

Evaluatie Nederlands Investerings
Matching Fonds (NIMF) 2002-2006
Eindrapport, 11 oktober 2006

INHOUDSOPGAVE

1	Samenvatting.....	4
2	Inleiding	11
2.1	Aanleiding tot en doelstelling van het onderzoek	11
2.2	Onderzoeksaanpak.....	11
2.3	Leeswijzer	12
3	Geschiedenis en aanleiding voor het instellen van NIMF	13
4	Ontwikkelingen op het gebied van Private Equity en Venture Capital	16
5	De doelmatigheid van het beheer van NIMF	18
5.1	De mate waarin de portefeuille voldoet aan de NIMF criteria.....	18
5.2	De vergoedingen- en kostenstructuur van het NIMF.....	26
5.3	De organisatie van NIMF bij FMO.....	32
6	De doeltreffendheid van het beheer van NIMF	45
6.1	De portfolio.....	45
6.2	Beoordeling van de NIMF portfolio in termen van additionaliteit.	46
6.3	Katalyserende werking.....	52
6.4	De NIMF criteria in relatie tot de effectiviteit van NIMF	54
7	Conclusies en aanbevelingen.....	57
7.1	Conclusies	57
7.2	Aanbevelingen	59

Bijlage 1	Overzicht ontvangen documentatie m.b.t. NIMF	62
Bijlage 2	Lijst van geïnterviewde personen	64
Bijlage 3	Enige achtergrondinformatie over Private Equity en Venture Capi- tal	65
Bijlage 4	Afkortingen	67
Bijlage 5	Terms of Reference	68
Bijlage 6	Evaluatiematrix.....	72
Bijlage 7	Beschikking NIMF (inclusief bijlage 5)	73
Bijlage 8	Begrippenlijst Private Equity	74
Bijlage 9	Evaluatiematrix.....	78

1 Samenvatting

Eind jaren negentig besloot de Minister voor Ontwikkelingshulp instrumenten te ontwikkelen ter stimulering van de private sector in ontwikkelingslanden. In consultatie met het bedrijfsleven en FMO is het NIMF ontwikkeld. NIMF is bedoeld voor bedrijven en investeerders die wilden investeren in ontwikkelingslanden die noch door commerciële financiële partijen noch door multilaterale en bilaterale financiële instellingen (zoals FMO) ondersteund kunnen worden. Na een lange aanlooptijd gaat in 2002 het Nederlands Investerings Matching Fonds (NIMF) van start. Het beheer en de uitvoering van dit fonds komen te liggen bij FMO.

Al vrij snel blijkt dat het gebruik van het NIMF fonds in de praktijk tegenvalt. Hiervoor zijn verschillende redenen genoemd. FMO reageert hierop door haar acquisitiestrategie voor NIMF bij te stellen door NIMF volledig in het verlengde van het reguliere FMO bedrijf te plaatsen. Deze strategie leidt tot een stijging van het aantal proposities en investeringen in de latere jaren. Vanwege het beperkte aantal investeringen in de beginjaren komen de exits pas later, waardoor de inkomsten vooralsnog ook uit zijn gebleven.

Ontwikkeling van de Private Equity en Venture Capital sector

De Private Equity/ Venture Capital sector is wereldwijd sterk gegroeid in de jaren negentig van vorige eeuw. Dit vertaalt zich onder andere in een toename van het aantal soorten beleggers, alsmede in een verdere diversificatie van de beschikbare fondsen. Daarnaast ontwikkelt de PE/VC markt zich tot een wereldwijde business waarbij de beleggers steeds vaker buiten de eigen landsgrenzen opereren.

Deze groei in de PE/VC sector heeft op de eerste plaats een enorme vlucht genomen in Westerse landen, maar ook in een toenemend aantal emerging markets. Aangetrokken door de hoge returns op beleggingen trekken steeds meer commerciële vermogensverschaffers met hun kapitaal naar deze landen. Voor een gespecialiseerde financieringsinstelling als FMO betekent deze ontwikkeling dat zij – wil ze additioneel blijven – op zoek zal moeten gaan naar nieuwe regio's en andere veelal risicovollere financieringsstructuren. In deze context moet het NIMF fonds gezien worden als een belangrijk instrument om de arme landen van de DAC1 lijst in het bereik te brengen van particuliere in institutionele beleggers.

Doelmatigheid van het beheer van NIMF

In de beschikking zijn voor het toewijzen van participaties en kredieten onder NIMF onder artikel 1, 10 en 13 de volgende criteria gesteld:

- a. Activiteiten/investeringen dienen plaats te vinden in LDC's, LIC's en LMIC's (eerste 3 kolommen van de DAC 1 lijst), die buiten de criteria van commerciële vermogensverschaffers vallen en die ook niet in aanmerking komen voor FMO's reguliere portefeuille;
- b. De financieringen dienen te voldoen aan ODA normen;
- c. De financieringen moeten passen binnen het beleid van het betreffende land; zoals bijvoorbeeld vastgelegd in de Poverty Reduction Strategy Papers;
- d. Algemene criteria, aanwendingscriteria, criteria voor equity en quasi equity investeringen alsmede criteria voor buitenlandse investeerders zoals genoemd in annex 2 van de beschikking;
- e. De subsidieontvanger neemt directe deelnemingen in bedrijven en zal geen investeringen uitbesteden of door derden laten verrichten.

Ten aanzien van deze criteria zijn wij tot de volgende conclusies gekomen.

Ad a:

Op basis van dossieronderzoek is ons gebleken dat de NIMF investeringen hebben plaatsgevonden in de landen zoals toegestaan in de beschikking (de zogenaamde LDC's, LIC's en LMIC's van de DAC 1 lijst). De vraag of de NIMF investeringen buiten de criteria van commerciële vermogensverschaffers en

het reguliere FMO bedrijf vallen is lastiger te beantwoorden omdat er geen duidelijke scheidslijn met indicatoren is geformuleerd.

Ad b:

Uit onderzoek (op basis van gesprekken met medewerkers van FMO en DDE) is ons gebleken dat er grote onduidelijkheid is over de wijze waarop rapportage op dit punt zou dienen plaats te vinden en wie deze rapportage zou moeten aanleveren.

Gelet op de onduidelijkheid over dit criterium hebben wij op basis van schriftelijke documentatie derhalve ook niet kunnen vaststellen of de investeringen, zoals voorgeschreven in de beschikking, aangemeld zijn. In een latere toelichting werd aangegeven dat DDE de "aanmelding" meeneemt in de jaarlijkse DAC/OESO rapportage.

Ad c:

Wij hebben geen informatie aangetroffen dat de investeringsvoorstellen zijn getoetst op het beleid van het betreffende land, zoals bijvoorbeeld vastgelegd in de PRSP's en dat dergelijke documenten aan FMO ter beschikking zijn gesteld. Wij hebben echter geen reden om aan te nemen dat NIMF investeringen strijdig zouden kunnen zijn met het beleid van de betreffende landen. De huidige zeer ruime formulering kan naar onze mening niet gebruikt worden als criterium voor investeringsbeslissingen bij FMO. Wij adviseren dit criterium in het vervolg desgewenst meer specifiek te formuleren of achterwege te laten.

Ad d/e:

1. FMO heeft tot voor kort geen duidelijke criteria geformuleerd die medewerkers in staat stellen te beoordelen of financieringsproposities aan NIMF criteria voldoen. Met name de additionaliteit ten opzichte van FMO is in de huidige opzet niet helder te bepalen;
2. Bij de beoordeling van risico's is er sprake van een grijs gebied waardoor er twijfels kunnen ontstaan of het gaat om een typische FMO dan wel NIMF investering;

In de procesbeschrijving van FMO zou meer aandacht moeten worden besteed aan de motivatie om voorstellen onder NIMF te brengen. Daarbij kan gedacht worden aan te gebruiken "formats" en meer controle daarop in het fiatteringproces (taak Investment Committee).

Vergoeding- en kostenstructuur

Uit het onderzoek is gebleken dat er grote onduidelijkheid is over de gekozen uitgangspunten en aannames. De cijferopstellingen gaan niet alleen uit van onjuiste bedragen maar lijken ook niet te stroken met de geformuleerde uitgangspunten van de beschikking voor een management vergoeding.

Uit gesprekken is gebleken dat partijen erkennen dat de structuur en uitgangspunten niet op alle aspecten goed doordacht en consistent waren. Aangegeven werd dat een fonds als NIMF zowel bij DDE als FMO een nieuw fenomeen was en dat men nog weinig ervaring had met het opzetten van dergelijke structuren/fonds.

De kostendekkendheid van de fee van NIMF

Uitgangspunt is altijd geweest dat de managementvergoeding de kosten van de FMO organisatie zou compenseren. Op basis van de ter beschikking gestelde gegevens is het moeilijk vast te stellen of de vergoedingen kosten dekkend voor FMO zullen zijn. Wanneer wij ons beperken tot de subsidieperiode dan lijkt dit echter niet het geval te zijn. Echter over de gehele fondsperiode is dit thans niet vast te stellen. Pas wanneer exits gemaakt worden kan ook bepaald worden of er voldoende middelen in het fonds aanwezig zijn om de managementkosten van FMO te betalen. Zoals de formulering van de beschikking thans luidt zou FMO slechts bij overwinsten na 2006 recht hebben op een managementvergoeding. De gemaakte afspraken hierover zijn echter zeer onduidelijk.

Vergelijkbaarheid met andere commerciële VC/PE fondsen

Het NIMF fonds is in haar huidige opzet niet goed vergelijkbaar met PE/VC fondsen. De keuze moet door FMO en de overheid gemaakt worden welke eisen men aan NIMF wil stellen in termen van rendement en strategie:

- Wanneer men van mening is dat NIMF een per definitie verlieslatende operatie is dan lijkt een vergoedingenstructuur op basis van werkelijke kosten (met een marge) de beste oplossing. Men moet zich dan realiseren dat het NIMF niet revolverend zal zijn maar over een periode van een aantal jaren in grootte zal afnemen. Men kan zich afvragen of een dergelijk verlieslatend instrument geschikt is voor de bevordering van de private sector in ontwikkelingslanden;
- Mocht men van mening zijn dat NIMF een fonds moet zijn waaruit een zeker rendement gehaald zou moeten kunnen worden, dan is het reëel dat een vergoedingenstructuur vergelijkbaar met die van andere fondsen wordt ingevoerd. Uiteraard moet er dan over de modaliteiten (rendementsdoelstelling, hoogte vaste fee, hurdle en carried interest) opnieuw gesproken worden. Wij adviseren daarbij uiteraard een zodanige structuur te ontwerpen dat FMO zowel in termen van rendement als in termen van omzet voldoende incentives krijgt om NIMF succesvol te maken. Bij een dergelijke opzet lijkt een basisvergoeding van ongeveer 2% redelijk, met dien verstande dat er ook daadwerkelijk voldoende omzet wordt gegenereerd. De omzet bij het huidige NIMF is pas na het derde jaar op gang gekomen, waardoor exits veel later dan verwacht gerealiseerd zullen kunnen worden. De variabele (performance related) vergoeding zal aangepast moeten worden mede afhankelijk van de doelstellingen van het fonds. Uiteraard zal voor NIMF een hogere carried regeling en lagere hurdle moeten gelden dan voor commerciële fondsen.
- Gelet op ervaringen ten tijde van het oprichten van NIMF en de nogal technische aard van de materie lijkt het verstandig dat de overheid zich laat adviseren over de inrichting van een eventueel vervolg van het NIMF fonds op het gebied van vergoedingen en doelstellingen en de daarbij behorende criteria.

De beheerstaken van FMO inzake NIMF

De doorlooptijden voor NIMF proposities lijken vrij lang (gemiddeld 15 maanden) in vergelijking tot participaties van het eigen FMO bedrijf. Echter de geringe portefeuille omvang maakt het moeilijk nu al een goed beeld hiervan te krijgen. Ofschoon de risicofactoren een langere behandeling tot op zekere hoogte rechtvaardigen is het verschil moeilijk te verklaren. De verklaring zou wellicht gevonden kunnen worden in de organisatie rond NIMF, die ingewikkelder is in de aard van de investering.

Beoordeling van de inspanningen door FMO om NIMF projecten te identificeren

- NIMF is zowel binnen als buiten FMO nog beperkt bekend. In ieder geval zou FMO intern het NIMF meer aandacht moeten geven, bijvoorbeeld door het geven van voorlichtingsbijeenkomsten voor commerciële medewerkers. Dit zou tenminste één keer per jaar moeten plaatsvinden.
- Door de recente samenvoeging van NIMF met FOM lijkt het thans weer opportuun om voorlichtingsbijeenkomsten te organiseren voor Nederlandse bedrijven. Daarbij is het zaak dat de doelgroep helder wordt gedefinieerd en bijeenkomsten daarop worden afgestemd. Zo zou men bijeenkomsten kunnen organiseren met Nederlandse banken of met de regionale ontwikkelingsmaatschappijen.

De kwaliteit van de FMO organisatie rond NIMF

- FMO is goed in staat haar investeringen doelmatig te beheren en te monitoren. FMO komt over als een degelijke organisatie met een voor financiële instellingen herkenbare beheer- en monitoringstructuur. De grootte van de FMO organisatie en haar geografische werkerterrein leggen wel beperkingen op en kunnen grotere risico's inhouden. In die zin kan FMO niet vergeleken worden met reguliere VE/PE-fondsen. Echter door het uitgebreide netwerk in ontwikkelingslanden en bij co-investeerdere is FMO in staat dergelijke risico's in te schatten en veelal te mitigeren. Ook de ervaring van FMO met mezzanine structuren is een goed middel om risico's te beperken. Bij NIMF gelden dezelfde omstandigheden. Ook daar zijn partners en adequate financieringsstructuren van groot belang voor het behalen van succes;

- De recente samenvoeging van NIMF met FOM lijkt op herkenbare argumenten gestoeld. NIMF kan bij deze opzet een twee sporen beleid bewandelen. Enerzijds komt de dealflow vanuit het FMO bedrijf, anderzijds kan het NIMF/FOM team zelfstandig deals genereren uit het Nederlandse netwerk van het FOM team. De toekomst moet uitwijzen of dit ook tot het gewenste resultaat zal leiden. Wel zal men attent moeten zijn dat de aandacht voor NIMF binnen de FMO organisatie behouden blijft en dat het vormen van een eigen dedicated team niet verkeerd wordt geïnterpreteerd;
- De nieuwe plaats van het NIMF team in de organisatie bij de Regiodirectie Oost Europa en Centraal Azië komt ons minder logisch voor. Het zou meer voor de hand liggen om het FOM/NIMF team bij de afdeling participaties onder te brengen (zoals recent ook het geval was) om op deze wijze de aanwezige PE kennis optimaal te bundelen;
- FMO zou moeten onderzoeken of een zekere functiescheiding binnen de organisatie gewenst is om minimaal de schijn van een mogelijke belangenverstremming bijvoorbeeld in geval van cofinancieringen van FMO met de fondsen (inclusief NIMF) te vermijden. Dit zou overigens ook kunnen spelen bij een cofinanciering binnen FMO zelf in geval van een combinatie van een participatie met een krediet.

Heeft de overeengekomen beheersvergoeding de juiste prikkels gegeven?

- De vergoedingsstructuur biedt ons inziens weinig prikkels voor FMO om een kwalitatief en kwantitatief goede omzet te maken. Ofschoon de omzet in 2006 (in contracten) wel gerealiseerd lijkt te worden is de beoogde cashflow onder druk komen te staan door de trage start. Er zullen de komende periode te weinig opbrengsten zijn om uitzettingen op een redelijk niveau te kunnen voortzetten.
- Over de kwaliteit en opbrengsten van de portfolio kan in dit stadium nog weinig gezegd worden. Pas over een aantal jaren, nadat investeringen tot concrete exits hebben geleid, kan hier meer over gezegd worden.

In hoeverre speelt het interne beloningsbeleid van FMO een rol bij de realisatie van de doelmatigheid van het beheer van NIMF?

Het interne beloningsbeleid is slechts in zeer beperkte mate van invloed op de performance van NIMF. Dit uitgangspunt geldt in feite voor het gehele FMO bedrijf. Terecht zijn de targets voor NIMF primair bij de medewerkers van NIMF desk gelegd. Zij moeten er voor zorgen dat NIMF deals tot stand komen en permanent onder de aandacht van de medewerkers bij de regio's worden gebracht. Het feit dat de regio's in de jaarplannen een budget voor de fondsen meenemen is een goede zaak. Het zal echter in de praktijk moeilijk zijn optimale incentives te formuleren voor het behalen van de targets voor de fondsen. In de nieuwe opzet van NIMF/FOM kan dit overigens gemakkelijker gerealiseerd worden omdat in deze opzet de medewerkers zelf in grotere mate verantwoordelijk zijn voor de omzet.

Doeltreffendheid van het beheer van NIMF

De kwaliteit van de portfolio

De uitstaande portefeuille van NIMF investeringen is in termen van kwaliteit moeilijk te beoordelen, omdat de meeste investeringen pas recent tot stand zijn gekomen. Een eerste indruk leert dat er zowel sprake is van afwaarderingen als investeringen met een aanzienlijke winstpotentie.

De portfolio in relatie tot additionaliteit

Bij additionaliteit spelen twee aspecten:

- 1) Heeft een NIMF financiering een ander (risico) profiel dan een gewone FMO financiering?
- 2) Wat is de additionaliteit van NIMF t.o.v. andere financieringsinstrumenten en fondsen?

- Voor een beoordeling van de NIMF portefeuille hebben wij ons in het onderzoek gebaseerd op informatie uit de aanwezige dossiers, interviews met een aantal medewerkers bij FMO, alsmede een telefonische enquête met een viertal bedrijven die gebruik hebben gemaakt van NIMF. Op basis van dit onderzoek zijn wij tot de conclusie gekomen dat er van de 11 onderzochte projecten er 2 twijfelachtig waren en bij 2 hadden wij enige aarzeling.
- De synergie/additionaliteit ten opzichte van andere financieringsinstrumenten is nauwelijks aanwezig omdat samenwerking eerder uitzondering dan regel lijkt te zijn. Bovendien hebben fondsen als MOL en Massif andere doelgroepen waardoor de fondsen qua opzet complementair aan elkaar zijn.
- De samenwerking met de EVD ten aanzien van PSOM zou versterkt kunnen worden gelet op enige positieve ervaring vanuit FOM.
- Een samenwerking met Oikocredit, Triple Jump en wellicht ook Triodos zou verder onderzocht kunnen worden.

De katalyserende werking

De katalyserende werking bij NIMF investeringen lijkt aanzienlijk omdat in alle gevallen er een cofinanciering met de matching partner plaatsvindt. FMO heeft in een groot aantal gevallen als financier opgetreden. Echter de hefboomwerking van financiers van vreemd vermogen (banken) lijkt beperkt (vanwege het hoge risico). Ook de betrokkenheid van commerciële financiële instellingen is beperkt gebleven.

Enige terughoudendheid met het trekken van conclusies is geboden gelet op het beperkte aantal NIMF investeringen. Ook is vooralsnog niet vast te stellen in hoeverre NIMF investeringen de basis hebben gelegd voor eventuele toekomstige financieringen van commerciële partijen.

De NIMF criteria in relatie tot de effectiviteit van NIMF

Al eerder hebben wij geconstateerd dat de criteria van de beschikking en de annex onduidelijk en ruim zijn geformuleerd. Wij constateren dat dit bij de toepassing van een aantal criteria belemmerend heeft gewerkt. Hierbij moet gedacht worden aan onder andere de rendementseis aan bedrijven, solvabiliteit, lokale aandeelhouders en landen beleidsdocumenten (PRSP's). Wij zijn dan ook van mening dat een aantal criteria heroverweging behoeven.

