneming, en daarbij streven naar waardecreatie via herstructurering, modernisering en de ondersteuning van maatregelen die de toewijzing van middelen kunnen verbeteren."
- (41) Voorts onderstrepen de Nederlandse autoriteiten dat PPM Oost in de DVI-fondsen heeft geïnvesteerd onder dezelfde voorwaarden als het EIF, dat zich ook gedraagt als een marktdeelnemer. Aangezien de Nederlandse Staat de DVI-fondsen via PPM Oost heeft gefinancierd als een marktdeelnemer in een markteconomie, vormt deze financiering geen enkel voordeel voor DVI. Derhalve is aan DVI geen staatssteun verleend.
- (42) De Nederlandse autoriteiten voeren aan dat de afwezigheid van andere particuliere investeerders zoals pensioenfondsen op zich niet aantoonde dat aan DVI een selectief voordeel is verleend²⁰. Zij zijn tot de conclusie gekomen dat pensioenfondsen investeringen zoals DVI vaak te klein achten of niet passend gelet op de beperkingen van hun mandaten. Concreet gezien passen kleinere investeringen (zoals DVI) niet altijd in het mandaat en om die reden geven pensioenfondsen vaak de voorkeur aan investeringen in grotere fondsen. Ten slotte worden de dubbele beheersvergoedingen (op het niveau van het fonds en op het niveau van het dakfonds) door pensioenfondsen negatief ervaren. De Nederlandse autoriteiten stellen dat pensioenfondsen vaak de mogelijkheid

¹⁸ Mededeling van de Commissie betreffende het begrip "staatssteun" in de zin van artikel 107, lid 1, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (C 2016/2946) (PB C 262 van 19.7.2016, blz. 1).

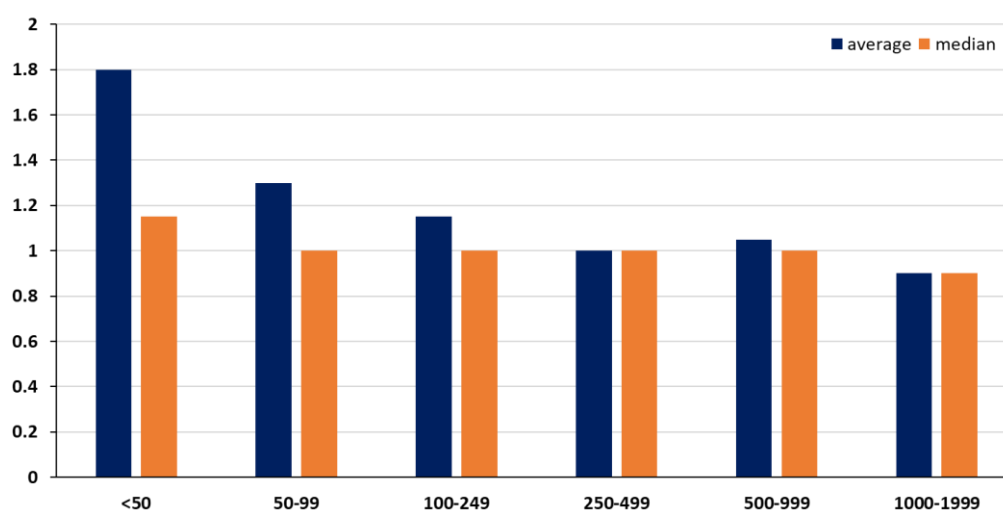
¹⁹ Circular CSSF 06/241 van 5 april 2006, "The concept of risk capital under the Law of 15 June 2004 relating to the investment company in risk capital (SICAR)", https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Circulaires/Hors_blanchiment_terrorisme/cssf_06_241eng.pdf

²⁰ Er werden pensioenfondsen aangesproken om rechtstreeks in de DVI-fondsen, d.w.z. de dakfondsen, te investeren. Het DVI-initiatief werd bij institutionele beleggers algemeen bekendgemaakt. Toch heeft geen enkel pensioenfonds daadwerkelijk in de DVI-fondsen geïnvesteerd.

hebben om rechtstreeks in de onderliggende private-equityfondsen te beleggen en zo de vergoedingen op het niveau van het dakfonds kunnen ontwijken.

4.2. Beweerde onrechtmatige steun aan het EIF

- (43) Volgens de Nederlandse autoriteiten is de beheersvergoeding die het EIF voor zijn activiteiten als adviseur ontvangt, marktconform. De beheersvergoeding bestaat uit drie componenten; namelijk: de vaste jaarlijkse beheersvergoeding, de “hurdle rate” en een “succespremie”, ook “carried interest” genoemd.
- (44) De Nederlandse autoriteiten merken op dat de beheersvergoedingen voor fondsen op maat gesneden zijn en dat de gehele vergoeding werd beoordeeld en in rekening werd gehouden wanneer de contracten met het EIF werden afgesloten. Investeerders in fondsen of dakfondsen bepalen de vaste beheersvergoeding, de “hurdle rate” en de “carried interest rate” met betrekking tot het beleggingsmandaat van het fonds of het dakfonds. Volgens de Nederlandse autoriteiten bedraagt de gemiddelde beheersvergoeding voor private-equitydakfondsen ongeveer 1 %. DVI betaalt het EIF een vaste beheersvergoeding van 0,75 %, hetgeen onder het marktgemiddelde is. Meer gedetailleerde informatie is te vinden in grafiek 2 hieronder.



Grafiek 2 – Vaste jaarlijkse beheersvergoeding (% - verticale as) vs omvang van het fonds (miljoen USD – horizontale as) voor private-equityfondsen Bron: Preqin Private Equity Fund of Funds Review en Preqin online database.

- (45) Voorts zijn de DVI-fondsen geëvalueerd door een extern onderzoeksbureau²¹. In het evaluatieverslag is de marktconformiteit van zowel de vaste beheersvergoeding als de carried interest bevestigd: “In het DVI-mandaat is afgesproken dat EIF hier een management-fee van 0,75% per jaar voor krijgt. Gesprekspartners uit diverse gelederen zien dit als marktconform, zeker gezien

²¹ Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative, 21 december 2018 (<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/blg-872049>).

de kwaliteit van activiteiten als de due diligence.” “Bovenop de management-fee ontvangt EIF ook carried-interest (een deel van de winst), te weten 10% vanaf de “hurdle” van 5% effectief rendement (IRR). Van de dakfondsen die in 2016 en 2017 zijn gestart heeft 42% een carried-interest van 10% of meer. De carried-interest van EIF is daarmee marktconform.”

- (46) Wat de hurdle rate van 5 % betreft, zijn de Nederlandse autoriteiten van mening dat hiermee rekening wordt gehouden met het specifieke mandaat van de Nederlandse Staat (investeringen in durfkapitaalfondsen). Op andere fondsen, met name hefboomfondsen (die door een aanzienlijk hefboomfinanciering en dus een hoger risico worden gekenmerkt), zouden hogere hurdle rates kunnen worden toegepast. De Nederlandse autoriteiten achten een hurdle rate van 5 % echter passend voor de DVI-fondsen. Zij vinden dat een hogere hurdle rate de fondsbeheerder niet voldoende stimuleert om de carried interest van 10 % te halen en zij hechten waarde aan deze commerciële stimulans voor het fondsbeheer.
- (47) De Nederlandse autoriteiten concluderen dan ook dat de aan het EIF betaalde vergoeding marktconform is.
- (48) Tot slot kan het EIF als orgaan van de Europese Unie volgens de Nederlandse autoriteiten niet worden aangemerkt als onderneming en kan de vergoeding die het ontvangt voor zijn activiteiten als fondsbeheerder, niet worden beschouwd als staatssteun.

4.3. Beweerde onrechtmatige steun aan PPM Oost

- (49) De Nederlandse autoriteiten merken op dat de Nederlandse Staat de facto zowel aan de (opwaartse) winst als aan (neerwaartse) verliezen van de investeringen in DVI is blootgesteld. De Nederlandse Staat wijst erop dat de relatie met PPM Oost geregeld wordt door de overeenkomsten tussen de Nederlandse regering en PPM Oost²². PPM Oost draagt geen risico. Volgens de Nederlandse autoriteiten behoudt de Nederlandse Staat de volle economische eigendom van de investering in DVI en treedt PPM Oost alleen op als een doorgeefluik dat de inkomsten van de investeringen in de fondsen van DVI overmaakt aan de staatsbegroting. Concreet worden de investeringen in en de opbrengsten uit de DVI-fondsen opgenomen in de begrotingen van het MEZK²³.
- (50) De Nederlandse Staat merkt ook op dat er geen sprake is van overcompensatie van PPM Oost voor de diensten die deze verricht. Volgens de Nederlandse autoriteiten zijn de kosten die door PPM Oost worden aangerekend, passend en evenredig gelet op de omvang van de DVI-fondsen en de werkzaamheden die