Conclusies en aanbevelingen

De kwaliteit van de FMO organisatie voor het beheer van NIMF is goed, zij het dat enkele organisatorische wijzigingen moeten worden overwogen. FMO heeft een professionele infrastructuur zoals verwacht mag worden van een financiële instelling. Echter een betere functionele scheiding tussen de activiteiten van fondsen zoals NIMF en het reguliere FMO bedrijf is naar ons inzicht gewenst. Een andere belangrijke conclusie van de evaluatie is dat de gevonden vergoedingen- en kostenstructuur van NIMF tegenstrijdigheden en onduidelijkheden bevat en dat er geen duidelijke doelstellingen zijn geformuleerd. De doelstelling om van NIMF een revolverend fonds te maken wordt in ieder geval niet bereikt. De additionaliteit van NIMF ten opzichte van het reguliere FMO bedrijf laat zich moeilijk meten omdat er door FMO geen heldere indicatoren zijn geformuleerd. De toegevoegde waarde van instrumenten als NIMF ter versterking van de positie van ondernemingen in ontwikkelingslanden staat niet ter discussie. In een groot aantal ontwikkelingslanden zijn VC/PE fondsen nog slechts beperkt of niet actief, waardoor de behoefte aan het stimuleren van Foreign Direct Investments verondersteld mag worden.

- Conclusies/constateringen inzake de mate waarin de portefeuille voldoet aan de NIMF criteria: FMO heeft tot voor kort geen duidelijke criteria geformuleerd die medewerkers in staat stellen te beoordelen of financieringsproposities aan NIMF criteria voldoen. De verantwoordelijk voor deze toetsing ligt bij de fondsmanager. Met name de additionaliteit ten opzichte van FMO is in de huidige opzet echter niet helder te bepalen;
 - Bij de beoordeling van risico's is er sprake van een grijs gebied waardoor er twijfels kunnen ontstaan of het gaat om een typische FMO dan wel NIMF investering;

- In de procesbeschrijving van FMO wordt niet voldoende aandacht besteed aan de motivatie om voorstellen onder NIMF te brengen.
- Conclusies/constateringen inzake de vergoedingen- en kostenstructuur van het NIMF:
 - Uitgangspunt is altijd geweest dat de management vergoeding de kosten van de FMO organisatie zou compenseren. Op basis van de ter beschikking gestelde gegevens is het moeilijk vast te stellen of de vergoedingen kosten dekkend voor FMO zullen zijn. Wanneer wij ons beperken tot de subsidieperiode dan lijkt dit echter niet het geval te zijn. Echter over de gehele fondsperiode is dit thans niet vast te stellen. Pas wanneer exits gemaakt worden kan ook bepaald worden of er voldoende middelen in het fonds aanwezig zijn om de managementkosten van FMO te betalen. Zoals de formulering van de beschikking thans luidt zou FMO slechts bij overwinsten na 2006 recht hebben op een managementvergoeding. De gemaakte afspraken hierover zijn echter zeer onduidelijk.
 - Het NIMF fonds is in haar huidige opzet niet goed vergelijkbaar met PE/VC fondsen. De keuze moet door FMO en de overheid gemaakt worden welke eisen men aan NIMF wil stellen in termen van rendement en strategie (zie voorts paragraaf 5.2).
- Conclusies/constateringen inzake de organisatie van NIMF bij FMO:
 - De doorlooptijden voor NIMF proposities lijken vrij lang (gemiddeld 15 maanden) in vergelijking tot participaties van het eigen FMO bedrijf. Ofschoon de risicofactoren een langere behandeling tot op zekere hoogte rechtvaardigen is het verschil moeilijk te verklaren. De verklaring zou wellicht gevonden kunnen worden in de organisatie rond NIMF, die ingewikkelder is.
 - NIMF is zowel binnen als buiten FMO nog beperkt bekend. Intern kent men NIMF op hoofdlijnen en valt in de praktijk terug op de fondsmanager. Extern zou men meer kunnen doen om het NIMF onder de aandacht van Nederlandse partijen te krijgen of de samenwerking met de EVD te versterken.
 - FMO is goed in staat haar investeringen adequaat te beheren en te monitoren. FMO komt over als een degelijke organisatie met een voor financiële instellingen herkenbare beheer- en monitoringstructuur. De grootte van de FMO organisatie en haar geografische werkterrein leggen wel beperkingen op en kunnen grotere risico's inhouden. In die zin kan FMO niet vergeleken worden met reguliere PE-fondsen. Echter door het uitgebreide netwerk in ontwikkelingslanden en bij co-investeerders is FMO in staat dergelijke risico's in te schatten en veelal te mitigeren. Ook de ervaring van FMO met mezzanine structuren is een goed middel om risico's te beperken. Bij NIMF gelden dezelfde omstandigheden. Ook daar zijn partners en verantwoorde financieringstructuren van groot belang voor het behalen van succes;
 - De recente samenvoeging van NIMF met FOM lijkt op herkenbare argumenten gestoeld. NIMF kan bij deze opzet een twee sporen beleid bewandelen. Enerzijds komt de dealflow vanuit het FMO bedrijf, anderzijds kan het NIMF/FOM team zelfstandig deals genereren uit het Nederlandse netwerk van het FOM team. De toekomst moet uitwijzen of dit ook tot het gewenste resultaat zal leiden. Wel zal men attent moeten zijn dat de aandacht voor NIMF binnen de FMO organisatie behouden blijft en dat het vormen van een eigen dedicated team niet verkeerd wordt geïnterpreteerd;
 - De nieuwe plaats van het NIMF team in de organisatie bij de Regiodirectie Oost Europa en Centraal Azië komt ons minder logisch voor. Het zou meer voor de hand liggen om het FOM/NIMF team bij de afdeling participaties onder te brengen (zoals recent ook het geval was) om op deze wijze de aanwezige PE kennis optimaal te bundelen;
 - Er zou een zekere functiescheiding (chinese walls) nagestreefd moeten worden binnen FMO om de schijn van conflict of interest situaties te vermijden.
- Conclusies/constateringen inzake de beheersvergoeding:
 - De vergoedingenstructuur biedt ons inziens weinig prikkels voor FMO om een kwalitatief en kwantitatief goede omzet te maken. Ofschoon de omzet in 2006 (in contracten) wel gerealiseerd lijkt te worden is de beoogde cashflow onder druk komen te staan door de trage start.

Er zullen de komende periode te weinig opbrengsten zijn om uitzettingen op een redelijk niveau te kunnen voortzetten.

- Over de kwaliteit en opbrengsten van de portfolio kan in dit stadium nog niets gezegd worden. Pas over een aantal jaren, nadat investeringen tot concrete exits hebben geleid, kan hier meer over gezegd worden.

- Conclusies/constateringen inzake het beloningsbeleid:
 - Het beloningsbeleid is slechts in zeer beperkte mate van invloed op de performance van NIMF. Dit uitgangspunt geldt in feite voor het gehele FMO bedrijf. Terecht zijn de targets voor NIMF primair bij de medewerkers van NIMF desk gelegd. Zij moeten er voor zorgen dat NIMF deals tot stand komen en permanent onder de aandacht van de medewerkers bij de regio's worden gebracht. Het feit dat de regio's in de jaarplannen een budget voor de fondsen meenemen is een goede zaak. Het zal echter in de praktijk moeilijk zijn optimale incentives te formuleren voor het behalen van de targets voor de fondsen. In de nieuwe opzet van NIMF/FOM kan dit overigens beter gerealiseerd worden omdat in deze opzet de medewerkers meer verantwoordelijk zijn voor de omzet van NIMF.

- Conclusies/constateringen inzake additionaliteit en katalyserende werking:
 - De synergie/additionaliteit ten opzichte van andere financieringsinstrumenten is nauwelijks aanwezig omdat samenwerking eerder uitzondering dan regel lijkt te zijn. Bovendien hebben fondsen als MOL en Massif andere doelgroepen waardoor de fondsen qua opzet complementair aan elkaar zijn.
 - De katalyserende werking bij NIMF investeringen is aanzienlijk omdat in alle gevallen er een cofinanciering met de matching partner plaatsvindt. FMO heeft in een groot aantal gevallen als financier opgetreden. Met commerciële financiële instellingen is dit door het hoge risicokarakter beperkt gebleven.

2 Inleiding

2.1 Aanleiding tot en doelstelling van het onderzoek

In opdracht van het Ministerie van Buitenlandse Zaken, Directie Duurzame Economische ontwikkeling (BZ/DDE) heeft NIBConsult een evaluatie uitgevoerd van het beheer van het Nederlands Investerings Matching Fonds (NIMF). Het NIMF is in 2002 ingesteld onder het beheer van de Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO) en in samenwerking met het Ministerie van Buitenlandse Zaken (BZ). Voor een nadere uiteenzetting over de ontstaansgeschiedenis, de doelstelling en de positionering van het NIMF wordt verwezen naar hoofdstuk 3 van dit rapport. Andere inhoudelijke aspecten van het NIMF komen in hoofdstuk 5 en 6 van dit rapport aan de orde.

Het Ministerie van Buitenlandse Zaken heeft tussen 2002 en 2006 aan FMO een subsidie verstrekt om dit revolverend fonds op te bouwen. Het subsidieverleningstijdvak loopt tot 31 december 2006 en in de subsidiebeschikking is opgenomen dat er voor het verstrijken van het subsidietijdvak een externe evaluatie zal plaatsvinden.

De evaluatie heeft tot doel een oordeel te geven over het tot nu toe door FMO gevoerde beheer over het NIMF, in het bijzonder met betrekking tot de doelmatigheid (efficiency) en doeltreffendheid (effectiviteit) van het beheer. In de beschikking is opgenomen dat de evaluatie tevens moet gaan over het beheer na afloop van het subsidieverleningstijdvak. De bevindingen van het eindrapport van de evaluatie zullen worden gebruikt om te beslissen over een eventuele extra committering ten aanzien van het beheer van het NIMF.

2.2 Onderzoeksaanpak

Het onderzoekskader dat voor deze evaluatie is gehanteerd is omschreven in een voor deze evaluatie opgestelde evaluatiematrix. De matrix betreft een operationalisering van de onderzoeksvragen. Daarnaast geeft de evaluatiematrix een overzicht van de toegepaste methodiek, de voornaamste indicatoren die gehanteerd zijn, alsmede de bronnen die hiervoor geraadpleegd zijn.

Het onderzoek is uitgevoerd door middel van dossieronderzoek, interviews en een telefonische enquête:

- Ten behoeve van het dossieronderzoek is een groot aantal documenten verzameld bij FMO en BZ/DDE. Zie bijlage 1 voor een specificatie van de verzamelde documentatie. Wij zijn BZ/DDE, FMO en in het bijzonder de NIMF-desk erkentelijk voor de medewerking voor het verzamelen van de door ons gewenste informatie;
- Daarnaast zijn diverse interviews afgenomen onder beleidsmedewerkers van BZ/DDE, de NIMF-desk, diverse overige functionarissen van FMO en derden. Zie bijlage 2 voor een overzicht van de geïnterviewde personen. Wij zijn BZ/DDE en FMO/NIMF zeer erkentelijk voor de medewerking aan de interviews;
- Als onderdeel van het onderzoek is tevens een telefonische enquête uitgezet bij een zestal ondernemingen, dat gebruik heeft gemaakt van NIMF financiering. Wij hebben ons beperkt tot de bedrijven die op de hoogte waren van het bestaan van de NIMF faciliteit. Van de zes benaderde bedrijven hebben er vijf gereageerd.

2.3 Leeswijzer

Alvorens in te gaan op de concrete onderzoeksvragen gaan wij in hoofdstuk 3 nader in op de ontstaansgeschiedenis van NIMF. Aansluitend wordt in hoofdstuk 4 stilgestaan bij een aantal ontwikkelingen, dat zich voordoet in de Private Equity (PE) en Venture Capital (VC) markt en de implicaties van deze ontwikkelingen voor FMO/NIMF. In de daarop volgende twee hoofdstukken presenteren wij onze analyse en bevindingen m.b.t. de doelmatigheid (efficiency), respectievelijk de doeltreffendheid (effectiviteit) van het beheer van NIMF. Tot slot presenteren wij in hoofdstuk 7, op basis van de resultaten van de evaluatie, onze conclusies en aanbevelingen. Daarbij wordt expliciet ingegaan op de aspecten waar in de Terms of Reference voor het evaluatieonderzoek aandacht voor is gevraagd.

De bijlagen geven een overzicht van de geraadpleegde literatuur en een overzicht van de geïnterviewde personen. Daarnaast zijn bijlagen opgenomen met relevante achtergrondinformatie over Private Equity en Venture Capital, alsmede een verklarende begrippenlijst. Tevens is een lijst met afkortingen opgenomen.

3 Geschiedenis en aanleiding voor het instellen van NIMF

Alvorens nader in te gaan op de concrete onderzoeksvragen beschrijven we in dit hoofdstuk de ontstaansgeschiedenis van NIMF. Daarbij baseren wij ons op informatie uit dossiers bij DDE en FMO alsmede gesprekken met medewerkers van zowel FMO als het Ministerie van Buitenlandse Zaken (DDE).

Geschiedenis en uitgangspunten van het beleid

Het idee van het NIMF fonds is ontstaan in de zogenaamde Werkgroep Richelle (1997/98) die zich boog over het Nederlandse export- en investeringsinstrumentarium. Het idee is ontwikkeld in samenspraak met het georganiseerde bedrijfsleven en de FMO. Overigens heeft het enige jaren geduurd alvorens de NIMF faciliteit werd geïntroduceerd in haar huidige vorm. Al in 1997 zond de toenmalige Minister voor Ontwikkelingssamenwerking een notitie naar de Tweede Kamer inzake de bevordering van Nederlandse investeringen in ontwikkelingslanden. Onderdeel van deze notitie vormde een voorstel tot het creëren van een faciliteit, genaamd het Nederlands Investerings Matching Fonds (NIMF) ten behoeve van verschaffers van risicodragend vermogen, met als uitvoerder de FMO. Uit de dossiers en gesprekken is niet geheel duidelijk geworden waarom de introductie van het NIMF zo lang (tot 2002) heeft geduurd. In de programmabeschrijving wordt aangegeven: *“dat het ging om een actualisering, operationalisering en aanpassing van het eerdere idee”*. In ieder geval heeft een discussie over de binding/ontbinding van de faciliteit hierbij een rol gespeeld en wellicht ook het feit dat de enkele jaren daarvoor geïntroduceerde Particuliere Ontwikkeling- en Participatie Maatschappij (POPM) regeling in de praktijk geen succes bleek te zijn. De nog nauwelijks ontwikkelde Venture Capital/Private Equity (VC/PE) markt in ontwikkelingslanden bleek toen (nog) niet interessant voor Nederlandse investeringsmaatschappijen (POPM's). Alleen de FMO heeft in die periode een POPM opgericht. Er leek meer behoefte aan een investeringsinstrument voor buitenlandse (westerse) en Nederlandse ondernemingen die bereid waren in ontwikkelingslanden te investeren. Het oprichten van participatiemaatschappijen voor investeringen in ontwikkelingslanden bleek in die zin een brug te ver.

Er was een aantal beleidsmatige redenen om een nieuwe investeringsfaciliteit in het leven te roepen. In het beoordelingsmemorandum van februari 2002 werd aangegeven dat de private sector een prominente plaats bij ontwikkelingssamenwerking zou innemen omdat *“private investeringen in bedrijven een essentiële stimulans voor sociaal economische ontwikkeling vormen. Ook directe buitenlandse investeringen (DBI) in ontwikkelingslanden werden als aantrekkelijk omschreven zowel voor investerende bedrijven als voor de ontwikkelingslanden zelf”*. In de programmabeschrijving van het NIMF fonds werd geconstateerd dat *de groei van ‘equity’ investeringen vanuit de ontwikkelde wereld naar ontwikkelingslanden was afgevlakt, na een forse groei in de beginjaren '90*. Verder werd gesteld dat *het stimuleren van buitenlandse directe investeringen een sterke impuls zal geven aan kennisoverdracht en de economische ontwikkeling van de DAC-1 landen*.

In de periode kwam donoren tot de conclusie dat een goed ontwikkelde en gezonde private sector een van de belangrijkste factoren was van economische groei en daarmee ontwikkeling van de landen. Het dagelijks beleid is vastgelegd in diverse beleidsdocumenten die uiteindelijk uitmondten in de nota *“Ondernemen tegen armoede”*. Het ontwikkelingsbeleid van de Nederlandse Minister voor Ontwikkelingssamenwerking was daarna meer dan voorheen gericht was op de ontwikkeling van de private sector in ontwikkelingslanden met als doel economische ontwikkeling, het creëren van werkgelegenheid en uiteindelijk *“armoedebestrijding”*. Reden derhalve waarom besloten is een investeringsfaciliteit als NIMF in het leven te roepen.

Het Ministerie van Buitenlandse Zaken (DDE) zag FMO als de best gekwalificeerde organisatie voor de uitvoering van haar investeringsinstrumenten en heeft om die reden besloten NIMF bij FMO onder te brengen. In het beoordelingsmemorandum staat in dit verband:

‘Het NIMF wordt uitgevoerd en beheerd door de FMO. De capaciteiten van de FMO behoeven nauwelijks toelichting. De Staat is 51% aandeelhouder van deze structuurvennootschap. Financiën en DDE monitoren de organisatie actief o.m. door formele en informele gesprekken met commissarissen, de directie en medewerkers en de beoordeling van officiële documenten.’

In de programmabeschrijving van NIMF wordt dit verder bevestigd door onder meer te stellen dat FMO bij uitstek vertrouwd is met de omgevingsfactoren en risico's van investeringen in ontwikkelingslanden en deze als gevolg van haar jarenlange ervaring weet te mitigeren door het vinden van de juiste deal-structuur.

Met NIMF wilde men een doelgroep van bedrijven bereiken die wilden investeren in ontwikkelingslanden die noch door commerciële financiële partijen noch door multilaterale en bilaterale financiële instellingen (zoals FMO) ondersteund konden worden. Met andere woorden NIMF diende:

- additioneel aan commerciële financiers en multilaterale- en bilaterale ontwikkelingsinstellingen te zijn;
- aanvullend te zijn op het reguliere FMO bedrijf;
- aan te sluiten bij instrumenten als het toenmalige Seed Capital programma en PSOM;
- katalyserend te werken voor het aantrekken van commerciële kapitaalstromen.

Bij het opzetten en vormgeven van NIMF heeft men tevens rekening gehouden met de positieve ervaring die het Ministerie van Economische Zaken had opgedaan met de Investeringsfaciliteit Opkomende Markten (IFOM) uitgevoerd door de toenmalige Nationale Investeringsbank. Deze faciliteit had al enkele jaren succesvol gefunctioneerd. IFOM verstreekte achtergestelde leningen aan Joint Ventures van Nederlandse ondernemingen in Oost Europese landen. Analoog aan deze regeling heeft DDE in overleg met FMO en het Nederlandse bedrijfsleven de NIMF faciliteit geïntroduceerd. Uiteraard richtte NIMF zich uitsluitend op investeringen in OS landen (DAC-1). Anders dan IFOM werd NIMF volledig ontbonden (Nederlandse en andere westerse landen) en zou zich primair op middelgrote en grote ondernemingen richten. Verder zou NIMF een “equity” fonds worden waarbij participaties in de vorm van aandelen het hoofdproduct zouden zijn.

Voor de positionering van NIMF binnen het totale beleidsinstrumentarium werd aansluiting gezocht bij het Programma Samenwerking Opkomende Markten (PSOM) dat met name voor proefprojecten werd ingezet. De gedachte was dat NIMF onder omstandigheden voor succesvolle PSOM-projecten vervolgfianciering zou kunnen bieden. Ten aanzien van de doelgroep zou NIMF zich richten op het midden bedrijf, hetgeen aansloot op de doelgroep van het KB-fonds en het Seed Capital programma die als doelgroep het kleinbedrijf en de financiële sector hadden.