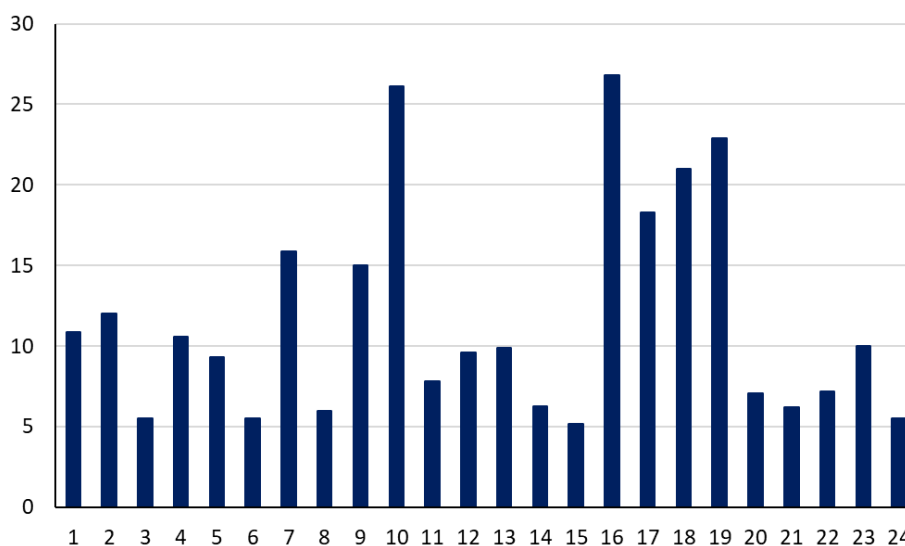
²² Ten tijde van de oprichting van DVI I en DVI II was de contractpartner voor een deel PPM Oost-Nederland N.V. Na de fusie met de Ontwikkelingsmaatschappij Oost N.V. werd Oost NL, de huidige contractpartij, opgericht.

²³ Vaststelling van de begrotingsstaten van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (XIII) voor het jaar 2019, Kamerstuk 35000-XIII, Nr. 2.

PPM Oost verricht. Om ervoor te zorgen dat PPM Oost geen overcompensatie krijgt, wordt in overleg met Nederland elk jaar een financieel verslag opgesteld, dat door een onafhankelijke accountant wordt gevalideerd. Ook werd de kostenstructuur gepast in rekening genomen voor het contract met PPM Oost werd afgesloten.

4.4. Beweerde onrechtmatige steun aan private-equityfondsen en aan het mkb

- (51) De Nederlandse autoriteiten beklemtonen dat DVI marktconform handelt. In alle gevallen bezit DVI slechts een minderheidsbelang in een private-equityfonds (d.w.z. DVI heeft in de praktijk tussen 5 en 30 % van het totale investeringsbedrag van een private-equityfonds verstrekt). Artikel 4 van het vertrouwelijke memorandum inzake onderhandse plaatsing van DVI bepaalt met name: *“De onderneming [DVI] streeft ernaar participaties aan te gaan voor maximaal [...] % van de geaggregeerde commitments van een beleggingsfonds, met een maximum van [...] %; om deze grens van [...] % te beoordelen worden participaties die de adviseur in het desbetreffende beleggingsfonds aanhoudt (in eigen naam dan wel als beheerder/gemachtigde/trustee/adviseur voor anderen), gevoegd bij de participatie van de onderneming.”* Het EIF als adviseur van DVI controleert en valideert het minimum van [...] % voor particuliere mede-investeerders in de door DVI gefinancierde durfkapitaalfondsen. De Nederlandse autoriteiten voeren ook aan dat dit al gebeurt voor de eerste afsluiting. Volgens gegevens van de Nederlandse autoriteiten bedraagt het aandeel van DVI in de onderliggende durfkapitaalfondsen gemiddeld 11,7 % terwijl het aandeel van particuliere investeerders 67 % bereikt.



Grafiek 3 - Omvang in % van de bijdrage van DVI (verticale as) aan de onderliggende private-equityfondsen (horizontale as) Bron: antwoord van Nederland van 10 mei 2019.