De eerste jaren bleek het gebruik van het NIMF fonds tegen te vallen. Dit had een viertal oorzaken:

- De bekendheid van NIMF bij (buitenlandse en met name Nederlandse) investeerders bleek beperkt, waardoor de vraag uitbleef (de beperkte marketing van het instrument heeft hierbij een rol gespeeld);
- FMO beschikte niet over een relevant netwerk van Nederlandse bedrijven;
- Aanvragers hadden vaak het idee dat het om een subsidieregeling ging.
- Door de vertraagde start van het fonds was de aandacht binnen FMO voor het instrument verslapt en waren de reeds opgebouwde prospects weggevallen.

Na deze enigszins moeizame aanvangsfase heeft FMO haar acquisitiestrategie voor NIMF bijgesteld door NIMF volledig in het verlengde van het reguliere FMO bedrijf te plaatsen. Overigens werd hier in de programmabeschrijving al in voorzien door aan te geven dat *“de identificatie van financieringsmogelijkheden zal plaatsvinden door FMO’s Investment Officers tijdens regelmatige bezoeken aan de diverse landen, waarbij gebruik kan worden gemaakt van FMO’s uitgebreide contactennetwerk”*. Waarom deze aanpak al niet direct na de start van het NIMF fonds heeft plaatsgevonden is niet geheel duidelijk.

Vanaf 2003 werden Investment Officers (IO’s) van FMO en medewerkers van de afdeling Participaties ingezet voor de acquisitie. In omzet gemeten heeft deze bijstelling positief gewerkt. De afgelopen twee jaren zijn het aantal investeringen en proposities gestegen (zie paragraaf 6.1). Echter omdat het fonds laat op gang is gekomen zullen exits later dan voorzien gemaakt kunnen worden waardoor de inkomsten van het fonds eveneens vertraagd zijn.

Samenvatting en conclusies

Eind jaren negentig besloot de Minister voor Ontwikkelingssamenwerking instrumenten te ontwikkelen ter stimulering van de private sector in ontwikkelingslanden. In consultatie met het bedrijfsleven en FMO is het NIMF ontwikkeld. NIMF is bedoeld voor bedrijven en investeerders die wilden investeren in ontwikkelingslanden die noch door commerciële financiële partijen noch door multilaterale en bilaterale financiële instellingen (zoals FMO) ondersteund kunnen worden. Na een lange aanlooptijd gaat in 2002 het Nederlands Investerings Matching Fonds (NIMF) van start. Het beheer en de uitvoering van dit fonds komen te liggen bij FMO.

Al vrij snel blijkt dat het gebruik van het NIMF fonds in de praktijk tegenvalt. Hiervoor zijn verschillende redenen genoemd. FMO reageert hierop door haar acquisitiestrategie voor NIMF bij te stellen door NIMF volledig in het verlengde van het reguliere FMO bedrijf te plaatsen. Deze strategie leidt tot een stijging van het aantal proposities en investeringen in de latere jaren. Vanwege het beperkte aantal investeringen in de beginjaren komen de exits pas later, waardoor de inkomsten vooralsnog ook uit zijn gebleven.

4 Ontwikkelingen op het gebied van Private Equity en Venture Capital

In dit hoofdstuk wordt stilgestaan bij een aantal ontwikkelingen, dat zich voordoet in de Private Equity (PE) en Venture Capital (VC) markt en de implicaties van deze ontwikkelingen voor FMO/NIMF. Voor enige achtergrondinformatie over PE/VC wordt verwezen naar bijlage 3. Zie ook bijlage 5 voor een verklaring van diverse begrippen.

In de jaren '90 maakte de private equity-sector een periode van snelle internationale groei door. De wereldwijde fondsenwerving door private equity-fondsen heeft in 2004 een omvang bereikt van € 104 miljard.

Het spectrum van private equity-beleggers is snel uitgebreid met verschillende soorten beleggers met veelal een lange termijn horizon. Zowel vermogende particulieren als banken, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen én enkele gespecialiseerde publieke financiële instellingen zijn als investeerder actief in de venture capital en private equity markt. Naast regio of thema specifieke fondsen ontstonden er ook fondsen die in andere fondsen belegden onder meer vanwege een goede spreiding van hun portfolio (de zogenaamde. fund of funds).

In eerste instantie richtten private equity-fondsen zich tot beleggers in hun eigen regio. De laatste jaren komt hier echter duidelijk verandering in naarmate beleggers behoefte krijgen om hun private equity-portefeuilles meer geografisch te spreiden. In de afgelopen jaren heeft de PE/VC markt zich ontwikkeld tot een wereldwijde business, waarbij in toenemende mate buiten de thuishmarkt wordt geparticipeerd. De PE/VC markt heeft zich in de afgelopen jaren wereldwijd vertakt en enorme groeicijfers doorgemaakt. Ofschoon de grootste markt die in West Europa, de Verenigde Staten en Japan is zijn ook de groeicijfers in de zogenaamde emerging markets zeer indrukwekkend. Dit vanwege de sterke economische groei van de laatste 3-4 jaren en positieve economische vooruitzichten. De returns op de beleggingen zijn navenant hoog en veelal aanmerkelijk hoger dan in de ontwikkelde wereld. Deze ontwikkeling komt ook duidelijk tot uiting in de cijfers: in 2005 was de fundraising ten behoeve van emerging markets meer dan verdubbeld ten opzichte van het niveau van 2004.¹ Deze ontwikkeling bevestigt nog eens de sterke rol die de private sector speelt in de ontwikkeling van deze emerging markets.²

Vooralsnog gaat de bulk van het Venture Capital naar grotere emerging markets als de BRIC-landen (Brazilië, Rusland, India en China), naar Centraal- en Oost Europa en naar landen als Korea, Taiwan en Mexico. Verwacht mag worden dat – wanneer de positieve economische trend zich voortzet - ook de minder ontwikkelde DAC-1 landen van deze groei in VC zullen gaan profiteren.

Consequenties van deze ontwikkelingen voor NIMF

Vanwege bovengenoemde ontwikkelingen zijn commerciële partijen steeds meer in staat om in emerging markets financieringen te verstrekken die in het verleden niet of uitsluitend door Internationale financieringsinstellingen of bilaterale financiële instellingen zoals FMO verstrekt werden. De "rating" toegekend door internationale rating agencies (o.a. S&P, Moody's, Fitch) aan zowel landen als de bedrijven actief in de landen is daardoor ook sterk verbeterd. Mede als gevolg van deze ontwikkeling schuiven diverse gespecialiseerde financieringsinstellingen wereldwijd (waaronder FMO) op naar nieuwe regio's en andere veelal risicovollere financieringsstructuren. Deze ontwikkelingen moeten als een uitdaging voor FMO in het algemeen en de NIMF faciliteit in het bijzonder worden aangemerkt.

¹ Bron: EMPEA.

² Dit betreft met name beleggingen in beursgenoteerde aandelen en Private Equity; Venture Capital is nog steeds nauwelijks beschikbaar.

Immers door de hefboomwerking van instellingen als FMO en faciliteiten als NIMF zullen een groeiend aantal arme landen van de DAC 1 lijst in het bereik komen van particuliere en institutionele beleggers.

Samenvatting en conclusies

De Private Equity/ Venture Capital sector is wereldwijd sterk gegroeid in de jaren negentig van vorige eeuw. Dit vertaalt zich onder andere in een toename van het aantal soorten beleggers, alsmede in een verdere diversificatie van de beschikbare fondsen. Daarnaast ontwikkelt de PE/VC markt zich tot een wereldwijde business waarbij de beleggers steeds vaker buiten de eigen landsgrenzen opereren.

Deze groei in de PE/VC sector heeft op de eerste plaats een enorme vlucht genomen in Westerse landen, maar ook in een toenemend aantal emerging markets. Aangetrokken door de hoge returns op beleggingen trekken steeds meer commerciële vermogensverschaffers met hun kapitaal naar deze landen. Voor een gespecialiseerde financieringsinstelling als FMO betekent deze ontwikkeling dat zij – wil ze additioneel blijven – op zoek zal moeten gaan naar nieuwe regio's en andere veelal risicvollere financieringsstructuren. In deze context moet het NIMF fonds gezien worden als een belangrijk instrument om de arme landen van de DAC1 lijst in het bereik te brengen van particuliere in institutionele beleggers.

5 De doelmatigheid van het beheer van NIMF

In dit hoofdstuk presenteren wij onze bevindingen met betrekking tot de doelmatigheid (efficiëntie) van het beheer van het NIMF. Bij de behandeling van dit hoofdstuk gaan wij met name in op de vraag of bij de uitvoering van NIMF is voldaan aan de criteria genoemd in de beschikking en in de bijlage "NIMF criteria" en besteden wij aandacht aan de vraag in hoeverre is voldaan aan het uitgangspunt dat NIMF investeringen buiten de criteria van het reguliere FMO bedrijf en van commerciële partijen vallen. Voorts komt de vergoedingen en kostenstructuur van NIMF aan de orde en analyseren wij de organisatie van de beheerstaken van NIMF bij FMO. Daarbij komt tevens de relatie met de overheid (het Ministerie van Buitenlandse Zaken/DDE) aan de orde.

5.1 De mate waarin de portefeuille voldoet aan de NIMF criteria

Voor de uitvoering en het beheer van het NIMF zijn in de beschikking en in de bijlage "NIMF Criteria" op de beschikking diverse criteria geformuleerd. In deze paragraaf wordt geanalyseerd in hoeverre de portefeuille van het NIMF voldoet aan deze criteria. Tevens wordt onderzocht in hoeverre is voldaan aan het uitgangspunt dat NIMF investeringen buiten de criteria van het reguliere FMO bedrijf en van commerciële partijen vallen.

5.1.1 *Voldoet de portefeuille aan de NIMF criteria?*

Criteria genoemd in de beschikking

In de beschikking zijn voor het toewijzen van participaties en kredieten onder NIMF onder artikel 1, 10 en 13 de volgende criteria gesteld:

- f. Activiteiten/investeringen dienen plaats te vinden in LDC's, LIC's en LMIC's (eerste 3 kolommen van de DAC 1 lijst), die buiten de criteria van commerciële vermogensverschaffers vallen en die ook niet in aanmerking komen voor FMO's reguliere portefeuille;
- g. De financieringen dienen te voldoen aan ODA normen;
- h. De financieringen moeten passen binnen het beleid van het betreffende land; zoals bijvoorbeeld vastgelegd in de Poverty Reduction Strategy Papers;
- i. Algemene criteria, aanwendingscriteria, criteria voor equity en quasi equity investeringen alsmede criteria voor buitenlandse investeerders zoals genoemd in annex 2 van de beschikking;
- j. De subsidieontvanger neemt directe deelnemingen in bedrijven en zal geen investeringen uitbesteden of door derden laten verrichten.

Ad a:

Op basis van dossieronderzoek is ons gebleken dat de NIMF investeringen hebben plaatsgevonden in de landen zoals toegestaan in de beschikking (de zogenaamde LDC's, LIC's en LMIC's van de DAC 1 lijst). Wij hebben daarbij als uitgangspunt gekozen in welk land de activiteiten van de onderneming in verband met de investering plaatsvonden. Het komt namelijk voor dat de debiteur c.q. de onderneming via bijvoorbeeld een holdingstructuur is gevestigd in een ander land en soms zelfs in een ontwikkeld land. De activiteiten/investeringen vonden plaats in El Salvador, Turkije, China (3), Kazachstan, Mauritius (2), Algerije, Zuid Afrika en Thailand.

De vraag of de NIMF investeringen buiten de criteria van commerciële vermogensverschaffers en het reguliere FMO bedrijf vallen is lastiger te beantwoorden omdat er geen duidelijke scheidslijn met indicatoren is geformuleerd. Overigens moet daarbij aangetekend worden dat een belangrijke doelstelling van NIMF de katalyserende werking (hefboom werking) is waardoor het juist mogelijk wordt voor

commerciële partijen om financiering te verstrekken. In die zin lijkt deze voorwaarde niet geheel volledig. Voor de katalyserende werking c.q. synergie met het reguliere FMO bedrijf geldt tot op zekere hoogte hetzelfde. In paragraaf 6.2 gaan wij hier nader op in.

Ad b:

Voor het Ministerie van Buitenlandse Zaken gold als uitgangspunt dat uitgaven in het kader van NIMF dienden te kwalificeren als Official Development Aid (ODA) en dat aanmelding en notificatie dient te geschieden bij de OESO in Parijs.

Uit onderzoek (op basis van gesprekken met medewerkers van FMO en DDE) is ons gebleken dat er grote onduidelijkheid is over de wijze waarop rapportage op dit punt zou dienen plaats te vinden en wie deze rapportage zou moeten aanleveren. Enkele medewerkers bij FMO beweren dat niet de uitzettingen (investeringen) van FMO moeten worden aangemeld als ODA performance maar de overboekingen van de subsidiebedragen van DDE aan FMO of de NIMF faciliteit als geheel. Los van de vraag hoe notificatie zou hebben moeten plaatsvinden hebben wij vastgesteld dat er geen documentatie bij FMO en DDE beschikbaar was waaruit blijkt dat aanmelding heeft plaatsgevonden. Ook hebben wij in de dossiers geen informatie aangetroffen waaruit bleek dat de beschikking op dit punt aangepast zou zijn.

Gelet op de onduidelijkheid over dit criterium hebben wij op basis van schriftelijke documentatie derhalve ook niet kunnen vaststellen of de investeringen, zoals voorgeschreven in de beschikking, aangemeld zijn. In een latere toelichting werd aangegeven dat DDE de "aanmelding" meeneemt in de jaarlijkse DAC/OESO rapportage. In deze rapportage vermelden zij hoeveel door DDE is overgemaakt aan FMO en welke OS-landen hierbij betrokken zijn geweest. Een overzicht van deze landen wordt aangeleverd door de fondsmanager.

Ad c:

Wij hebben geen informatie aangetroffen dat de investeringsvoorstellen zijn getoetst op het beleid van het betreffende land, zoals bijvoorbeeld vastgelegd in de PRSP's en dat dergelijke documenten aan FMO ter beschikking zijn gesteld. Op basis van de dossiers en gesprekken met medewerkers van FMO en DDE moeten wij concluderen dat dergelijke landenbeleidsdocumenten geen wezenlijke rol hebben gespeeld bij de besluitvorming voor NIMF investeringsvoorstellen. Overigens dient daarbij opgemerkt worden dat naar aanleiding van het dossieronderzoek niets is gebleken van activiteiten waarvoor bijvoorbeeld niet de vereiste vergunningen waren verkregen of dat er om andere redenen bezwaren van overheidswege zouden bestaan. Wij hebben dan ook geen reden om aan te nemen dat NIMF investeringen strijdig zouden kunnen zijn met het beleid van de betreffende landen. FMO toetst al haar investeringen niet alleen op financieel/economische overwegingen maar neemt ook andere overwegingen mee in haar besluitvorming zoals "governance issues" alsook sociale en milieuoverwegingen. Het gaat in het kader van deze evaluatie naar onze mening te ver alle landen strategy papers hierop na te slaan en alsnog te toetsen of hieraan voldaan is. Zelfs dan kan nog afgevraagd worden of deze hierin duidelijkheid zouden geven. Wij vragen ons af met welk specifiek doel deze voorwaarde in de beschikking is opgenomen. De huidige zeer ruime formulering kan naar onze mening niet gebruikt worden als criterium voor investeringsbeslissingen bij FMO. Wij adviseren dit criterium in het vervolg desgewenst meer specifiek te formuleren of achterwege te laten.

Ad d:

In annex 2 van de beschikking worden vier hoofdgroepen van criteria genoemd waaraan de financieringen voor NIMF moeten voldoen, namelijk algemene criteria, aanwendingscriteria, criteria voor equity en quasi equity investeringen en criteria voor buitenlandse investeerders. Onderstaand analyseren wij in hoeverre de NIMF portefeuille voldoet aan deze criteria.

I. Algemene criteria

Criteria voor de portefeuille

Het gaat hier om de eisen ten aanzien van de in aanmerking komende landen van de DAC-1 lijst en het aanmelden en de notificatie bij de OESO in Parijs. Dit onderwerp is al besproken onder ad b. in dit hoofdstuk.

Criteria voor ondernemingen en financiële instellingen

Het dossier onderzoek en interviews met FMO medewerkers hebben aangetoond dat FMO voldoet aan de criteria die worden gesteld om haar investeringen te toetsen op het gebied van:

- financiële verslaggeving (i.e. jaarcijfers dienen te zijn gecontroleerd door een onafhankelijke accountant);
- regelgeving met betrekking tot werkomstandigheden, sociale zekerheid, arbeidsnormen;
- reputatie van aandeelhouders;
- eisen op milieugebied.

FMO verlangt voor al haar activiteiten van haar klanten regelmatig rapportages en financiële overzichten (waaronder jaarcijfers). FMO gebruikt deze voor haar jaarlijkse reviews van klanten en halfjaarlijkse waarderingen.

Met betrekking tot de beoordeling van sociale omstandigheden, governance issues en eisen ten aanzien van milieu heeft FMO een 'scorecard' ontwikkeld waarbij de ontwikkelingswaarde wordt vastgesteld en dergelijke onderwerpen aan de orde komen. Hiervoor wordt een grondige analyse uitgevoerd door ondermeer milieuanalisten. Bij de analyse van de NIMF portefeuille zal nader worden ingegaan op deze scorecard.

II. Aanwendingscriteria:

De aanwendingscriteria worden onderverdeeld in criteria die gelden voor "in aanmerking komende ondernemingen en financiële instellingen" en vervolgens een aantal specifieke criteria voor "lokale ondernemingen" en "lokale financiële instellingen". Onderstaand gaan wij hier nader op in.

In aanmerking komende ondernemingen en financiële instellingen

Voor een belangrijk deel van deze criteria geldt dat deze tevens gehanteerd worden voor het reguliere FMO bedrijf. Daarbij gaat het om zaken als:

- eisen met betrekking tot gekwalificeerd management en personeel bij de betreffende ondernemingen of financiële instellingen;
- projecten moeten aantoonbaar bijdragen aan sociaal-economische ontwikkeling;
- het rendement op het eigen vermogen op jaarbasis moet substantieel hoger zijn dan het inflatieniveau;
- lokale aandeelhouders nemen zo mogelijk voor tenminste 20% deel in het eigen vermogen van de onderneming c.q. de financiële instelling;
- het gebruik van bewezen technologie (geen nieuwe technologie tenzij);
- eisen op het gebied van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO).

Op basis van dossieronderzoek stellen wij vast dat alle per 30 juni 2006 lopende NIMF dossiers op vrijwel alle onderdelen voldeden aan deze uitgangspunten. Voor FMO zijn een beoordeling van het management, de rendementseisen, de beoordeling van de technologie, de sociaal economische ontwikkeling en het voldoen aan MVO eisen standaard onderdeel bij de beoordeling van financieringsvoorstellen. Voor de beoordeling van deze zaken maakt FMO gebruik van de hierboven genoemde scorecards (welke toepasbaar zijn voor respectievelijk financiële instellingen, bestaande – en nieuwe bedrijven). Het Investment Committee (IC) van FMO moet er op toezien dat dergelijke zaken naar behoren aan de orde komen alvorens voorstellen goed te keuren. Uit het dossieronderzoek is gebleken dat in enkele gevallen niet is voldaan aan de wens van een minimale participatie van 20% door een lokale onderneming. Zie tabel 1.