- (52) DVI is vaak een van de contribuanten bij een eerste afsluiting, maar volgens de Nederlandse autoriteiten investeert DVI bij een eerste afsluiting altijd in onderliggende fondsen onder dezelfde voorwaarden als particuliere investeerders, waarbij deze particuliere investeerders bijvoorbeeld family offices omvatten. Deze pari-passubenedering geldt ook voor een eventuele tweede afsluiting. Daarbij voeren de Nederlandse autoriteiten ook aan dat DVI systematisch zelf het risico en rendement beoordeelt van de investeringen vooraleer ze te maken. De Nederlandse autoriteiten zijn daarom van mening dat er geen sprake is van staatssteun aan de private-equityfondsen waarin de fondsen van DVI investeren.
- (53) De Nederlandse autoriteiten voeren aan dat DVI fondsen selecteert op basis van meerdere criteria waaronder de resultaten van investeringen, professioneel fondsenbeheer, realiteitszin in de aannames voor investeringen, enz. De door DVI gefinancierde fondsen handelen ook marktconform rekening houdend met hun resultaten en hun vooruitzichten voor toekomstige financiering. De investeringen in het mkb verlopen dus marktconform. De Nederlandse autoriteiten concluderen dan ook dat er geen sprake is van staatssteun op het niveau van het mkb.
- (54) Ten slotte merken de Nederlandse autoriteiten op dat de investeringen van DVI tot op heden hebben geresulteerd in een totaal rendement van 23 miljoen EUR²⁴. Deze prestatie (waarbij het terugtreden uit de initiële investeringen nog beperkt is) komt overeen met een IRR van 5,1 %. Aangezien deze IRR overeenstemt met de ontwikkelingsfase van de DVI-fondsen, uitgaande van een standaard J-curve²⁵ voor de door de durfkapitaalfondsen verkregen IRR, verwacht Nederland dat de totale IRR na de realisatie van het fonds door een succesvolle terugtreding uit de investeringen 10 % tot 15 % kan bereiken.

5. BEOORDELING VAN DE VRAAG OF ER SPRAKE IS VAN STAATSSTEUN

- (55) Krachtens artikel 107, lid 1, VWEU "*zijn steunmaatregelen van de staten of in welke vorm ook met staatsmiddelen bekostigd die de mededinging door begunstiging van bepaalde ondernemingen of bepaalde producties vervalsen of dreigen te vervalsen, onverenigbaar met de interne markt, voor zover deze steun het handelsverkeer tussen de lidstaten ongunstig beïnvloedt.*"
- (56) De kwalificatie van een schema als steun in de zin van dit artikel vereist daarom dat aan vier cumulatieve voorwaarden is voldaan: (i) de steunmaatregel moet aan een lidstaat toegerekend worden en met staatsmiddelen zijn bekostigd; (ii) de maatregel moet een voordeel verschaffen

²⁴ Hetgeen overeenstemt met het verschil tussen de actuele waarde van de investeringen (156 miljoen EUR) en de initiële investeringen door DVI (133 miljoen EUR) per maart 2019. Zie ook het artikel in het Financieel Dagblad van 22 oktober 2019: "Investeren met geld van de overheid: dit zijn de gelukkigen".

²⁵ De J-curve vertoont in het geval van private-equityfondsen de algemene tendens om in de eerste jaren een negatief of lager rendement op te leveren en vervolgens in de jaren daarna toenemende rendementen wanneer de investeringen het maturiteitsstadium bereiken.

aan zijn ontvanger; (iii) dat voordeel moet selectief zijn en (iv) de maatregel moet de mededinging op de interne markt verstoren of dreigen te verstoren en het handelsverkeer tussen lidstaten kunnen beïnvloeden. Indien aan een van deze criteria niet is voldaan, hoeven de andere criteria niet te worden onderzocht en kan de aanwezigheid van staatssteun dus worden uitgesloten.

- (57) De Commissie zal eerst beoordelen of aan de verschillende actoren die bij DVI betrokken zijn, een voordeel is verstrekt. Een voordeel in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU is een economisch voordeel dat een onderneming onder normale marktvoorwaarden, d.w.z. zonder tussenkomst van de staat, niet had kunnen verkrijgen.

5.1. Beweerde onrechtmatige steun aan private-equityfondsen en het mkb

- (58) DVI beoordeelt systematisch het risico en rendement van de investeringen en het professioneel beheer van de fondsen voor een investeringsbeslissing wordt genomen. DVI investeert in private-equityfondsen op voet van gelijkheid (*pari passu*), d.w.z. gelijktijdig en onder dezelfde voorwaarden als onafhankelijke particuliere investeerders. Dit volgt uit de volgende overwegingen: Ten eerste, de participatie van DVI in de onderliggende private-equityfondsen is over het algemeen beperkt (zie punt (51) en de informatie in de bovenvermelde grafiek 3) en de particuliere mede-investeerders bezitten het grootste gedeelte van de door DVI gefinancierde onderliggende durfkapitaalfondsen. Ten tweede, de Commissie merkt op dat het EIF ook het percentage particuliere mede-investeerders in de door DVI gefinancierde durfkapitaalfondsen valideert en dat de gemiddelde particuliere participatie 67% bedroeg (de private investeringen zijn dus economisch significant²⁶). Ten derde, DVI investeert in onderliggende fondsen onder dezelfde voorwaarden als particuliere investeerders en gelijktijdig (d.w.z. zowel bij de eerste als de tweede afsluiting van een bepaald fondsenwerving proces)²⁷ en vanuit dezelfde startpositie als externe investeerders zonder blootstelling aan een investering van een private-equityfonds. Wanneer een transactie gelijktijdig, onder dezelfde voorwaarden (en dus met hetzelfde niveau van risico en beloning) en vanuit dezelfde startpositie wordt verricht door overheidsinstanties en particuliere marktdeelnemers, kan daaruit worden afgeleid dat deze transactie marktconform is²⁸.

²⁶ De private investeringen zijn ook economisch significant op het moment van de eerste afsluiting zoals geverifieerd door het EIF (zie ook punt 51)

²⁷ Zie punt (52).

²⁸ Hoewel de daadwerkelijke prestaties achteraf niet als indicator kunnen worden gebruikt om aan te tonen dat er geen sprake was van een voordeel ten tijde van de verlening van de financiering, merkt de Commissie op dat de verwachte IRR van de fondsen van DVI (de daadwerkelijke IRR van 5,1 % volgens de prognoses zou resulteren in een te verwachten IRR van 10-15 % zodra de investeringen op basis van de standaard-J-curve gerealiseerd worden) in lijn is met of uitkomt boven de IRR's die vermeld worden in een Preqin Special Report (Preqin Special Report: Private Equity Funds of Funds, november 2017).

- (59) Op basis van deze overwegingen is de Commissie van oordeel dat de investeringen van DVI in private-equityfondsen overeenstemmen met normale marktvoorwaarden. Om die reden heeft DVI geen voordeel in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU ontvangen. De Commissie merkt ook op dat de huidige IRR van de DVI-fondsen 5,1 % bedraagt. Dit cijfer stemt overeen met de ontwikkelingsfase van de dakfondsen.
- (60) Bij uitbreiding houdt dit logischerwijze in dat private-equityfondsen ook geen selectief voordeel kunnen doorgeven aan kleine en middelgrote bedrijven (mkb). Indien private-equityfondsen normale marktvehikels zijn, met een risicogewogen rendement dat ook aanvaardbaar is voor normale particuliere investeerders, moeten dergelijke private-equityfondsen namelijk investeringen verrichten die een normaal marktrendement genereren.

5.2. Beweerde onrechtmatige steun aan het EIF

- (61) De Commissie merkt op dat Nederland aanvoert dat ze de structuur van de vergoedingen naar behoren hebben beoordeeld (samen met de diensten die ze leveren) voor het aangaan van het contract met het EIF en deze vormde een passende compensatie voor de diensten die het EIF zou aanleveren. Wat de aan het EIF betaalde vergoedingen betreft door DVI, is het volgens de Commissie niet voldoende alleen de vergoedingenstructuur van de twee door de klager gepresenteerde dakfondsen (zie tabel 1) in aanmerking te nemen om de marktconformiteit van de vergoedingenstructuur van het EIF te bewijzen.
- (62) Om te bewijzen dat de vergoedingenstructuur van het EIF marktconform is, moeten volgens de Commissie ook centrale tendensen worden gebruikt (zoals gemiddelden of medianen) in de vergoedingen van een reeks vergelijkbare dakfondsen. Deze informatie is te vinden in het Preqin-verslag²⁹, dat de Nederlandse autoriteiten hebben ingediend.
- (63) Wat de jaarlijkse beheersvergoeding betreft, bevat het verslag een uitgebreid overzicht van de beheerskosten van dakfondsen. DVI betaalt het EIF een vaste beheersvergoeding (0,75 %) die gelijk is aan of lager dan de mediaan van de beheersvergoedingen van private-equitydakfondsen (1 %), die opgericht zijn in 2013 (dit is dezelfde periode waarin DVI I werd opgericht) en in 2016 (dit is dezelfde periode waarin DVI II werd opgericht). De Commissie wijst er ook op dat de omvang van DVI vrij beperkt is, hetgeen gewoonlijk samengaat met een hogere jaarlijkse beheersvergoeding (uitgedrukt als percentage van de beheerde activa). Uit grafiek 2 blijkt dat voor fondsvolumes van ongeveer 200 miljoen EUR de gemiddelde jaarlijkse beheersvergoeding ongeveer 1 % bedraagt.
- (64) Met betrekking tot de carried interest (10 %) merkt de Commissie op dat een aanzienlijk percentage van de onlangs opgerichte dakfondsen (42 % in 2016-2017) een carried interest van 10 % of meer heeft.