Tabel 1: Belang FMO in aandeel kapitaal van de onderneming

Belang FMO in aandeel kapitaal van de onderneming	Belang FMO (%) in aandelen	Belang lokale investeerder (%) in aandelen
Bank Turan Alem	1,9%	54%
Iroko	33%	0%
China Gas	1%	17%
Power E2E	20%	70%
Maghreb Leasing	20%	55%
AfricInvest	25%	35%
Rynart	3%	0%
Indorama	8%	64%

Bron: analyse NIBConsult

Bij het dossier Rynart werd de investering naast de NIMF participatie bijna geheel door de buitenlandse investeerder opgebracht. Ook bij de dossiers Iroko, China Gas en Digicel (niet opgenomen in de tabel omdat het om een Mezzanine gaat) werden het percentage van 20% niet gehaald. Overigens gaat het hier niet om een harde eis maar meer om een indicatie ('zo mogelijk' is de formulering). Men kan zich overigens afvragen of deze wens wel terecht is en of een percentage van 20% genoemd moet worden. Als het doel is om Direct Foreign Investments te bevorderen dan lijkt deze eis niet relevant. In principe zou je met NIMF ondernemingen kunnen ondersteunen waarin uitsluitend buitenlandse investeerders een rol spelen. Vanuit een ontwikkelingsvisie kan echter de wens bestaan om daar zo mogelijk lokale partijen bij te betrekken.

De gestelde rendementseis in de beschikking lijkt enigszins overbodig omdat FMO bij NIMF participaties van hogere rendementen uitgaat. Voor het NIMF fonds wordt – zoals aangegeven in de programbeschrijving - uitgegaan van een rendementseis van 4,5% (rendement staatsleningen). Om een dergelijk rendement te kunnen halen dient men – gelet op het hoge risicokarakter van het NIMF fonds – voor individuele investeringen uit te gaan van aanmerkelijk hogere rendementsverwachtingen dan 4,5%. In de praktijk zal dit neerkomen op een andere rendementsverwachting per investering van minimaal 10%. Waarom in de criteria een rendementseis wordt geformuleerd welke afgeleid is van het inflatieniveau is ons niet geheel duidelijk.

Criteria voor lokale ondernemingen

Voor lokale ondernemingen gelden de volgende criteria:

- de middelen zijn nodig voor de aanschaf dan wel het verbeteren c.q. moderniseren van productiemiddelen, voor de overname van te privatiseren staatsbedrijven en ten behoeve van het permanente werkkapitaal;
- Ondernemingen dienen actief te zijn in een van de volgende sectoren:
 - (a) Industrie;
 - (b) landbouw (inclusief agro industrie);
 - (c) energie;
 - (d) transport;
 - (e) handel;
 - (f) toerisme;
 - (g) dienstverlening;
 - (h) infrastructuur;
 - (i) overige (gezondheidszorg, onderwijs, bouw, milieu).

Aan de hand van dossieronderzoek hebben wij kunnen vaststellen dat alle NIMF investeringen voldeden aan deze criteria. Van de per 30 juni 2006 elf gecontracteerde NIMF investeringen in ondernemingen waren er 2 in de energiesector, 1 in de transportsector, 1 in de industrie, 5 in de dienstverle-

ning (waarvan 4 in de financiële dienstverlening), 1 in de infrastructuur (telecom) en 1 in de bouw. De financiële sector is derhalve zwaar vertegenwoordigd bij NIMF investeringen.

Criteria voor lokale financiële instellingen

Voor lokale financiële instellingen gelden de volgende criteria:

- de financiële instelling moet voldoen aan gangbare solvabiliteit- en liquiditeitseisen en beschikken over de benodigde vergunningen/goedkeuringen om financiële diensten te mogen verlenen in het betreffende land;
- de instelling moet te allen tijde voldoen aan de eisen van het van toepassing zijnde toezichthoudend orgaan;
- de financiële instelling moet mede als specifiek oogmerk hebben het verlenen van diensten aan lokale ondernemers en/of particulieren.

De op dit punt geformuleerde criteria zijn soms voor de hand liggend, maar soms ook vaag en ruim gesteld (bijvoorbeeld "gangbare solvabiliteit- en liquiditeitseisen"). FMO heeft in haar leningdocumentatie, participatie overeenkomsten en algemene voorwaarden dergelijke zaken (compliance met regelgeving en toezicht) adequaat geregeld. Voor financiële instellingen, banken en fondsen heeft FMO voor haar eigen activiteiten een drietal documenten ontwikkeld van criteria die gelden voor financieringen aan dergelijke financiële instellingen, waarbij zaken als kapitalisatie, asset quality, winstgevendheid en liquiditeit aan de orde komen. Financiële instellingen als FMO hanteren dergelijke voorwaarden als standaard voorwaarden. In die zin wordt ook voldaan aan de gestelde criteria. Zaken als solvabiliteit zijn zonder meer onderdeel van de beoordeling van voorstellen, waarbij uiteraard veel specifiekere minimale eisen worden gesteld (onder meer afhankelijk van de aard van de instelling). Het is ons niet duidelijk waarom voor lokale financiële instellingen wel criteria voor solvabiliteit en liquiditeit zijn geformuleerd en voor lokale ondernemingen niet.

Overigens kan men de vraag stellen of eisen ten aanzien van solvabiliteit en liquiditeit voor NIMF investeringen niet afwijkend zouden kunnen of zelfs moeten zijn ten opzichte van algemene FMO eisen. Soms betreft het greenfield operaties waar men nog niet kan voldoen aan de gebruikelijke solvabiliteitseisen. NIMF zou instrumenteel kunnen zijn voor het bereiken van het gewenste solvabiliteitspercentage en daarmee financiers voor vreemd vermogen kunnen aantrekken. Tot 30 juni 2006 heeft FMO met NIMF in een viertal financiële instellingen geïnvesteerd. Het ging daarbij om een leasemaatschappij, een algemene bank, een VC/PE fonds en een investment bank. Voor de investering in het VC/PE fonds heeft FMO toestemming gevraagd (en gekregen) van DDE omdat in formele zin de beschikking investeringen via derde partijen niet toestaat (artikel 10 van de beschikking).

III. Criteria voor equity & quasi equity investeringen:

Voor equity en quasi equity investeringen gelden volgens de annex op de beschikking de volgende criteria:

- de participatie mag in principe niet meer dan 49% van het risicodragend vermogen van de in aanmerking komende onderneming of financiële instelling uitmaken;
- de vennootschap mag niet de grootste aandeelhouder zijn;
- de financiering met equity kan, afhankelijk van het soort bedrijf, luiden in lokale dan wel in converteerbare valuta;
- de vennootschap streeft naar een "exit" binnen een periode van (gemiddeld) vijf jaren;
- de financiering is financieel beperkt van EUR 1 mln tot EUR 5 mln voor lokale ondernemingen en lokale financiële instellingen, maar nooit meer dan de inbreng in het eigen vermogen door de buitenlandse investeerder.

Met 'de vennootschap' is FMO bedoeld, die (onder andere) via het NIMF fonds investeert in ondernemingen. Uit de dossiers hebben wij kunnen vaststellen dat aan de bovengenoemde vijf eisen is voldaan. In tabel 2 geven wij een overzicht van de exit afspraken.

Tabel 2: Exit afspraken per participatie

Participatie	Exit afspraken
Bank Turan Alem	Exit na 5 jaar.
Iroko	Verplichte put-optie op de debiteur tussen 5 en 9 jaar.
China Gas	Lock up periode is 3 jaar.
Power E2E	Looptijd 7 jaar, conversierecht na 2 jaar.
Maghreb Leasing	Looptijd circa 5 jaar. Exit via beursnotering danwel via verkoop middels putoptie aan TL en/of Amen Bank.
AfricInvest	Looptijd 10 jaar, commiteringsperiode 4 jaar.
Rynart	Put optie FMO na 2012.
Indorama	Exit óf door een IPO in 2010, of door een put-optie in 2012.

Bron: analyse NIBConsult

Met betrekking tot de exit eis merken wij op dat in de dossiers meestal aangegeven werd een exit binnen 5 jaren na te streven. Echter gelet op de matige ontwikkeling van de financiële markten in de doelgroeplanden (afwezigheid van een beurs en weinig potentiële investeerders) zal waarschijnlijk een exit binnen 5 jaren niet altijd te realiseren zijn. In alle 8 de participatiedossiers hebben wij exit afspraken kunnen vinden. In zijn algemeenheid kan geconstateerd worden dat FMO voor NIMF investeringen in de praktijk uitgaat van een gemiddelde exit van 5 jaren en dat dit veelal in afspraken wordt vastgelegd. Gelet op het feit dat nog er nog geen enkele investering langer dan vijf jaar uitstaat en er ook nog geen concrete exits zijn gemaakt kunnen wij derhalve niet beoordelen in hoeverre dit uitgangspunt in de praktijk reëel is.

IV. Criteria voor buitenlandse directe investeerders

Voor buitenlandse directe investeerders zijn de volgende criteria geformuleerd:

1. voldoen aan bepaalde eisen van kwaliteit, reputatie, financiële draagkracht, duurzame betrokkenheid, management en technische ondersteuning, de toepassing van 'good governance' principes (inclusief de in en n.a.v. de instrumentenbrief gestelde criteria voor Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen);
2. een transparante eigendomsstructuur hebben;
3. geen development financial institution zijn.

In de gevoerde gesprekken bestond er enige onduidelijkheid over de doelgroep. De programmabeschrijving is hier eveneens niet geheel duidelijk in. Gaat het hier om investeerders van ontwikkelde landen in ontwikkelingslanden of gaat het om buitenlandse investeringen (vanuit zowel ontwikkelde landen als ontwikkelingslanden) naar ontwikkelingslanden. Bij een beperkt aantal NIMF investeringen was er sprake van investeringen door investeerders uit ontwikkelingslanden. Voor het onderzoek hebben wij ons verder gebaseerd op de ruimere definitie.

Op basis van dossieronderzoek en de procesatlas van FMO hebben wij kunnen vaststellen dat FMO grote zorg besteed aan dergelijke aspecten. De eerste eis ten aanzien van reputatie, kwaliteit, duurzame betrokkenheid, good governance zijn zoals eerder gesteld standaard onderdeel van de beoordeling van FMO voor al haar investeringsproposities.

Ad e:

De beschikking spreekt in artikel 10 over bedrijven. In annex 2 wordt nadrukkelijk gesproken over lokale ondernemingen en lokale financiële instellingen. Bij de aanvraag van AfricInvest werd door partijen geconstateerd dat deze buiten de doelgroep zoals genoemd in de beschikking viel. Bij wijze van uitzondering is door DDE aan FMO toestemming verleend om deze investering ten laste van het NIMF fonds te brengen omdat de investering via dit fonds zal leiden tot directe investeringen in ondernemingen in Afrika. In feite wordt het NIMF fund voor deze investering een fund of fund investeerder.

Het is onderzoekers vooralsnog niet geheel duidelijk waarom ten tijde van het opstellen van de criteria lokale financiële instellingen wel kwalificeren voor NIMF en fondsen niet. In beide gevallen lijkt het te gaan om een methodiek om via een intermediair investeringen tot stand te brengen. Met betrekking tot AfricInvest werd verder afgesproken dat de criteria voor NIMF ook voor AfricInvest zouden gelden. Wij hebben echter niet aan de hand van schriftelijke stukken kunnen vaststellen dat dit inderdaad is geschied. Wel hebben wij begrepen dat hier mondeling afspraken over zijn gemaakt die inhielden dat een deel van het AfricInvest fonds (\$ 10 mln) op deze wijze zou worden ingezet. Het is nog te vroeg om te kunnen beoordelen of AfricInvest zich aan deze afspraak zal houden.

Overigens hebben wij uit de dossiers niet kunnen opmaken welke argumentatie is gebruikt om financiële instellingen tot de doelgroep van NIMF te laten zijn. Vermoedelijk houdt dit verband met de focus van FMO zelf. Niettemin zou je NIMF investeringen via financiële instellingen kunnen zien als indirecte vorm van en niet als Direct Foreign Investment.

5.1.2 *Op basis van welke criteria stelt FMO vast dat aanvragen buiten de criteria van FMO en voor commerciële vermogensverschaffers vallen?*

In de beschikking wordt in artikel 1 de volgende voorwaarde gesteld: "Het betreft hier uitsluitend investeringen die buiten de criteria van commerciële vermogensverschaffers vallen en die ook niet in aanmerking komen voor FMO's reguliere portefeuille". Alvorens in te gaan op de vraag op basis van welke criteria FMO vaststelt dat aanvragen buiten de criteria van FMO en voor commerciële vermogensverschaffers vallen, geven wij onderstaand eerst een korte beschrijving van de wijze waarop de FMO organisatie met NIMF aanvragen omgaat en hoe beoordeling van proposities plaatsvindt.

De werkzaamheden ten aanzien van de beoordeling en de afwikkeling van investeringsvoorstellen zijn voor FMO (en NIMF) omschreven in de zogeheten procesatlas van FMO. De Fonds Manager van NIMF, Investment Officers (IO's) van de regioafdelingen en de afdeling Participaties (en sinds kort ook medewerkers van het FOM/NIMF team) zijn verantwoordelijk voor de acquisitie van NIMF voorstellen. Zij stellen de FINVOB's en uiteindelijke financieringsvoorstellen op en zijn in die zin verantwoordelijk voor de inhoud van de voorstellen. In de procedure wordt ieder NIMF-voorstel geparafeerd door de manager van NIMF, die binnen FMO eindverantwoordelijk is voor het voldoen aan de NIMF criteria. Het Investment Committee (IC) stelt hier voor zover noodzakelijk vragen over maar is binnen FMO niet primair de verantwoordelijke die vaststelt of een financiering door het reguliere FMO-bedrijf dan wel ten laste van een van de fondsen gebracht moet worden. Deze verantwoordelijkheid ligt bij de fondsenmanager van het NIMF. Uit gesprekken met de IO's en medewerkers van de afdeling Participaties (PAR) is gebleken dat zij slechts in beperkte mate op de hoogte zijn van de criteria van NIMF. Met name het criterium van "matching partner" wordt het meeste herkend.

In de praktijk betekent dit dat IO's en medewerkers van PAR al snel contact opnemen met de NIMF desk om te bepalen of NIMF financiering mogelijk is. FMO hanteert daarbij de volgende criteria:

- a) verplichte deelname van een Nederlandse of buitenlandse (MKB) onderneming met een risicodragend kapitaal (aandelen of Mezzanine) in een bedrijf in een ontwikkelingsland;
- b) ondersteuning door een matching partner op het gebied van marketing, management en/of technologische kennis;
- c) alleen de lage inkomens en lage midden inkomens landen (met een per capita inkomen tot USD 2.975 per jaar, gebaseerd op de OESO DAC-1 lijst);

- d) Financiering minimaal EUR 1 en maximaal EUR 5 mln;
- e) Financiering uit NIMF op commerciële voorwaarden en maximaal het bedrag dat door de matching partner wordt ingebracht;
- f) Looptijd investering maximaal 5 jaar via een exit regeling.

Verder bleek uit gesprekken dat ook andere criteria een rol spelen, met name de “NIMF-criteria” zoals vastgelegd in een annex van de beschikking. Hierbij is een ruime definitie van additionaliteit van toepassing. NIMF kan dus niet toegepast worden bij investeringsproposities die door commerciële partijen en partijen als FMO, IFC, DEG, CDC e.d. of combinaties daarvan zelfstandig gefinancierd kunnen worden. Dit heeft zich vertaald in de volgende additionele criteria:

- NIMF richt zich met name ook op hogere risico investeringen zoals startende/ jonge ondernemingen, hetgeen FMO en commerciële partijen bijvoorbeeld zeker niet doen.
- De rendementsdoelstelling van 4,5% (rendement op Staatsleningen) voor het fonds zoals genoemd in de programmabeschrijving van NIMF kan als criterium gezien worden. Bij het reguliere FMO bedrijf gaat men voor het participatiebedrijf uit van een te behalen rendement van > 15% (ex-ante, per goed te keuren investering) terwijl voor NIMF investeringen genoeg kan worden genomen met een lager rendement van ongeveer 10% om de doelstelling van 4,5% voor het NIMF fonds als geheel te kunnen behalen.

In het onderzoek is gebleken dat in de voorstellen en FINVOB's er weinig inhoudelijke argumenten worden gegeven waarom een financiering zou kwalificeren voor NIMF. In de meeste gevallen blijft dit beperkt tot de opmerking dat er sprake is van een matching partner of dat het gaat om een early stage investering. Het is niet duidelijk waarom in het beoordelingsproces van de voorstellen en FINVOB's er niet meer opmerkingen zijn gemaakt over het ontbreken van een goede argumentatie en onderbouwing van de toepassing van de NIMF criteria. In die zin bevelen wij aan dat naast de NIMF manager ook de Investment Committee en IO's meer aandacht aan dit punt gaan besteden. Ook zou het verstandig zijn hiervoor een “format” te ontwikkelen waarin specifieke NIMF aandachtspunten worden genoemd.

Zoals hierboven aangegeven heeft men bij het opzetten van het NIMF fonds geen duidelijke meetbare criteria geformuleerd die een onderscheid tussen NIMF, FMO en commerciële investeerders helder en inzichtelijk maken. Ook voor de eigen activiteiten van FMO is een dergelijke scheiding met commerciële partijen niet helder te maken. Er is altijd wel sprake van een grijs gebied. Daarbij dient rekening gehouden te worden met het gegeven dat - zoals FMO aangaf in gesprekken - het typische FMO werkteerrein ook de nodige dynamiek kent. De economische ontwikkeling (groei) in de emerging markets is de afgelopen jaren sterk, waardoor commerciële partijen steeds meer in staat en bereid zijn financieringen te verstrekken die in het verleden niet of uitsluitend door Internationale financieringsinstellingen of bilaterale financiële instellingen zoals FMO verstrekt werden. De “rating” toegekend door internationale rating agencies (o.a. S&P, Moody's, Fitch) aan zowel landen als de bedrijven actief in de landen is daardoor ook sterk verbeterd. Mede als gevolg van deze ontwikkeling schuift FMO op naar nieuwe regio's en andere veelal risicovollere financieringsstructuren. Met andere woorden, financieringsproposities die FMO 5 jaar geleden nog zou afwijzen behoren thans tot het werkteerrein van FMO. Deze dynamiek heeft uiteraard ook voor NIMF (en andere fondsen) gevolgen waardoor deze naar nieuwe gebieden en nog risicovollere financieringen opschuiven.

Recent heeft FMO in dat kader een concept notitie “Fondsen en FMO” geschreven waarin men meer inzichtelijk heeft proberen te maken hoe men helderder een onderscheid kan maken tussen FMO en de individuele fondsen. Deze notitie is onder meer gebaseerd op de ervaring van de afgelopen jaren.

Wanneer wij ons beperken tot NIMF dan worden onder meer de volgende indicatoren genoemd om dit onderscheid te kunnen maken:

- Grootte van het belang (FMO maximaal 25% en NIMF vaak > 25%);
- Landen (FMO focuslanden versus DAC 1 landen, volgens NIMF lijst);
- Rendement (niet lager dan 15% voor NIMF);
- Trackrecord bedrijven (FMO ten minste 3 jaar, NIMF met name greenfields);
- Solvabiliteit (FMO>30%, NIMF afhankelijk van case (sector, strategische investeerders e.d.);
- Ratio's (NIMF mag van FMO ratio's afwijken);
- Partner (actieve partner bij FMO, strategische partner bij NIMF).

In de notitie worden de te hanteren indicatoren verdeeld naar indicatoren voor bedrijven, Telecom, Energie & Gas/olie/mijnbouw en overig. Ook wordt er aangegeven hoe de scorecard voor "clients" en "product" van NIMF zich verhouden ten opzichte van FMO. Opvallend daarbij is dat financiële instellingen in de vergelijking bij NIMF niet zijn opgenomen. Bovengenoemde notitie is naar onze mening een goede aanzet om het onderscheid tussen FMO en de fondsen inzichtelijk en meer transparant te maken. Een beoordeling van de portfolio van FMO ten aanzien van additionaliteit beschrijven wij in hoofdstuk 6.2.