²⁹ Zie Preqin Special Report: Private Equity Funds of Funds, november 2017.

- (65) Wat de hurdle rate van 5 % betreft, merkt de Commissie op dat hogere hurdle rates op de markt doorgaans betrekking hebben op beleggingsfondsen die beleggen in ondernemingen met hefboomfinanciering, zoals private-equity en buy-out fondsen (waarbij de beleggingen dus risicovoller zijn en het verwachte rendement hoger is). Voor deze fondsen bedraagt de hurdle rate doorgaans 8 %, hetgeen moeilijker te realiseren is voor durfkapitaalfondsen die zich richten op kleine en middelgrote ondernemingen met een lage hefboomfinanciering (hetgeen ook tot uiting komt in de door de klager ingediende vergoedingenstructuur). Uit de sectorale gegevens voor 2016 blijkt dat de durfkapitaalfondsen een IRR van ongeveer 0 % genereren op korte termijn, tussen 10 % en 12 % op middellange termijn en 5 % over 10 jaar. Deze prestaties zijn lager dan die welke andere soorten fondsen (zoals private-equity en buy-out) gemiddeld realiseren. Gelet op deze cijfers is de Commissie van oordeel dat de hurdle rate van 5 % van het EIF passend is om de fondsbeheerder ertoe aan te zetten een perspectief voor de middellange termijn te hanteren zodat het voordeel van de rentevoet van de carried interest in overeenstemming met de gemiddelde prestaties van durfkapitaalfondsen kan worden benut. Derhalve acht de Commissie de hurdle rate van 5 % passend.
- (66) Voorts is de Commissie van oordeel dat deze hurdle rate (5 % tegenover 8 %) niet op zichzelf kan worden beschouwd, dat wil zeggen dat de volledige vergoedingenstructuur moet worden beoordeeld om na te gaan of de vergoeding marktconform kan worden geacht. De Commissie stelt vast dat de vaste beheersvergoeding van het EIF (0,75 %) lichtjes onder de mediaan ligt wat de vaste beheersvergoedingen voor dakfondsen van een vergelijkbare omvang (1 %) betreft. Met een carried interest van 10 % en met een rendement van 8 % zou de totale vergoeding voor het EIF 1,05 %³⁰ hebben bedragen, hetgeen dicht bij de mediaan van de vaste beheersvergoedingen voor dakfondsen met een vergelijkbare omvang van 1 %³¹ ligt (en binnen het bereik van waargenomen vergoedingen). Volgens de Commissie maakt de onzekerheid³² of deze IRR had kunnen worden bereikt toen de beheersvergoedingen werden vastgesteld, duidelijk dat de beheersvergoedingen marktconform waren.

³⁰ Die de vaste beheersvergoeding en de carried interest (10 %) boven de hurdle rate (8 % minus 5 %) omvat. De Commissie merkt ook op dat als de IRR meer dan 8 % zou bedragen, het verschil in beheersvergoeding nog steeds hetzelfde is (0,05 %). Ter illustratie, indien de IRR 10 % zou bedragen, dan zou de beheersvergoeding die uit een vaste vergoeding van 1 %, een carried interest van 10 % en een hurdle rate van 8 % bestaat, $1\% + (10\% - 8\%) * 10\% = 1.2\%$ bedragen. De beheersvergoeding volgens de vergoedingenstructuur van DVI zou $0.75\% + (10\% - 5\%) * 10\% = 1.25\%$ bedragen.

³¹ Zie grafiek 2.

³² De Commissie merkt op dat het daadwerkelijke rendement afhankelijk is van vele factoren, waaronder de algemene economische en financiële factoren die zich de afgelopen jaren in positieve zin hebben ontwikkeld.

- (67) Op basis van het bovenstaande concludeert de Commissie dat de algemene vergoedingenstructuur van het EIF (beheersvergoeding, carried interest, hurdle rate) overeenstemt met de vergoedingenstructuur van een vergelijkbare exploitant van dakfondsen. De Commissie is derhalve van oordeel dat de vergoeding van het EIF geen economisch voordeel inhoudt in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU.