Conclusies en aanbevelingen:

3. FMO heeft tot voor kort geen duidelijke criteria geformuleerd die medewerkers in staat stellen te beoordelen of financieringsproposities aan NIMF criteria voldoen. Met name de additionaliteit ten opzichte van FMO is in de huidige opzet niet helder te bepalen;
4. Bij de beoordeling van risico's is er sprake van een grijs gebied waardoor er twijfels kunnen ontstaan of het gaat om een typische FMO dan wel NIMF investering;

In de procesbeschrijving van FMO zou meer aandacht moeten worden besteed aan de motivatie om voorstellen onder NIMF te brengen. Daarbij kan gedacht worden aan te gebruiken "formats" en meer controle daarop in het fiatteringproces (taak Investment Committee).

5.2 De vergoedingen- en kostenstructuur van het NIMF

Tijdens de aanvangfase van het onderzoek is enige discussie ontstaan over de zin van een analyse naar de kostenstructuur en de vraag of de vergoeding kostendekkend is. Vanuit het gezichtspunt van DDE als subsidieverstrekker van NIMF is deze vraag begrijpelijk: DDE wil niet meer dan de kosten (incl. een redelijke marge) vergoeden. FMO lijkt te redeneren vanuit de rol van manager van een fonds waarbij de benchmark gerelateerd is aan de vergoedingen bij andere (commerciële) fondsmanagers. Overigens behoeven deze uitgangspunten niet strijdig te zijn. Bij fundmanagers is de basis fee eveneens gebaseerd op een vergoeding van kosten. De upside (meeropbrengst/marge) komt uit de performance related fee. De vraag gaat dan meer over de hoogte van de variabele fee en de daaraan gekoppelde rendementsdoelstellingen van de fondsen. In het onderzoek hebben wij beide benaderingen in kaart proberen te brengen. Enerzijds geven wij een opinie van de marktconformiteit van de vergoedingsafspraken; anderzijds hebben wij geprobeerd de kostendekkendheid in kaart te brengen. Allereerst geven wij een beschrijving over de wijze waarop afspraken tot stand zijn gekomen en gaan wij kort in op de inhoud van deze afspraken. Vervolgens gaan wij in op de kostendekkendheid van de fee van FMO en hoe deze zich verhoudt ten opzichte van andere VC/PE fondsen.

Inhoud en ontstaan vergoedingenstructuur

In het onderzoek hebben wij trachten te achterhalen hoe de vergoedingenstructuur tot stand is gekomen. Uit de programmabeschrijving en ten dele ook uit het beoordelingsmemorandum van DDE blijkt dat deze is opgesteld door de FMO en dat er onderhandelingen c.q. gesprekken met DDE hierover hebben plaatsgevonden.

Uitgebreide documentatie van deze berekeningen en onderbouwing hebben wij niet in de dossiers van FMO en DDE aangetroffen. Voor het onderzoek hebben wij ons gebaseerd op de programmabeschrijving en enkele varianten van een cashflowprojectie/scenario van NIMF. In de programmabeschrijving wordt aangegeven dat "commerciële private equity fondsen doorgaans een management fee van 2,5 tot 3% over de totale omvang van het fonds rekenen." De in de programmabeschrijving genoemde 1,8% management fee was gebaseerd op een omvang van het fonds van EUR 58 mln en een looptijd van 15 jaren. De basisvergoeding was gerelateerd aan de werkelijke kosten van FMO, uitgaande van de betrokkenheid van gemiddeld 4 investment officers. Over een periode van 15 jaren zou FMO aan inkomsten ontvangen EUR 15,5 mln aan investeringsresultaat en EUR 15,9 mln aan fund management fee. Na aftrek van salaris en overheadkosten van EUR 15,9 mln zou FMO een resultaat maken van EUR 15,5 mln. Ofschoon de documentatie voor deze berekeningen onduidelijk, op enkele punten soms tegenstrijdig en onvolledig was, was DDE kennelijk wel in staat de gehanteerde tarieven/berekeningen van FMO voor de kosten- en vergoedingenonderbouwing te beoordelen en is DDE uiteindelijk met een voorstel akkoord gegaan. Het definitieve voorstel met de juiste berekeningen hebben wij niet kunnen achterhalen in de dossiers bij FMO en DDE.

Uit het onderzoek is gebleken dat er terzake van de omvang van het fonds en de hoogte van de fee diverse onduidelijkheden bestaan:

1. De programmabeschrijving en bijbehorende berekeningen noemen een fee van 1,8% over een fonds van EUR 58,8 mln, zijnde EUR 1.058.000. Van de EUR 58 mln wordt EUR 50 mln door OS en EUR 8,8 mln door FMO ingelegd;
2. In de beschikking wordt eveneens een management fee genoemd van EUR 1.058.000. Echter nu hanteert men een percentage van ongeveer 2% over de maximale omvang van het fonds. De bijdrage van OS bedraagt in deze variant EUR 45,5 mln. Tot onze verbazing wordt over (de hoogte van) de inbreng van FMO in de beschikking niets gezegd. Het beoordelingsmemorandum biedt hier uitkomst en geeft een bedrag van EUR 8,02 mln als inbreng van FMO aan. Kennelijk zijn de gehanteerde percentages afrondingen omdat berekeningen op andere bedragen uitkomen (2% van EUR 53,52 mln = EUR 1.070.400).
3. Uit latere definitieve cijferopstellingen wordt gesproken over een fonds van EUR 53,8 mln waarbij FMO 8,8 mln inbrengt en OS EUR 45,5 mln. Opmerkelijk is dat bij een gewijzigd fondsbedrag de grootte van de fee niet is gewijzigd en onveranderd EUR 1.058.000,- is gebleven.
4. Uit een brief van 27 maart 2002 van DDE aan FMO bleek dat FMO kennelijk uitging van een tarief exclusief BTW en gaf DDE aan dat dit inclusief BTW zou moeten zijn. Voorts werd door DDE aangegeven dat de accountantskosten niet laste van het fonds mochten worden gebracht, maar uit de managementvergoeding aan FMO moesten worden betaald.

Het moge duidelijk zijn dat het voor de onderzoekers moeilijk is een opinie te geven over de realiteit van de vergoedingen omdat een consistente onderbouwing van de berekeningen nauwelijks was te achterhalen. Ofschoon de bedragen in de programmabeschrijving en een bijlage onjuist zijn proberen wij onderstaand te reconstrueren welke aannames gebruikt zijn en of deze juist waren:

- Het fonds is EUR 58,8 mln groot, waarvan BZ/DDE EUR 50 mln en FMO EUR 8,8 mln bijdraagt (dit is uiteindelijk EUR 53,8 mln geworden en als bedrag in de beschikking genoemd (waarvan DDE EUR 45,5 mln en FMO EUR 8,3 mln); De jaarlijkse vaste fee blijkt een vast bedrag van EUR 1.059.000 te zijn (dit is uiteindelijk EUR 1.058.000 geworden), ongeacht de exacte grootte van het fonds. Deze fee wordt over de gehele looptijd van 15 jaren uitbetaald. De tekst van de beschikking geeft iets anders aan (is slechts voor de eerste vijf jaren geregeld);

- Men gaat uit van een inzet van 4 fte's per jaar. Met betrekking tot de kostenonderbouwing van de FTE's gaat men uit van salariskosten van de IO's plus apparaatskosten en bedragen EUR 948.000 jaarlijks ofwel EUR 237.000 per fte;
- De berekeningen maken in het cashflow scenario geen onderscheid tussen participaties en mezzanines. Men gaat uit van exits na vijf jaren. De calculaties laten een investeringsniveau van ongeveer EUR 10 mln jaarlijks zien;
- Men gaat uit van een rendement van 4,5% over EUR 53 mln (het fondsbedrag EUR 58,8 mln minus de apparaatskosten over de eerste vijf jaren, zijnde EUR 5,3 mln). Het fonds revolveert dan op een niveau van EUR 53 mln. De meeropbrengsten gaan volledig naar FMO en bedragen in de berekeningen EUR 15,51 mln. In feite is dus het uitgangspunt voor rendement 0 of zelfs negatief als de apparaatskosten over de eerste 5 jaren worden meegenomen;
- Voor FMO betekent deze berekeningswijze een netto resultaat van EUR 15,49 mln over een periode van 15 jaren.

Zoals gesteld in de programmabeschrijving is de structuur een afgeleide van vergoedingenstructuren bij PE/VC fondsen. In ieder geval moeten wij constateren dat er in de rekenopstellingen die gemaakt zijn enkele bijzondere uitgangspunten zijn opgenomen, namelijk een ingebouwd verlies van EUR 5,3 mln (zijnde de vaste fee over de eerste 5 jaren). Verder gaan alle overwinsten naar FMO en komen deze niet terug in het fonds, waardoor het rendement niet 4,5% maar 0% bedraagt. Kort gezegd lijkt de opzet niet erg professioneel doordacht en zijn de uitgangspunten ook niet helder gedefinieerd. Bovendien biedt de structuur niet de goede prikkels voor een goede performance, zowel in termen van omzet als resultaat. Bij de gegeven opzet is het uitgangspunt van een revolverend fonds niet haalbaar. Op basis van de in de berekeningen gevonden uitgangspunten zal het fonds op termijn leeglopen.

Verder lijkt er grote onduidelijkheid te bestaan over de berekening van de variabele vergoeding en de vaste vergoeding na het 5^e jaar. De omschrijving in de beschikking zegt hierover in artikel 6 *“Daarnaast ontvangt de FMO de jaarlijkse nettowinst die gemaakt wordt op financieringen bestaande uit gerealiseerde kapitaalswinsten bij verkoop van aandelen, ontvangen dividenden, ontvangen rente op achtergestelde leningen en commissies van derden (netto winst = feitelijk gerealiseerde winst na aftrek van verliezen uit financieringen in het betreffende kalenderjaar en gecorrigeerd voor neerwaartse herwaarderingen)”*. Met betrekking tot de managementvergoeding van FMO na 2006 zegt de beschikking het volgende: *“Hierbij zal als uitgangspunt dienen dat na 2006 de subsidieontvanger het NIMF blijft beheren, waarbij terugkerend vermogen door de subsidieontvanger wordt geherinvesteerd. Vanaf dat moment zullen de kosten van het beheer van het Fonds volledig uit de opbrengsten van het NIMF moeten worden gefinancierd”*.

Conclusie:

Uit bovenstaande wordt duidelijk dat er grote onduidelijkheid is over de gekozen uitgangspunten en aannames. De cijferopstellingen gaan niet alleen uit van onjuiste bedragen maar lijken ook niet te stroken met de geformuleerde uitgangspunten van de beschikking voor een management vergoeding. Uit gesprekken is gebleken dat partijen erkennen dat de structuur en uitgangspunten niet op alle aspecten goed doordacht en consistent waren. Aangegeven werd dat een fonds als NIMF zowel bij DDE als FMO een nieuw fenomeen was en dat men nog weinig ervaring had met het opzetten van dergelijke structuren/fondsen.

De kostendekkendheid van de fee van NIMF

De kostenstructuur van NIMF is in de evaluatieperiode geleidelijk aangepast. In het begin van de beschikingsperiode is uitgegaan van de afspraken zoals die in de beschikking zijn vastgelegd. Bijlage 5 van de beschikking geeft aan dat uitgegaan werd van jaarlijks EUR 948.000 aan managementkosten. Hier stond een inspanningsverplichting van gemiddeld 4 fte tegenover. Vanaf 2003 maakt FMO echter gebruik van een nieuwe berekening van de kostenstructuur, waarbij naast een directe toerekening van kosten aan de verschillende afdelingen ook een opslagpercentage wordt gerekend voor de overheadkosten. De inzet van FTE's tot en met 2005 is gemiddeld 4. Dit is in overeenstemming met de oorspronkelijke opzet zoals geformuleerd in de programmabeschrijving. De inzet aan personeel over 2006 lijkt evenwel aanzienlijk te worden. Over de eerste helft van 2006 zijn maar liefst 5,7 fte ingezet waarvoor aan toegekende kosten EUR 1.113.000. Dit is al meer dan de vergoeding over geheel 2006. De aanpassing in de kostenstructuur en de doorberekening aan tarieven is formeel vanaf 2004 afgestemd met DDE.

De veranderingen in de kostenstructuur worden door FMO verklaard door een groeiende behoefte om meer samenhang met andere FMO-fondsen te bewerkstelligen en om transparanter te zijn richting de overheid. Daarnaast is het ook in administratieve zin veel meer voor de hand liggend om een eenduidige kostenstructuur voor NIMF te hanteren in de administratie van FMO. In 2003 werd deze methode al bij FMO doorgevoerd. De kostenstructuur is verschillende malen een onderwerp van discussie geweest tussen DDE en FMO. Overigens was de methode al in overeenstemming met de in 2004 overeengekomen systematiek.

Wat ons in ieder geval opvalt is dat het aanmerkelijk gecompliceerder is geworden om vast te kunnen stellen in hoeverre de doorberekende kosten ook redelijk zijn. Tabel 3 geeft een overzicht van de toegerekende kosten over de periode 2002-2006:

Tabel 3: Toegekende kosten aan het fonds (in '000 Euro's)

	2002	2003	2004	2005	2006**
Allocatie directe afdelingen		465	265	619	528
Opslagen P&O, IT Beheer en FD		194	99	359	219
Ondersteunende afdelingen		42	17	61	117
Allocatie juridische afdeling		53	28	52	22
Allocatie Investment en mission review		7	19	79	21
Allocatie overheadkosten		423	236	389	206
Tijdsbesteding in de voorfase*			182		0
	948	1.184	846	1.559	1.113

Bron: FMO jaarverslagen

*) 50% directe afdelingen + opslagen

**) voor 2006 zijn alleen de gegevens van het 1e halfjaar opgenomen

Bovenstaande tabel laat bijvoorbeeld voor de 1^e helft van 2006 zien dat de allocatie van directe afdelingen (IO's van regio's, PAR en NIMF desk) kosten die direct aan NIMF worden toegerekend EUR 528.000 bedragen. De rest van de aan het fonds toegerekende kosten (EUR 585.000) zijn afkomstig van andere afdelingen. Hoewel het gezien de scope van deze evaluatie te ver gaat om de hele kostenstructuur van FMO te beoordelen zetten wij wel enige vraagtekens bij deze extra doorbelastingen. Ook vragen wij ons af waarom er extra overhead wordt berekend, terwijl van alle indirecte afdelingen reeds een opslag is doorberekend. Ook hebben wij enige aarzeling bij de hoogte van de opslagen. Wij hebben geconstateerd dat de gemiddelde kosten per fte in de loop van de beschikingsperiode flink zijn gestegen. In 2002 waren de gemiddelde kosten per fte EUR 237.000 voor 4 IO's (Bij een kosten-

som van EUR 948.000). In 2006 zijn deze kosten opgelopen tot ruim EUR 390.000 per fte.³ Afgevraagd moet worden of het reëel is dat al deze kosten ook aan NIMF moeten worden toegerekend.

Terugkijkend laten de cijfers zien dat FMO over de subsidieperiode meer aan kosten heeft gemaakt dan er aan feitelijke inkomsten tegenover stonden. In een normale fondsstructuur zou dit wellicht niet verbazingwekkend zijn omdat de vaste vergoeding uitsluitend de kosten dient te dekken en de upward pas plaatsvindt nadat exits gemaakt zullen worden. Voor NIMF is verder onduidelijk welke inkomsten gegenereerd zullen worden en er bestaat ook nog geen zekerheid over de managementkosten die het fonds de komende jaren aan FMO nog uit het fonds zal kunnen vergoeden.

In tabel 4 geven wij een overzicht van de tot op heden ontvangen bedragen en de kosten van FMO (in euro's):

Tabel 4: Overzicht inkomsten en uitgaven FMO

	2002*	2003	2004	2005	2006**
Inkomsten					
vaste fee	928.689	1.058.000	1.058.000	1.058.000	1.058.000
variabele fee		312.497	143.559	0	0
<i>Totaal</i>	928.689	1.370.497	1.201.559	1.058.000	1.058.000
Uitgaven					
Kosten	948.000	1.184.000	846.000	1.560.000	2.226.000
Resultaat	-19.311	186.497	355.559	-502.000	-1.168.000

Bron: FMO jaarverslagen

*) De kosten voor 2002 zijn afkomstig uit bijlage 5 van de beschikking.

**) De kosten voor het eerste halfjaar van 2006 bedragen EUR 1.113.000. De kosten voor heel 2006 zijn geëxtrapoleerd op basis van deze kosten.

Uit bovenstaande tabel volgt dat de totale ontvangsten over de subsidie periode minimaal EUR 5.616.745 (optelsom van de totale fee) zullen bedragen (gegevens jaarrapportage). Gelet op de formulering van de beschikking kan FMO na 2006 uitsluitend nog een managementvergoeding claimen ten laste van het fonds indien de opbrengsten dit toestaan. In artikel 7 van de beschikking staat: "Dat na 2006 de kosten van het beheer van het fonds volledig uit de opbrengsten van het NIMF moeten worden gefinancierd." Hierbij dient aangetekend te worden dat deze formulering onvoldoende duidelijk is. Immers wat zijn opbrengsten? Winst in het fonds of alle opbrengsten? Aangezien het de bedoeling van partijen was om een revolverend fonds te ontwerpen, lijkt de stelling gerechtvaardigd dat het fonds ten minste op een niveau van EUR 53,5 mln (of EUR 48 mln) wordt gecontinueerd en dat opbrengsten dus inderdaad uit het resultaat zullen moeten komen. De discussie over de verrekening van de management fee laten wij hier buiten beschouwing.

Conclusie:

Uitgangspunt is altijd geweest dat de managementvergoeding de kosten van de FMO organisatie zou compenseren. Op basis van de ter beschikking gestelde gegevens is het moeilijk vast te stellen of de vergoedingen kosten dekkend voor FMO zullen zijn. Wanneer wij ons beperken tot de subsidieperiode dan lijkt dit echter niet het geval te zijn. Echter over de gehele fondsperiode is dit thans niet vast te stellen. Pas wanneer exits gemaakt worden kan ook bepaald worden of er voldoende middelen in het fonds aanwezig zijn om de managementkosten van FMO te betalen. Zoals de formulering van de beschikking

³ Hierbij nemen wij aan dat het aantal fte onveranderd blijft voor het 2^e deel van 2006 en hebben wij de kosten voor heel 2006 geëxtrapoleerd aan de hand van de halfjaarrapportage.

thans luidt zou FMO slechts bij overwinsten na 2006 recht hebben op een managementvergoeding. De gemaakte afspraken hierover zijn echter zeer onduidelijk.

Vergelijkbaarheid met andere commerciële VC/PE fondsen

In de Terms of Reference (TOR) is de vraag gesteld in hoeverre de vergoedingsstructuur van het NIMF-fonds vergelijkbaar is met gangbare Venture Capital fondsen.

Voor het beantwoorden van deze onderzoeksvraag hebben wij ons gebaseerd op min of meer vergelijkbare fondsen in emerging markets en gangbare tarieven bij Europese Venture Capital (VC) of Private Equity fondsen. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en de European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) zijn hiervoor informatiebronnen geweest.

Bij een vergelijking met commerciële fondsen dient men in ogenschouw te nemen dat het NIMF fonds in aard en doelstelling afwijkt van dergelijke commerciële VC fondsen. Immers:

- NIMF kent geen commerciële investeerders (sterker nog, de grootste aandeelhouder ziet haar bijdrage als een subsidie);
- NIMF heeft geen duidelijke rendementsdoelstelling (vgl. met rendement op schatkistpapier) en in ieder geval geen commerciële doelstelling;
- NIMF richt zich op hoge(re) risico's;
- NIMF is actief in landen waar vaak een goede juridische en governance structuur ontbreekt.

Op basis van gegevens (terzake van de fee structuur) van een tiental PE/VC fondsen waarin FMO heeft geïnvesteerd en op basis van gegevens van de EVCA en de NVP blijkt dat de vaste management fees tussen de 1,5% en 3% belopen. Met betrekking tot de variabele vergoeding ziet men vele varianten. Bij de 10 PE/VC fondsen waarin FMO heeft geïnvesteerd, kan worden vastgesteld dat er 20% van de totaal gerealiseerde overwinst aan het management wordt uitgekeerd (ook wel 'carried interest' genaamd) en dat de carried interest uitkering pas wordt uitgekeerd nadat het fonds een jaarlijks rendement van 7-8% over het ter beschikking gestelde bedrag aan beleggers heeft uitbetaald (ook wel de 'hurdle' genaamd). In de praktijk zijn er vele varianten te bedenken op basis waarvan fund managers worden beloond. Echter voor commerciële fondsen geldt altijd dat de structuur aantrekkelijk moet zijn voor beleggers in termen van rendement. In geval van NIMF is derhalve de managementfee van ongeveer 2% over het volledige fondsbedrag herkenbaar en lijkt deze in lijn met andere commerciële fondsen. Echter het gegeven dat de vaste vergoeding over de eerste 5 jaren bij voorbaat als verlies wordt beschouwd (de fee wordt namelijk afgetrokken van het fondsvermogen) is zeer ongebruikelijk. Voor commerciële fondsen geldt uiteraard dat investeerders uitgaan van terugbetaling van het ingelegd vermogen, vermeerderd met een rendement overeenkomstig de risico's. De variabele fee wijkt eveneens sterk af van hetgeen gebruikelijk is bij dergelijke fondsen. Immers bij NIMF geldt in feite een hurdle van 0% en een carried interest van 100% voor FMO. Het best te behalen resultaat is dan in feite het handhaven van het fonds op het bedrag van de inleg (minus de apparaatskosten over de eerste vijf jaren).

Men kan zich afvragen of de geformuleerde uitgangspunten en doelstellingen wel juist waren en of een dergelijke sterk gesubsidieerde opzet wel past bij het FMO bedrijf. Bij FMO zou het toch als uitgangspunt mogelijk moeten zijn een fonds te creëren met een zekere rendementsdoelstelling. In de huidige opzet is de doelstelling van een "revolverend fonds" per definitie al niet haalbaar. Een vergoeding afgeleid van een structuur zoals deze ook geldt voor commerciële VC/PE fondsen is naar onze mening slechts verdedigbaar wanneer de voorwaarden en uitgangspunten van het fonds voor de beleggers (in casu FMO en DDE) in zekere mate vergelijkbaar zijn. Met andere woorden, er zal nagedacht moeten worden over de uitgangspunten en de vergoedingen waarbij de introductie van een evenwichtige carried interest regeling en een hurdle voor de hand ligt. In de huidige opzet zijn er te weinig incentives om van het NIMF een succes te maken zowel in termen van omzet (aantal deals) als rendement. Ook zou overwogen kunnen worden de vaste fee minder vast te maken en te koppelen aan bereikte omzet per periode.

Mocht men evenwel van mening zijn dat NIMF niet vergelijkbaar is met andere fondsen omdat men een verlies bij voorbaat moet accepteren dan lijkt het beter een vergoedingsstructuur te introduceren op basis van werkelijke kosten vermeerderd met een zekere marge.

Conclusies en aanbevelingen:

Het NIMF fonds is in haar huidige opzet niet goed vergelijkbaar met PE/VC fondsen. De keuze moet door FMO en de overheid gemaakt worden welke eisen men aan NIMF wil stellen in termen van rendement en strategie:

- Wanneer men van mening is dat NIMF een per definitie verlieslatende operatie is dan lijkt een vergoedingsstructuur op basis van werkelijke kosten (met een marge) de beste oplossing. Men moet zich dan realiseren dat het NIMF niet revolverend zal zijn maar over een periode van een aantal jaren in grootte zal afnemen. Men kan zich afvragen of een dergelijk verlieslatend instrument geschikt is voor de bevordering van de private sector in ontwikkelingslanden;
- Mocht men van mening zijn dat NIMF een fonds moet zijn waaruit een zeker rendement gehaald zou moeten kunnen worden, dan is het reëel dat een vergoedingsstructuur vergelijkbaar met die van andere fondsen wordt ingevoerd. Uiteraard moet er dan over de modaliteiten (rendementsdoelstelling, hoogte vaste fee, hurdle en carried interest) opnieuw gesproken worden. Wij adviseren daarbij uiteraard een zodanige structuur te ontwerpen dat FMO zowel in termen van rendement als in termen van omzet voldoende incentives krijgt om NIMF succesvol te maken. Bij een dergelijke opzet lijkt een basisvergoeding van ongeveer 2% redelijk, met dien verstande dat er ook daadwerkelijk voldoende omzet wordt gegenereerd. De omzet bij het huidige NIMF is pas na het derde jaar op gang gekomen, waardoor exits veel later dan verwacht gerealiseerd zullen kunnen worden. De variabele (performance related) vergoeding zal aangepast moeten worden mede afhankelijk van de doelstellingen van het fonds. Uiteraard zal voor NIMF een hogere carried regeling en lagere hurdle moeten gelden dan voor commerciële fondsen.
- Gelet op ervaringen ten tijde van het oprichten van NIMF en de nogal technische aard van de materie lijkt het verstandig dat de overheid zich laat adviseren over de inrichting van een eventueel vervolg van het NIMF fonds op het gebied van vergoedingen en doelstellingen en de daarbij behorende criteria.

5.3 De organisatie van NIMF bij FMO

5.3.1 *De beheerstaken van FMO inzake NIMF*

De beheerstaken ten aanzien van het NIMF fonds worden inzichtelijk aan de hand van het primaire Finance proces van FMO. Dit proces is neergelegd in de zogeheten procesatlas, welke een beschrijving geeft van alle (sub)processtappen van de FMO- producten en fondsen, waaronder NIMF. Het primaire proces Finance van FMO bestaat uit de volgende hoofdprocessen:

1. goedkeuren financieringsaanvraag;
2. contracteren t.b.v. kredietverstrekking cq participaties;
3. financieel afwikkelen contracten;
4. beheren kredieten;
5. verstrekken syndicaatleningen.

Daarnaast is ook een onderscheid aangebracht naar front- en mid office processen. De registratie en het procesbeheer vinden sedert december 2003 plaats in het automatiseringssysteem Delphi. Dit systeem stuurt de projectvoortgang in operationele zin, vanaf het moment dat de Finvob's worden opgesteld tot en met de contractimplementatie. Het is ons niet bekend op welke wijze de registratie vóór de invoering van Delphi werd bijgehouden. Voor de dossiers van de NIMF portefeuille geldt dat in sommige gevallen informatie is opgeslagen in Delphi. De meeste documentatie komt uit de dossiers van de betreffende posten.

De beheerstaken van het NIMF fonds zijn verdeeld tussen de medewerkers van de NIMF-desk, de Investment Officers (IO's) en de afdeling Participaties. De beheerstaken van de NIMF desk zijn grofweg onder te verdelen in vier activiteiten:

- 1) het toetsen van een investering aan de NIMF-criteria;
- 2) de coördinatie met de regioafdelingen en de afdeling participaties (zowel in voorbereiding als beheer);
- 3) het opstellen en verzenden van rapportages naar het Ministerie van Buitenlandse Zaken conform de artikelen 4 en 8 van de beschikking;⁴
- 4) het overleggen van accountantsverklaringen zoals gespecificeerd in de beschikking.

Ad 1) Het toetsen van een investering aan de NIMF criteria

In paragraaf 5.1.2. zijn wij al uitvoerig ingegaan op de wijze waarop FMO de toetsing aan de hand van de criteria uitvoert. Daarbij is duidelijk geworden dat de criteria van NIMF beperkt binnen de commerciële organisatie van FMO bekend zijn. Bij twijfels valt men bij proposities snel terug op de manager van de NIMF desken zijn er ook informele contacten binnen FMO. Door het ontbreken van heldere criteria is het onduidelijk wanneer proposities wel of niet kwalificeren voor NIMF. Afgezien van het feit dat de administratieve organisatie hier efficiënter voor ingericht kan worden door de introductie van heldere "manuals" en te gebruiken formats en een andere verdeling van verantwoordelijkheden (de IC zou hier meer verantwoordelijkheid in kunnen dragen), zou de interne voorlichting eveneens verbeterd kunnen worden.

Ad 2) De coördinatie met de regioafdelingen en de afdeling participaties (zowel in voorbereiding als beheer);

Acquisitie van nieuwe projecten

De acquisitie van nieuwe projecten voor NIMF vond in de praktijk hoofdzakelijk vanuit twee business lines plaats, namelijk vanuit de regioafdelingen van FMO (Investment Officers) en de medewerkers van de afdeling Participaties. Intern worden budgetten, jaarplannen en targets voor de fondsen (inclusief NIMF) afgesproken waar de regio's zich op richten. Om een voldoende 'deal'-stroom te realiseren heeft de NIMF desk regelmatig contact met de IO's en de medewerkers van PAR. Informele contacten spelen hierbij een belangrijke rol.

Beheerstaken van NIMF projecten

De beheerstaken van de FMO medewerkers bestaan naast acquisitie onder andere uit klantbezoeken (gemiddeld een keer per jaar), het uitvoeren van een waardering (twee maal per jaar) en het jaarlijks uitvoeren van een review van de klant. Verder is er regelmatig contact met co-investeerdere en strategische partners (in geval van NIMF). Een klantenbezoek van tenminste één keer per jaar is de norm bij het FMO kredietenbedrijf. Voor participaties en NIMF is de frequentie naar zeggen aanzienlijk hoger en er wordt veelal direct of indirect een commissariszetel vervuld.

Om uitspraken te kunnen doen over de doelmatigheid van het beheer van het fonds is gekeken naar een aantal verschillende indicatoren. Wij hebben ons hierbij o.a. gebaseerd op het aantal projectvoorstellen en het aantal contracten. De (voorlopige) resultaten zijn weergegeven in de tabellen 5 t/m 7.

⁴ Artikel 4 schrijft voor dat 2 keer per jaar zowel inhoudelijk als financieel gerapporteerd moet worden. Artikel 8 schrijft voor dat FMO binnen 3 maanden na afloop van het subsidieverleningstijdvak een inhoudelijk en financieel eindrapport moet aanleveren.

Tabel 5: Indicatoren dealflow

	2002	2003	2004	2005	2006 t/m juni
# aanvragen*	-	32	72	55	-
# finvobs	9	9	8	18	3
# goedkeuringen	3	3	2	7	1
# contracten	2	2	2	3**	2
# uitbetaling	1	3	2	3**	2

Bron: analyse NIBConsult

*) Voor de jaren 2002 en 2006 zijn geen aantallen bekend.

**) In 2005 werd een Mezzanine verstrekt aan Rynart. In 2006 is besloten om deze om te zetten in een participatie. Om dubbel-telling tegen te gaan is het contract uit 2005 uit het overzicht weggelaten.

Een andere manier om de doelmatigheid van het beheer te beoordelen is door te kijken naar de doorlooptijden. De resultaten hiervan zijn weergegeven in de onderstaande tabel:

Tabel 6: Vergelijking doorlooptijden NIMF versus FMO (in dagen)

	Finvob- finvo	Finvo- contract	Contract - 1e uitbetaling
FMO	88	140	94
NIMF	162	251	59

Bron: analyse NIBConsult

*) De doorlooptijden van FMO zijn van het 2e kwartaal 2006, de doorlooptijden van NIMF betreffen de projecten uit de beschikkingsperiode (t/m juni 2006)

Recent heeft de afdeling Planning & Control van FMO een onderzoek ingesteld naar de doorlooptijden van voorstellen bij FMO. Uit dit onderzoek blijkt dat er geen verband is tussen doorlooptijd en de grootte van de financiering. Opmerkelijk is dat er ook geen verschil tussen voorstellen van FMO en voorstellen ten behoeve van de fondsen zou zijn. Men zou zich kunnen voorstellen dat hogere risico investeringen in een moeilijker omgeving meer tijd zouden vergen. De analyse van FMO gaat uitvoerig in op verschillen tussen regio's en sectoren. Met betrekking tot participaties wordt opgemerkt dat de lead time tussen goedkeuring en contract korter is dan bij kredieten terwijl de doorlooptijd tussen FINVOB en goedkeuring juist korter is. FMO heeft hiervoor geen benchmark gebruikt met andere fondsen of financiële instellingen. Het is moeilijk te bepalen of deze doorlooptijden lang of kort zijn in vergelijking tot andere VC/PE fondsen. Echter voor NIMF moeten wij constateren dat de doorlooptijden voor NIMF van gemiddeld 15 maanden aanzienlijk langer zijn dan de doorlooptijden voor participaties van het FMO bedrijf (9-10 maanden), hetgeen dus afwijkt van de conclusies uit het eigen FMO onderzoek. Gelet op de aard (risicoprofiel) en de geografische omstandigheden kan men zich voorstellen dat voor NIMF investeringen een langere looptijd geldt aangezien het hier om hogere risico's gaat in relatief moeilijker landen. Zoals het overzicht van NIMF laat zien geldt voor sommige investeringen een korte doorlooptijd van zo'n 7 maanden en voor andere een lange doorlooptijd van soms wel 2 tot 2,5 jaar. Overigens zijn wij van mening dat een doorlooptijd in enkele gevallen van 2 tot 2,5 jaren wel erg lang is. Daarbij dient aangetekend te worden dat het moeilijk is om op basis van de huidige kleine portfolio tot de conclusie te komen dat de doorlooptijd van NIMF beduidend langer is dan voor de reguliere FMO participaties.

Conclusie:

De doorlooptijden voor NIMF proposities lijken vrij lang (gemiddeld 15 maanden) in vergelijking tot participaties van het eigen FMO bedrijf. Echter de geringe portefeuille omvang maakt het moeilijk nu al een goed beeld hiervan te krijgen. Ofschoon de risicofactoren een langere behandeling tot op zekere hoogte rechtvaardigen is het verschil moeilijk te verklaren. De verklaring zou wellicht gevonden kun-

nen worden in de organisatie rond NIMF, die ingewikkelder is in de aard van de investering (zie ook paragraaf 5.3.2).

Tot slot hebben wij nog een vergelijking uitgevoerd met FMO ten aanzien van het aantal gecancelde investeringen. Zie onderstaande tabel.

Tabel 7: vergelijking geannuleerde investeringen NIMF versus FMO

Geannuleerde investeringen	finvob-finvo	Finvo-contract	contract- 1e uitbetaling
FMO	60%	25%	5%
NIMF	59%	43%	0

Bron: FMO/analyse NIBConsult

De tabel geeft aan wat het percentage geannuleerde investeringen is in de verschillende fasen die de (potentiële) investeringen doorlopen. De tabel laat zien dat het aantal finvobs dat uiteindelijk niet wordt omgezet in finvo's bij NIMF in vergelijking tot FMO ongeveer even groot is. Voor het aantal finvo's dat niet wordt omgezet in een contract is een groot verschil te constateren tussen NIMF en FMO. Bij FMO is er in een beperkt aantal gevallen sprake van geannuleerde contracten. Bij NIMF niet. Gezien het kleine aantal contracten en finvob's bij NIMF kunnen hier geen sluitende en onderbouwde conclusies aan verbonden worden.

Ad 3) Rapportages

FMO heeft halfjaarlijks gerapporteerd aan BZ/DDE. Ten aanzien van de rapportages is geconstateerd dat deze hebben plaatsgevonden in de evaluatieperiode. Echter niet duidelijk is of deze rapportages ook inhoudelijk zijn besproken. Uit enkele documenten blijkt dat deze veelal voor kennisgeving zijn aangenomen en dat inhoudelijke bespreking niet of nauwelijks heeft plaatsgevonden. Naar zeggen zijn er wel gesprekken tussen DDE en FMO, maar die zijn niet vastgelegd. In de eerste jaren was dit niet het geval. Sinds 2005 is sprake van een afzonderlijk fondsenoverleg, waar wel sprake is van inhoudelijke bespreking van de rapportages. In tabel 8 volgt een overzicht van de rapportages en de besprekingsmomenten.

Tabel 8: overleg FMO en Overheid

	2002	2003	2004	2005	2006
Beleidsoverleg	2x	2x	2x	2x	1x
Fondsoverleg				3x	1x
Verslag beleidsoverleg	niet beschikbaar	beschikbaar (juli)	beschikbaar (december)	beschikbaar (februari, oktober)	Niet beschikbaar
Verslag fondsoverleg	niet beschikbaar	niet beschikbaar	Niet beschikbaar	beschikbaar (januari, juni, augustus)	beschikbaar (april)

Bron: analyse NIBConsult

In recente jaren is gesleuteld aan de inhoud en structuur van de rapportages en de rapportagemomenten. Deze zijn inmiddels afgestemd op de rapportages van de andere fondsen die zijn ondergebracht bij FMO. In eerste aanleg voldeden de rapportages niet volledig aan de vereisten van de beschikking. De laatst verzonden rapportages blijken thans te voldoen aan de wensen van DDE en zijn in overeenstemming met de eisen van de beschikking. Zie onderstaande tabel.

Tabel 9: Conformiteit rapportages aan art. 4 beschikking

	2002-1	2002-2	2003-1	2003-2	2004-1	2004-2	2005-1	2005-2	2006-1
Overzicht van de gerealiseerde activiteiten en doelstellingen van het activiteitenplan	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Weergave recente ontwikkelingen op het gebied van VC in emerging markets									✓
Beleidsontwikkelingen en vooruitzichten	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ingezette personele en materiele middelen				✓		✓		✓	✓
Katalysator effecten van de uit NIMF gerealiseerde investeringen				✓		✓		✓	✓
Effecten op werkgelegenheid						✓		✓	✓
Betrokkenheid van lokale bedrijven en mate van MVO						✓		✓	✓

Bron: analyse NIBConsult

Het is moeilijk om aan te geven in hoeverre de rapportage eisen vanuit het Ministerie van Buitenlandse Zaken (DDE) redelijk en noodzakelijk zijn. Het overleggen van rapportages over het verloop van het fonds (portfolio, beschikbare ruimte e.d.) is uiteraard altijd vereist. Voor VC/PE fondsen gelden EVCA rapportage richtlijnen waarin gerapporteerd wordt over onder meer "general considerations, timing, fund reporting, portfolio reporting, capital account and fees and carried interest. Voor NIMF zijn dergelijke richtlijnen gelet op het karakter en de aandeelhouders van NIMF slechts ten dele toepasbaar. Overigens heeft FMO de belangrijkste vereisten vanuit EVCA ten aanzien van portfolio en fund reporting al in haar rapportages opgenomen.

Aan de zijde van DDE zou wellicht nog eens nagegaan kunnen worden welke informatie strikt noodzakelijk is en welke wellicht minder relevant is. Zo moet jaarlijks een activiteitenplan, een begroting en een liquiditeitsprognose gemaakt worden. Men zou kunnen overwegen de uitbetalingsystematiek bij DDE te heroverwegen. De bevoorschotting is gedurende de subsidieperiode herhaaldelijk onderwerp van uitvoerige discussie geweest. In de huidige opzet is FMO afhankelijk van de bevoorschotting door DDE om aan haar betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. De bevoorschotting vindt per kwartaal plaats op basis van liquiditeitsprognoses van FMO. Een juiste inschatting van betalingsmomenten is soms moeilijk op kwartaalbasis te geven. Een oplossing zou wellicht kunnen zijn om voor FMO een trekkingsrecht te openen waarop naar behoefte getrokken kan worden (uiteraard binnen de gestelde limiet). Dit voorkomt naar onze mening veel discussie en tijd tussen FMO en DDE over de realiteit van de betalingsverzoeken. Uit de dossiers is gebleken dat te bevoorschotting gedurende de afgelopen jaren voortdurend onderwerp van discussie is geweest.