5.3. Beweerde onrechtmatige steun aan DVI

- (68) De Commissie is van oordeel dat de Nederlandse Staat in DVI heeft geïnvesteerd onder voorwaarden welke ook aanvaardbaar zouden zijn geweest voor particuliere investeerders die doorgaans belangstelling hebben voor investeringen in dakfondsen. DVI investeert immers pari passu met andere marktdeelnemers in private-equityfondsen (zie punten 58 en 59) en betaalt het EIF een marktconforme vergoeding voor het beheer van de dakfondsstructuur (zie de punten (61) tot en met (67)). Dit zorgt ervoor dat het rendement van DVI in overeenstemming is met het normale rendement van een dakfonds in dezelfde onderliggende investeringen. De Commissie merkt ook op dat Nederland de structuur van de vergoedingen naar behoren in rekening nam wanneer DVI werd opgezet en dat DVI zelf ook systematisch het risico en rendement beoordeeld bij het maken van investeringsbeslissingen. Op basis daarvan concludeert de Commissie dat het rendement dat de Nederlandse Staat op zijn investering in DVI kan verwachten, het rendement van een normale marktdeelnemer in een markteconomie is.
- (69) De Commissie is van oordeel dat het gebrek aan belangstelling van bepaalde investeerders (zoals pensioenfondsen) om in DVI als dakfonds te investeren, geen bewijs vormt van het gebrek aan marktconformiteit van de investering. Deze investeerders zijn aan beperkingen gebonden door het mandaat dat zij hebben op het gebied van de onderliggende investeringen. Zulke grote beleggers kunnen gewoonlijk ook rechtstreeks in onderliggende fondsen beleggen en het risico zelf diversifiëren (zonder dat zij een beheersvergoeding op het niveau van een dakfonds hoeven te betalen). Met betrekking tot het argument dat de Nederlandse Staat andere doelstellingen heeft dan die van een marktdeelnemer in een markteconomie (namelijk het faciliteren van toegang tot financiering voor het mkb), wijst de Commissie erop dat de staatssteunregels alleen het effect van de investering en niet de bedoeling of doelstelling ervan beoordelen³³. De Commissie merkt ook weer op dat Nederland de structuur van de vergoedingen naar behoren in rekening nam wanneer DVI werd opgezet en dat DVI zelf ook systematisch het risico en rendement beoordeeld bij het maken van investeringsbeslissingen. Zoals ook opgemerkt in punten (58) tot en met (60), impliceert het faciliteren van het financieren aan het mkb niet dat de voorwaarden niet marktconform zijn of niet door een marktdeelnemer zouden zijn gedaan. Door te investeren op gelijke basis als private investeerders, zal DVI een marktconforme vergoeding

³³ Arrest van het Hof van Justitie van 2 juli 1974, Italië/Commissie, 173/73, ECLI:EU:C:1974:71, punt 13.

kunnen bekomen die dan aan de aandeelhouders kan worden uitgekeerd, waaronder het MEZK, terwijl ze indirect het mkb helpt financieren.

- (70) Gelet op het bovenstaande concludeert de Commissie dat de investering in de dakfondsstructuur van DVI door de Nederlandse Staat marktconform is. Daarom levert deze investering geen economisch voordeel op voor DVI. De Commissie merkt ook op dat de totale IRR die door het dakfonds zal worden gegenereerd, 10 % tot 15 % kan bereiken (zie punt (54)).