Ad 4) Accountantscontrole

Ten aanzien van de accountantscontrole kan vastgesteld worden dat deze lijkt te voldoen aan hetgeen is afgesproken in het controleprotocol en de beschikking. Echter de accountantsverklaring lijkt een onvolledige of onjuiste verklaring af te geven daar waar het gaat om de beschikbare ruimte binnen het fonds. De verklaring houdt geen rekening met de apparaatskosten van FMO over de eerste 5 jaren die ten laste van het fonds worden gebracht. Deze wijze van rapporteren heeft al tot verwarring geleid ten aanzien van de beschikbare ruimte binnen het fonds

5.3.2 *Beoordeling van de inspanningen door FMO om NIMF projecten te identificeren*

Bij de aanvang van het fonds bestond het voornemen NIMF primair te richten op ondernemingen met als strategische (matching) partner een buitenlandse of Nederlandse onderneming. Op basis van gesprekken met FMO, DDE en VNO-NCW medewerkers, alsmede op basis van dossiers van FMO en DDE leiden wij af dat het de bedoeling was dat FMO analoog aan de toenmalige IFOM regeling investeringen zou ondersteunen voor Joint Ventures in ontwikkelingslanden, waarbij het Nederlandse bedrijfsleven als aanvrager een belangrijke plaats zou kunnen innemen. Om die reden heeft FMO de eerste jaren NIMF onder de aandacht van het bedrijfsleven gebracht. Er zijn enkele presentaties gegeven bij VNO-NCW en er is een brochure gemaakt (ook beschikbaar op website van FMO). Verder heeft FMO deelgenomen aan enkele promotiebijeenkomsten van Senter Internationaal (inmiddels opgegaan in de EVD). Intern is er bij FMO een aantal bijeenkomsten geweest waarbij aan medewerkers voorlichting is gegeven over de inhoud, criteria en doelstellingen van het fonds. Voor zover wij hebben kunnen nagaan hebben dergelijke promotionele activiteiten alleen in het eerste jaar plaatsgevonden.

De inspanningen van FMO om NIMF projecten te identificeren leidden niet tot het gewenste aantal aanvragen. Na ongeveer twee jaar bleek dat het aantal aanvragen achterbleef bij de verwachtingen omdat:

- 1) aanvragers het idee hadden dat er subsidiegeld te verkrijgen was (en men dus niet had begrepen dat het om een marktconform instrument ging;
- 2) FMO zelf niet over een uitgebreid netwerk van contacten met Nederlandse bedrijven beschikte die geïnteresseerd waren om in emerging markets te investeren;
- 3) Door de vertraagde start van het fonds was de aandacht binnen FMO voor het instrument verslapt en waren de reeds opgebouwde prospects weggefallen;
- 4) De bekendheid van NIMF bij (buitenlandse en met name Nederlandse) investeerders bleek beperkt, waardoor de vraag uitbleef (de beperkte marketing van het instrument heeft hierbij een rol gespeeld).

Om die reden heeft FMO NIMF meer in het verlengde van de activiteiten van het reguliere FMO bedrijf gepositioneerd. Uitvoerige externe marketing heeft sindsdien niet meer plaatsgevonden omdat NIMF in feite een van de producten van FMO was geworden en het voor klanten derhalve irrelevant is te weten wat de bron van de middelen is. Gelet op de toenemende dealflow en pijn aan projecten lijkt deze wijziging in aanpak haar vruchten af te werpen. Niettemin hebben wij op basis van interviews met medewerkers van FMO moeten constateren dat de bekendheid van de commerciële medewerkers met fondsen als NIMF nog beperkt is en men niet volledig op de hoogte is van de specifieke criteria die voor NIMF of andere fondsen gelden.

De meest recente organisatorische ontwikkeling bij FMO duidt erop dat men toch ook Nederlandse ondernemingen als doelgroep blijft zien. Hierbij doelen wij op het samenbrengen van het FOM en NIMF team. Het gevolg van deze organisatorische aanpassing zou moeten zijn dat FMO opnieuw NIMF via marketing bij het Nederlandse bedrijfsleven onder de aandacht brengt waarbij gedacht kan worden aan het organiseren van bijeenkomsten met Nederlandse bedrijven, bijvoorbeeld in samenwerking met lokale banken of ontwikkelingsmaatschappijen. Ook publicaties in de vakbladen, OS magazines e.d. zou hierbij overwogen kunnen worden. Wel lijkt het verstandig de doelgroep via een marktonderzoek in kaart te brengen.

Conclusies:

- NIMF is zowel binnen als buiten FMO nog beperkt bekend. In ieder geval zou FMO intern het NIMF meer aandacht moeten geven, bijvoorbeeld door het geven van voorlichtingsbijeenkomsten voor commerciële medewerkers. Dit zou tenminste één keer per jaar moeten plaatsvinden.
- Door de recente samenvoeging van NIMF met FOM lijkt het thans weer opportuun om voorlichtingsbijeenkomsten te organiseren voor Nederlandse bedrijven. Daarbij is het zaak dat de doelgroep helder wordt gedefinieerd en bijeenkomsten daarop worden afgestemd. Zo zou men bijeen-

komsten kunnen organiseren met Nederlandse banken of met de regionale ontwikkelingsmaatschappijen.

5.3.3 De kwaliteit van de FMO organisatie rond NIMF

De organisatie van FMO m.b.t. NIMF ziet er in grote lijnen als volgt uit:

De coördinatie van NIMF ligt bij de NIMF desk. Daar wordt uiteindelijk bepaald of aanvragen zich voor NIMF kwalificeren. De acquisitie van NIMF aanvragen kan op drie manieren plaatsvinden:

- a) deals worden geïnitieerd door IO's van de regio's;
- b) deals komen van de medewerkers van de afdeling Participaties (PAR);
- c) deals komen rechtstreeks bij de NIMF/FOM desk binnen.

Tot voor kort ressorteerde de NIMF desk onder de afdeling PAR. Sinds enkele maanden zijn NIMF en FOM samengebracht onder aansturing van de manager van de Regio Oost Europa en Centraal Azië. Deze samenvoeging is tot stand gekomen omdat na de omvorming van IFOM naar FOM de twee faciliteiten in een aantal opzichten gelijkenis vertoonden (dezelfde soort producten en doelgroep). Verder beoogde men bij FMO om ook een eigen dealteam te formeren, zoals dit bij FOM al het geval was. Ook het delen van kennis (equity vanuit NIMF), aanpak (ondernemingsgericht bij FOM) en netwerk (Nederlandse bedrijfsleven) waren belangrijke overwegingen om de teams samen te voegen. Een ander element dat bij FMO en bij onderdelen van de Nederlandse overheid speelt is dat men graag zou zie dat Nederlandse bedrijven meer gebruik van NIMF gaan maken. Ook politiek is dit een terugkerend onderwerp geweest in discussies tussen het Ministerie van BZ met het bedrijfsleven (VNO-NCW, MKB Nederland), waarbij ook het Ministerie van Economische Zaken een rol heeft gespeeld. Met de komst van het FOM team binnen FMO is er een nieuwe mogelijkheid ontstaan om deze doelgroep beter te bedienen.

FMO is een ontwikkelingsbank die op een jarenlange ervaring kan bogen als het gaat om investeringen in ontwikkelingslanden en het stimuleren van de financiële en private sector in deze landen. In die zin kan de FMO als een gespecialiseerde instelling met grote en langdurige ervaring gezien worden. FMO is een lange termijn partner in ontwikkelingslanden en verstrekt veelal leningen met relatief lange looptijden. Sinds ongeveer een vijftal jaren is de participatie portefeuille van FMO aanzienlijk gegroeid en draagt deze thans in belangrijke mate bij aan het resultaat en rendement van FMO (inclusief de ontwikkelingswaarde). De FMO organisatie heeft voor haar Participatie bedrijf daarom een eigen afdeling van ongeveer 8 FTE's met specifieke deskundigheid op equity gebied opgezet. Datzelfde geldt voor NIMF waar 2 FTE's werkzaam zijn. Op basis van een aantal CV's van medewerkers van deze twee afdelingen kan geconcludeerd worden dat FMO adequate kennis in huis heeft om dergelijke producten op een professionele wijze te voeren. Ook lijkt er voldoende capaciteit in huis om de gewenste omzet te genereren (zowel de FMO als de fondsbudgetten zijn in de jaarlijkse targets opgenomen). Hierbij willen wij een kleine kantekening plaatsen. Ofschoon de samenvoeging van NIMF met FOM een logische ontwikkeling lijkt, is het ons niet duidelijk waarom dit team niet onder de afdeling PAR ressorteert maar bij de afdeling Oost Europa en Centraal Azië. Juist de bundeling van PE kennis lijkt de beste waarborg voor de kwaliteit van de uitvoering van NIMF. Ook uit hoofde van een scheiding van functies (chinese walls) lijkt een dergelijke opzet de voorkeur te hebben. Hier komen wij later in dit rapport meer uitgebreid op terug.

Wel is duidelijk dat FMO in zekere mate de beperkingen van de eigen organisatie kent. FMO wil niet optreden als een commerciële PE speler met meerderheidsbelangen in ondernemingen of als manager van een VC fonds dat ondernemingen op een bijna 'day to day' basis volgt. FMO handelt in de rol van co-investeerder of als co-financier van een strategische partner (zoals bij NIMF) of met bekende co-investeerdere. In die zin staat FMO wat verder van haar klanten af en is de frequentie van contacten lager dan bij commerciële PE/VC fondsen in bijvoorbeeld Europa. In vergelijking tot het kredietenbedrijf van FMO is de frequentie van contacten met klanten echter hoger. Een oplossing voor een kwalitatief goede klantrelatie is gevonden door samen te werken met bekende partners (onder andere

PE fondsen of financiële partijen), voor PAR en met strategische investeerders en partners voor NIMF. Gelet op de geografische afstanden en het feit dat FMO geen vestigingen in de landen heeft, is bewust voor deze strategie gekozen. Wel heeft FMO in een aantal participaties commissarisplaatsen waardoor FMO de ontwikkelingen bij de onderneming goed kan volgen. Niettemin vereisen participaties een andere benadering. Naast het volgen van de financiële gang van zaken is het van groot belang dat men een beeld heeft van de kwaliteit van het management en de organisatie van het bedrijf, haar strategie en het nakomen van geformuleerde doelstellingen. Op basis hiervan kunnen ook duidelijker exits worden bepaald en afgesproken. Medewerkers bij participatiemaatschappijen en fondsen moeten meer dan medewerkers in het kredietenbedrijf van banken in staat zijn zich te verplaatsen in de positie van de ondernemer. Men zou kunnen stellen dat zij meer ondernemingsgericht moeten kunnen denken en handelen.

Het beheer bij FMO voor participaties omvat doorgaans het volgende:

- FMO bezoekt meerdere keren per jaar haar klanten. Voor kredieten ligt deze frequentie lager (eenmaal per jaar). Verder heeft FMO via een lidmaatschap in de toezichthoudende board van ondernemingen regelmatig contact;
- Twee maal per jaar wordt een waardering uitgevoerd;
- Jaarlijks wordt een review van een klant gemaakt.

Verder ontvangt FMO doorgaans eenmaal per kwartaal financiële informatie van de klant. In vergelijking met PE en VC fondsen is dit wellicht niet zo frequent, echter voor FMO-participaties geldt dat er regelmatig contact is met de co-investeerders, commissarissen en strategische partners. Aan de hand van de dossiers en gesprekken hebben wij de indruk gekregen dat de bezoekfrequentie voor NIMF investeringen die behandeld worden door IO's van de regio's lager ligt (één keer per jaar) dan voor participaties uit hoofde van het reguliere FMO bedrijf.

Voor NIMF investeringen betekent dit dat FMO in sterke mate afhankelijk is van haar strategische partners. Van deze partijen mag verwacht worden dat zij nauw betrokken zijn bij de gang van zaken van de klant en actief participeren bij belangrijke beslissingen en ontwikkelingen (bijvoorbeeld middels een commissarisplaats).

Chinese walls

Een ander onderwerp dat bij het beoordelen van de kwaliteit van de FMO organisatie aan de orde is gekomen is de scheiding van functies en verantwoordelijkheden binnen FMO. Het gaat hier om een compliance issue. Wij hebben hierover onder meer gesproken met de manager van NIMF, de manager van de afdeling Investment & Mission Review (IMR) en uiteraard de recent aangestelde compliance officer. Wij hebben aan de orde gesteld in hoeverre er tussen afdelingen binnen FMO chinese walls zouden moeten bestaan. Daarbij spelen zaken als de (volledige) toegankelijkheid tot dossiers (en bestanden) van medewerkers van de verschillende afdelingen (participaties en regioafdelingen). Bij NIMF gaat het om een scheiding tussen FMO kredietendossiers en NIMF participatiedossiers. De rol van aandeelhouder houdt een andere soort verantwoordelijkheid in dan die van verstrekker van vreemd vermogen. Onder omstandigheden kunnen de belangen zelfs tegenstrijdig zijn. Daar waar het gaat om cofinancieringen van FMO met de fondsen (zoals NIMF) heeft FMO bovendien een ander financieel belang. In die zin zouden functies waarschijnlijk meer gescheiden moeten worden. In de huidige opzet vindt deze formele scheiding van rollen en verantwoordelijkheden pas plaats als er problemen zijn met een investering (overigens baseren wij ons hier op gesprekken met FMO medewerkers en hebben wij deze scheiding niet aangetroffen in de procesatlas van FMO). Ons inziens is dit te laat en zou deze functiescheiding al (veel) eerder moeten plaatsvinden, alleen al om enige schijn van belangenverstrengeling te vermijden. In een van de interviews met ondernemingen speelde een dergelijke discussie. Het gaat te ver hierover in dit stadium een volledig onderbouwde opinie te geven omdat dit ook een zaak van de toekomstige toezichthouder van FMO is (In verband met de aanvraag voor het verkrijgen van een bankstatus). Vanuit de compliance functie is hiervoor nog geen formele regelgeving gemaakt. Niettemin lijkt het zaak dit onderwerp op korte termijn aandacht te geven.

Conclusies:

1. FMO is goed in staat haar investeringen doelmatig te beheren en te monitoren. FMO komt over als een degelijke organisatie met een voor financiële instellingen herkenbare beheer- en monitoringstructuur. De grootte van de FMO organisatie en haar geografische werkterrein leggen wel beperkingen op en kunnen grotere risico's inhouden. In die zin kan FMO niet vergeleken worden met reguliere VE/PE-fondsen. Echter door het uitgebreide netwerk in ontwikkelingslanden en bij co-investeerdere is FMO in staat dergelijke risico's in te schatten en veelal te mitigeren. Ook de ervaring van FMO met mezzanine structuren is een goed middel om risico's te beperken. Bij NIMF gelden dezelfde omstandigheden. Ook daar zijn partners en adequate financieringsstructuren van groot belang voor het behalen van succes;
2. De recente samenvoeging van NIMF met FOM lijkt op herkenbare argumenten gestoeld. NIMF kan bij deze opzet een twee sporen beleid bewandelen. Enerzijds komt de dealflow vanuit het FMO bedrijf, anderzijds kan het NIMF/FOM team zelfstandig deals genereren uit het Nederlandse netwerk van het FOM team. De toekomst moet uitwijzen of dit ook tot het gewenste resultaat zal leiden. Wel zal men attent moeten zijn dat de aandacht voor NIMF binnen de FMO organisatie behouden blijft en dat het vormen van een eigen dedicated team niet verkeerd wordt geïnterpreteerd;
3. De nieuwe plaats van het NIMF team in de organisatie bij de Regiodirectie Oost Europa en Centraal Azië komt ons minder logisch voor. Het zou meer voor de hand liggen om het FOM/NIMF team bij de afdeling participaties onder te brengen (zoals recent ook het geval was) om op deze wijze de aanwezige PE kennis optimaal te bundelen;
4. FMO zou moeten onderzoeken of een zekere functiescheiding binnen de organisatie gewenst is om minimaal de schijn van een mogelijke belangenverstremming bijvoorbeeld in geval van cofinancieringen van FMO met de fondsen (inclusief NIMF) te vermijden. Dit zou overigens ook kunnen spelen bij een cofinanciering binnen FMO zelf in geval van een combinatie van een participatie met een krediet.

Ervaringen van bedrijven met FMO inzake NIMF

Als onderdeel van het onderzoek hebben wij een telefonische enquête uitgezet bij een zestal, dat gebruik heeft gemaakt van NIMF financiering. De reden waarom niet meer ondernemingen zijn benaderd voor de enquête is dat de meeste niet op de hoogte waren van het bestaan van de NIMF faciliteit. Zij konden derhalve niet specifiek op dit product ingaan. Van de zes benaderde bedrijven hebben er 4 gereageerd. Gezien het beperkte aantal is het moeilijk om op basis van deze informatie tot conclusies te komen. In algemene termen kan gesteld worden dat de bedrijven weliswaar wel op de hoogte waren van het feit dat het om een bijzondere financieringsfaciliteit (NIMF) ging maar dat men zich niet van de specifieke voorwaarden bewust was. De belangrijkste redenen voor klanten om een financiering bij FMO aan te vragen zijn: het lange termijn financieringskarakter, de beperkte mogelijkheden van financiering bij commerciële partijen. De tarieven (rente en voorwaarden) van de financiering werden als minder belangrijk ervaren.

De relatie met FMO werd als goed tot zeer goed beoordeeld. Flexibiliteit, professionaliteit en klantgerichtheid werden eveneens goed tot zeer goed beoordeeld. De commercialiteit van FMO gaf een gemengd beeld. Bij één van de investeringen was er enige kritiek op de wijze van functiescheiding binnen FMO. Het ging dan vooral om de verantwoordelijkheid die FMO had als aandeelhouder versus die van vertrekker van vreemd vermogen.

De additionaliteit (ten opzichte van andere commerciële financiers en IFI's) werd door alle bedrijven bevestigd.

5.3.4 Heeft de overeengekomen beheersvergoeding de juiste prikkels gegeven?

Zoals al opgemerkt in paragraaf 5.2 is de opzet van de vergoedingenstructuur van het NIMF fonds nogal rommelig verlopen. Enerzijds leek men het NIMF te beschouwen als een fonds waarvan de uitgangspunten vergelijkbaar waren met die van andere commerciële partijen. In ieder geval zou het fonds moeten revolveren. Anderzijds ging men er al bij de start van het fonds vanuit dat de beheersvergoeding niet uit het fonds gefinancierd kon worden en als gevolg daarvan verlieslatend zou zijn. Ook bestond er onduidelijkheid over de management vergoeding na 2006. Kortom dergelijke tegenstrijdige doelstellingen en onduidelijkheden zijn niet bepaald de juiste ingrediënten voor een goede afloop van het fonds. Zoals wij al aangaven in paragraaf 5.2 zal er eerst bepaald moeten worden vanuit welke strategische doelstellingen en voorwaarden men het fonds wil opzetten of vervolgen. Vervolgens kan gedacht worden aan een optimale vergoedingenstructuur.

Wanneer men het fonds op een vergelijkbare wijze als commerciële fondsen wil laten werken, dat wil zeggen met een (bescheiden) rendementsdoelstelling, dan past ook een vergelijkbare vergoedingenstructuur aan die van fundmanagers. Er zullen dan afspraken moeten worden gemaakt over een basis fee die niet meer kan zijn dan een kostenvergoeding en een variabele fee, afhankelijk van het resultaat van het fonds. Uiteraard kunnen niet dezelfde percentages voor winstdeling worden toegepast dan bij commerciële fondsen. Deze zullen moeten worden afgestemd op het te verwachten rendement, de omzet en het resultaat van het fonds. De structuur moet in ieder geval zodanig worden ingericht dat er voldoende incentives zijn voor een goede deal flow en een aanvaardbaar resultaat. In de huidige onduidelijke opzet lijken dergelijke waarborgen onvoldoende aanwezig.