5.4. Beweerde onrechtmatige steun aan PPM Oost

- (71) De Commissie merkt op dat Nederland aanvoerde dat de structuur van de vergoedingen en de voorwaarden van het contract door Nederland werden beoordeeld voor het aangaan van het contract met PPM Oost en dat de vergoeding enkel de directe kosten betreft welke PPM Oost zelf maakt (daarom ook over het algemeen lager dan wat andere serviceproviders zouden aanrekenen). De Nederlandse autoriteiten hebben verduidelijkt dat de overeenkomst tussen PPM Oost en de Nederlandse Staat (d.w.z. MEZK) de facto geen lening of subsidie is. PPM Oost biedt voornamelijk administratieve diensten en verschaft de Nederlandse Staat de mogelijkheid te investeren in het aandelenkapitaal van DVI via PPM Oost. PPM Oost houdt al het geld van de investeringen van DVI aan op een afzonderlijke rekening en draagt alle opbrengsten met betrekking tot die investeringen over aan de Nederlandse Staat. PPM Oost behoudt dus geen enkel risico en ontvangt evenmin investeringen stroomopwaarts. De Nederlandse Staat is derhalve de economische eigenaar van de investering in DVI.
- (72) PPM Oost ontvangt alleen een vergoeding voor de kosten van de administratieve diensten die zij verstrekt. De Commissie merkt op dat jaarlijks een financieel verslag wordt opgesteld en gevalideerd door een accountant, die er verder voor zorgt dat PPM Oost geen overcompensatie krijgt voor deze diensten. Uit het door Nederland ingediende financiële verslag 2018 maakt de Commissie op dat er binnen PPM Oost één tot twee VTE's aan het beheer van DVI zijn toegewezen (zie punt (18)). Gelet op de bedragen die tussen 2016 en 2018 zijn betaald, is de Commissie van oordeel dat de door het MEZK aan PPM Oost betaalde vergoedingen overeenstemmen met het aantal VTE's. Wat het beheer van de participatie betreft, moet PPM Oost zorg dragen voor cash calls, het MEZK vertegenwoordigen op de vergaderingen van de raad van bestuur van DVI en andere daarmee samenhangende administratie verrichten. De Commissie is dan ook van oordeel dat de toewijzing van twee VTE's binnen PPM Oost evenredig is om de participatie van de Nederlandse Staat in DVI te beheren. Met name nu beide fondsen operationeel zijn, acht de Commissie de toewijzing van één VTE in 2018 evenredig. De Commissie is derhalve van oordeel dat er geen aanwijzingen zijn dat PPM Oost een overcompensatie krijgt van het MEZK.
- (73) Ten slotte acht de Commissie de omschrijving van een “doorgeefvehikel” in de richtsnoeren risicofinanciering niet relevant voor PPM Oost. Zowel Nederland als de klager verwijzen naar punt (39) van deze richtsnoeren. Gelet op de wijze waarop de financiële relatie tussen het MEZK, PPM Oost en DVI is

gestructureerd en gelet op de marktconforme aard van de investeringen die het MEZK via PPI Oost in DVI verricht, zijn de omstandigheden bedoeld in de definitie van een doorgeefvehikel zoals aangehaald in de richtsnoeren risicofinanciering, niet van toepassing: er wordt geen steun overgedragen aan de onderliggende private-equityfondsen of aan het mkb aan het einde van de investeringsketen.

- (74) Gelet op het bovenstaande concludeert de Commissie dat PPM Oost (met betrekking tot haar rol en de overeenkomsten betreffende DVI³⁴) geen economisch voordeel geniet.

³⁴ De indeling van een eenheid als onderneming gebeurt altijd op basis van een bepaalde activiteit. Een entiteit die zowel economische als niet-economische activiteiten verricht, moet alleen ten aanzien van de economische activiteiten als onderneming worden aangemerkt: zie ook arrest van het Gerecht van 12 december 2000, *Aéroports de Paris/Commissie*, T-128/98, ECLI:EU:T:2000:290, punt 108.

6. CONCLUSIE

(75) Op basis van het bovenstaande heeft de Commissie besloten dat de betwiste maatregelen, te weten:

- a) de financiële overeenkomst tussen de Nederlandse Staat en PPM Oost;
- b) de investering van de Nederlandse Staat via PPM Oost in DVI;
- c) de beheersvergoeding die DVI aan het EIF betaalt;
- d) de investeringen van DVI in private-equityfondsen; en
- e) de investeringen van de door DVI gefinancierde private-equityfondsen in kleine en middelgrote ondernemingen,

geen staatssteun in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU vormen aangezien daarmee geen economisch voordeel aan een onderneming wordt verleend.

Ingeval deze brief vertrouwelijke gegevens bevat die niet mogen worden bekendgemaakt aan derden, wordt u verzocht de Commissie daarvan binnen vijftien werkdagen vanaf de ontvangst van dit schrijven in kennis te stellen. Ontvangt de Commissie binnen de vastgestelde termijn geen met redenen omkleed verzoek, dan neemt zij aan dat u instemt met mededeling aan derden en bekendmaking van de volledige tekst van dit schrijven in de authentieke taal op de website: <http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm>.

Dit verzoek dient bij aangetekend schrijven of per faxbericht te worden gericht aan:

Europese Commissie
Directoraat-generaal Concurrentie
Griffie Staatssteun
B-1049 Brussel
Faxnummer: +32 22961242

Met bijzondere hoogachting,

Voor de Commissie

Margrethe VESTAGER
Uitvoerend vicevoorzitter

VOOR GELIJKLUIDEND AFSCHRIFT
Voor de secretaris-generaal

Jordi AYET PUIGARNAU
Directeur van de Griffie
EUROPESE COMMISSIE