Naast incentives uit hoofde van een vergoedingenstructuur spelen er bij FMO wellicht ook nog andere overwegingen die belangrijk zijn om van een fonds als NIMF een succes te maken. Daarbij gaat het om de vraag welke waarde FMO hecht aan het uitvoeren van dergelijke faciliteiten. Hierbij spelen zowel (minimale) financiële doelstellingen (de vergoeding) als meer strategische doelstellingen een rol. Strategisch, omdat FMO zich in de markt van andere ontwikkelingsorganisaties kan onderscheiden door grotere risico's te nemen, meer producten te kunnen voeren en in landen en regio's actief te zijn waar andere nog niet of slechts in beperkte mate actief zijn. (Voor FMO is het strategische doel om meer producten aan te kunnen bieden mn in een fase waarin FMO en de markt daarin niet voorzien een goede rol. Dit speelt met name bij Early Stage financieringen. NIMF zou zich hiermee veel meer moeten profileren hetgeen de additionaliteit veel duidelijker maakt en waardoor minder grijs gebied overblijft.

Los van de vraag welke motivaties en incentives er kunnen en moeten spelen hebben wij uiteraard gekeken naar het verloop van het aantal investeringen. Zie tabel 10.

Tabel 10: Aantal investeringen periode 2002-2006

Bedragen in EUR mln	2002	2003	2004	2005	2006
# contracten	2	2	2	4	2
Geïnvesteed bedrag	5,2	7	6,8	12,4	10
Geïnvesteed bedrag cumulatief	5,2	12,2	19	31,4	41,4

Bron: analyse NIBConsult

*) voor 2006 zijn alleen de gegevens van het 1e halfjaar opgenomen

Op 30 juni 2006 is er voor een totaal van 41,4 miljoen euro uitgezet. Naar verwachting zullen in het komende halfjaar nog 4 nieuwe contracten worden afgesloten, met een totale waarde van 10,2 miljoen euro. Hiermee zou het fonds bedrag zelfs kunnen worden overschreden (tot EUR 53,2 mln). Van de afgesloten contracten was op 30 juni 2006 32,2 miljoen euro uitbetaald, verwacht wordt dat dit bedrag aan het eind van het jaar zal zijn opgelopen tot 46 miljoen euro. Wanneer alle projecten die op dit

moment in de pijplijn zitten daadwerkelijk worden omgezet in een contract zal in de loop van 2007 nog eens 7 miljoen euro worden uitbetaald. Ten tijde van het schrijven van dit rapport was het niet geheel duidelijk of alle projecten in de pijplijn ook daadwerkelijk tot contracten en uitbetalingen zullen leiden. Tabel 11 presenteert de mutaties in de omvang van het fonds gedurende de evaluatieperiode:

Tabel 11: mutaties omvang fonds

Mutaties grootte fonds over periode (bedragen in EUR)	2002	2003	2004	2005	2006*
Stand begin periode	0	7.062.415	16.006.995	16.187.723	25.276.862
Ontvangsten DGIS	6.500.000	8.558.054	1.803.083	10.100.000	
Dotatie FMO	1.147.058	1.510.245	318.191	1.515.000	267.354
Netto resultaat van de portefeuille over periode	312.497	143.559	-735.648	-1.699.219	-660.574
Bankrente op rekening courante & deposito's	61.969	103.219	80.711	63.992	1.867
Afrekening winst voorgaande jaar	0	-312.497	-143.559	0	
Overige resultaten	0	0	0	-304	-199
vergoeding aan FMO	-928.689	-1.058.000	-1.058.000	-1.058.000	-528.998
Stand einde periode	7.092.835	16.006.995	16.271.773	25.109.192	24.356.312

Bron: FMO jaarverslagen

*) voor 2006 zijn alleen de gegevens van het 1e halfjaar opgenomen

Uit dit overzicht blijkt dat het deal verloop nogal grillig was. De eerste jaren was er een zeer bescheiden omzet en in 2005 en 2006 zijn verreweg de meeste deals tot stand gekomen. Naar het zich laat aanzien zal het fonds dit jaar nog worden vol getrokken in termen van afgesloten contracten. De opnemingen zullen nog een deel van 2007 bestrijken. In termen van omzet kan geconcludeerd worden dat FMO er waarschijnlijk in zal slagen omzet aan het einde van de uitzettingen periode te realiseren. Echter daarbij moet wel opgemerkt worden dat door de trage start van het fonds het beoogde cash-flow scenario niet gehaald kan worden mede waardoor exits niet tijdig gemaakt kunnen worden en het fonds op de korte termijn over onvoldoende middelen beschikt om nieuwe investeringen te realiseren. In die zin zijn de prikkels te beperkt geweest. Zoals de zaken er nu voorstaan zijn er bij FMO voorlopig geen middelen (vanuit de cashflow) om nieuwe investeringen te realiseren en heeft het fonds in die zin niet aan de verwachtingen en uitgangspunten voldaan.

Naast prikkels uit hoofde van een vergoedingsstructuur zijn er voor FMO onder de huidige omstandigheden mogelijk andere prikkels die een rol spelen bij de performance van FMO, namelijk:

- De subsidieperiode loopt eind 2006 af. Het is dus nog maar de vraag of DDE in staat is om bedragen na 2006 over te maken aan FMO. DDE kan volgens overheidsregelgeving op dit gebied (comptabiliteitswet) slechts betalingen effectueren wanneer hier ook concrete betalingsverplichtingen van FMO tegenover staan. Dit verklaart wellicht ten dele de hoge omzet in 2005 en 2006.
- Er moet een beslissing genomen worden over een vervolg van NIMF.

Over de kwaliteit van de portefeuille in relatie tot prikkels voor FMO kan op basis van cijfers nog weinig gezegd worden omdat er nog geen concrete exits zijn gemaakt en de hoogte van de variabele fee dus nog niet kan worden bepaald. Ofschoon de portfolio ook zeker investeringen bevat die tot een duidelijke upside zullen leiden kan pas over enkele jaren geconstateerd worden of NIMF succesvol zal zijn. Daarbij speelt bovendien dat het nog volstrekt onduidelijk is hoe de variabele fee precies berekend zal worden (zie paragraaf 5.2). In hoofdstuk 6 zullen wij wel een indruk geven over de kwaliteit van de portfolio. Echter, dat laat zich moeilijk vertalen naar een inschatting van de hoogte van de variabele fee.

Conclusies:

- De vergoedingsstructuur biedt ons inziens weinig prikkels voor FMO om een kwalitatief en kwantitatief goede omzet te maken. Ofschoon de omzet in 2006 (in contracten) wel gerealiseerd lijkt te worden is de beoogde cashflow onder druk komen te staan door de trage start. Er zullen de komende periode te weinig opbrengsten zijn om uitzettingen op een redelijk niveau te kunnen voortzetten.
- Over de kwaliteit en opbrengsten van de portfolio kan in dit stadium nog weinig gezegd worden. Pas over een aantal jaren, nadat investeringen tot concrete exits hebben geleid, kan hier meer over gezegd worden.

5.3.5 In hoeverre speelt het interne beloningsbeleid van FMO een rol bij de realisatie van de doelmatigheid van het beheer van NIMF?

Om een beeld te vormen van het beloningsbeleid is dit onderwerp aan de orde gekomen in gesprekken met accountmanagers (IO's), regiomanagers, productmanagers en directie. Voor de fondsen bij FMO (dus ook voor NIMF) geldt dat hiervoor geen specifieke targets zijn gesteld voor de individuele medewerkers bij de landenregio's en de afdeling PAR. Wel worden er targets voor de fondsen geformuleerd voor de regio's, PAR en uiteraard voor NIMF zelf. Echter de beloningsstructuur bij FMO is niet vergelijkbaar met die van commerciële VC fondsen of M&A en equity afdelingen van banken. De variabele beloningscomponent bij FMO is in die zin vrij bescheiden en zal voor de medewerkers bij de regio's en de afdeling participaties geen sterke incentive zijn om voor specifieke fondsen een zekere omzet te behalen. Voor de medewerk(st)ers van de fondsen (dus ook de NIMF desk) ligt dit uiteraard anders. Zij worden primair beoordeeld op de prestaties van het fonds waar zij verantwoordelijk voor zijn. Echter voor het behalen van voldoende omzet is de NIMF medewerker afhankelijk van collega's bij de landenregio's en de afdeling PAR.

In de huidige organisatorische opzet van NIMF zijn er drie groepen van medewerkers die actief zijn in de acquisitie van NIMF deals nl:

- IO's (business development) van de regio's;
- Medewerkers van de afdeling Participaties;
- Medewerkers van het NIMF/FOM team.

De samenvoeging van NIMF met FOM is vrij recent. De opzet is om voor NIMF naast de acquisitie via medewerkers van de regio's en de afdeling PAR een eigen team te formeren voor deals met buitenlandse investeerders/bedrijven. Voor een dergelijk team kunnen uiteraard duidelijke specifieke NIMF targets gesteld worden. Bij de andere afdelingen lijkt het in termen van beloningsbeleid minder evident dat op specifieke NIMF targets gestuurd wordt. Wel is het zo dat de managers van de regio's en de afdeling PAR naast doelstellingen voor het reguliere FMO bedrijf ook een doelstelling voor de fondsen (inclusief NIMF) meekrijgen. Dit laat onverlet dat medewerkers van de regio's en de afdeling PAR hiervoor geen specifieke doelstellingen krijgen opgelegd. In enkele interviews werd aangegeven dat NIMF deals veelal te klein en te bewerkelijk zijn om hieraan verhoogde aandacht te geven.

Wij hebben niet de indruk gekregen dat FMO analoog aan sommige commerciële partijen (VC fondsen of M&A adviseurs) voor een beloningsstructuur met een grote variabele component heeft gekozen. Ofschoon dit model zeker in Nederland opgang maakt bij bedrijven met een Angelsaksische aanpak lijkt dit model niet goed te passen bij de aard en cultuur van het FMO bedrijf. Variabele beloningen zijn binnen FMO beperkt en zijn niet de belangrijkste incentive voor goed functioneren. Wel worden medewerkers jaarlijks beoordeeld op zowel kwantitatieve als kwalitatieve prestaties.

Conclusie:

Het interne beloningsbeleid is slechts in zeer beperkte mate van invloed op de performance van NIMF. Dit uitgangspunt geldt in feite voor het gehele FMO bedrijf. Terecht zijn de targets voor NIMF primair bij de medewerkers van NIMF desk gelegd. Zij moeten er voor zorgen dat NIMF deals tot stand komen en permanent onder de aandacht van de medewerkers bij de regio's worden gebracht. Het feit dat de regio's in de jaarplannen een budget voor de fondsen meenemen is een goede zaak. Het zal echter in de praktijk moeilijk zijn optimale incentives te formuleren voor het behalen van de targets voor de fondsen. In de nieuwe opzet van NIMF/FOM kan dit overigens gemakkelijker gerealiseerd worden omdat in deze opzet de medewerkers zelf in grotere mate verantwoordelijk zijn voor de omzet.

6 De doeltreffendheid van het beheer van NIMF

6.1 De portfolio

In deze paragraaf gaan wij nader in op de omvang, aard en voor zover mogelijk de kwaliteit van de portfolio van NIMF. In tabel 12 geven wij een overzicht van de investeringen met daarbij genoemd de aard van de investering, het bedrag, het land waarin geïnvesteerd wordt, de soort faciliteit (Mezzanine of Participatie), de huidige waardering en de eventuele voorzieningen. In de tabel hebben wij gebruik gemaakt van de gegevens van FMO waarbij de waarderingen hebben plaatsgevonden op basis van de fair market value.

Tabel 12: NIMF portfolio

Naam investering	Projectactiviteit	Land aanvrager	Soort investering	Geïnvesteerd Bedrag	Huidige waardering
Bank Turan Alem	Algemene bank	Kazachstan	Participatie	3,3 mln	3,3 mln
Digicel	Mobiele telecommunicatie	El Salvador	Mezzanine	4 mln	3,4 mln
Iroko	Verhandeling van lokale en internationale vreemd vermogen effecten	Mauritius	Participatie/ Mezzanine	<u>Participatie:</u> 1 mln, <u>Mezzanine:</u> 2 mln	<u>Participatie:</u> 0 mln, <u>Mezzanine:</u> 0 mln.
Blackstone Tek	Motorwielen producent	Zuid Afrika	Mezzanine	1,8 mln	0,45 mln
China Gas	Gas distributeur	Bermuda (China)*	Participatie	5,1 mln	5,1 mln
Power E2E	Retail consult en leverancier van technologie aan grote retailers	Hong Kong (China)*	Participatie	1,9 mln	0,9 mln
Maghreb Leasing	Leasemaatschappij	Algerije	Participatie/ Mezzanine	<u>Participatie:</u> 2,3 mln	<u>Participatie:</u> 2,3 mln
AfricInvest	Verstrekker van risico-dragend vermogen aan MKB	Afrika (Mauritius)	Participatie	5 mln	5 mln
Rynart	Logistieke onderneming (opslag en distributie)	Turkije	Participatie	5 mln	5 mln
Indorama	Petrochemische industrie (producent van polyester-grondstoffen)	Thailand	Participatie	5 mln	5 mln
Build King Holdings	Bouwactiviteiten en faciliteiten voor waterzuivering	China	Mezzanine	5 mln	5 mln

Bron: analyse NIBConsult

*) Ofschoon China Gas en Power E2E zich beiden richten op de Chinese markt, staan rechtspersonen niet officieel ingeschreven in dit land. Dit is met name omdat het lastig is rechten uit te oefenen en flexibiliteit te hebben ten aanzien van investeringen in China door de strikte regelgeving. Daarom is gekozen voor een off-shore structuur, waarbij de investering in een off-shore BV wordt gedaan met specifieke voorwaarden dat het geld moet worden geïnvesteerd in de operational company in China.

De portfolio van NIMF laat zien dat er bij vier investeringen sprake is van afwaardering. Het gaat daarbij om een totaalbedrag van bijna EUR 6 mln. Gelet op het risicokarakter is het niet abnormaal dat een aantal investeringen al in de eerste jaren tot afwaarderingen leiden. Een eventuele upside uit het fonds zal normaal gesproken uit enkele (zeer) goede investeringen gehaald moeten worden. Hiervoor is zeker potentie aanwezig. De investeringen in Kazachstan en (één) in China doen het kwalitatief goed en kunnen naar het zich laat aanzien de huidige verliezen ruimschoots goedmaken. Pas over een aantal jaren zou vastgesteld kunnen worden of het NIMF fonds inderdaad revolverend is. Hierbij laten we de problematiek rond de variabele management vergoeding maar even buiten beschouwing. Deze mogelijke upsides staan niet verwerkt in de huidige waarderingen (fair market values) omdat in overleg met de accountant van FMO is besloten de waardering tegen nominale waarde te vermelden en winsten pas te verwerken bij daadwerkelijke verkoop van het belang.

6.2 Beoordeling van de NIMF portfolio in termen van additionaliteit.

In deze paragraaf zullen wij de additionaliteit van de NIMF portfolio beoordelen aan de hand van de volgende aspecten:

- Heeft een NIMF financiering een ander (risico) profiel dan een gewone FMO financiering?
- Wat is de additionaliteit van NIMF t.o.v. andere financieringsinstrumenten en fondsen?

Risicoprofiel

Uit de formulering van de beschikking en de programmabeschrijving kan opgemaakt worden dat het NIMF fonds een hoger risicoprofiel zou moeten hebben dan het reguliere FMO bedrijf. NIMF moet duidelijk additioneel zijn. FMO kent een aantal indicatoren aan de hand waarvan risico's worden benoemd. Zo zijn er scorecards voor de beoordeling van klanten, van de faciliteiten en voor de landen. Deze scorecards moeten het mogelijk maken om investeringsvoorstellen zo objectief en uniform mogelijk te kunnen beoordelen en om de investeringen vervolgens te kunnen volgen. De scorecards verstrekken inzicht in een viertal aspecten:

- 1) het risicoprofiel van de aanvrager (in termen van de financiële situatie en de ecologische en sociale omgeving);
- 2) De te verwachten ontwikkelingswaarde van het investeringsobject (in economisch, ecologisch en sociaal opzicht);
- 3) FMO's rol en toegevoegde waarde;
- 4) Het risico dat FMO loopt bij een lening of investering.

De scorecards vormen een onderdeel van het financieringsvoorstel en worden in eerste instantie ingevuld door de Investment officers. Wanneer het voorstel leidt tot een contract worden deze scorecards vervolgens jaarlijks bij de mission reviews ge-updated. Het invullen van de scorecard resulteert in een aantal indicatoren, waaronder de Financial Sustainability Factor (FSF), de Risk Factor/ Investment Factor⁵(RF/IF) en de Economic Development Impact Score (EDIS).

Klanten

De FSF-score geeft een indicatie van het risicoprofiel van de klant. Hierbij wordt onder meer ingegaan op de financiële draagkracht van de aanvrager, de markt waarin de aanvrager opereert, de kwaliteit van de aandeelhouders en het management, eventuele ervaring van FMO met de aanvrager en de kans op succes.

⁵ Of de Risk Factor of Investment factor gebruikt wordt is afhankelijk van het soort investering (participatie of lening).

Tabel 13 geeft een vergelijking van de NIMF investeringen met die van FMO investeringen met de bijbehorende scores van deze indicator. De A en B score in deze tabel houdt de classificatie 'uitstekend' en 'goed' in en D en E score 'zwak' of 'slecht'. C is matig.

Tabel 13: FSF-score NIMF versus FMO

FSF (% of exposure)	31-12-2004 NIMF	31-12-2005 NIMF	31-12-05 FMO
A1 (Goed)	0,00%	0,00%	0,16%
A2 (Goed)	0,00%	0,00%	2,27%
B1 (Goed)	0,00%	13,98%	14,35%
B2 (Voldoende)	38,30%	42,85%	44,83%
C1 (Matig)	61,70%	29,98%	29,19%
C2 (Matig)	0,00%	8,25%	4,73%
D1 (Zwak)	0,00%	4,95%	2,22%
D2 (Zwak)	0,00%	0,00%	0,83%
E (technisch failliet)	0,00%	0,00%	1,42%

Bron: NIMF jaarrapport 2005

Op basis van bovenstaande tabel constateren wij dat het risicoprofiel van NIMF cliënten zich in beperkte mate onderscheidt van de reguliere FMO klanten. De reguliere FMO cliënten zijn iets sterker vertegenwoordigd in de categorieën A en B, terwijl de NIMF cliënten op hun beurt iets sterker vertegenwoordigd zijn in de categorieën C en D. Hoewel wij tot op zekere hoogte mee willen gaan met de conclusie uit de NIMF jaarrapportage van 2005 dat dit verschil "overeenkomstig de verwachtingen" was gezien het uitgangspunt van het Fonds, vragen wij ons af in hoeverre de verschillen werkelijk significant zijn.⁶ In ieder geval kan geconcludeerd worden dat de FSF score geen instrument is om helder te bepalen of een investering onder NIMF of FMO zou moeten vallen. Voor zowel FMO als NIMF komt uiteraard de E categorie niet in aanmerking. Verder zouden klanten van NIMF, althans ten tijde van acceptatie, ook niet in de A en B1 categorie thuishoren. Het grijze gebied bevindt zich in de B en C categorie. Overigens is de bovenstaande conclusie wat ons betreft opmerkelijk te noemen. Gezien het early stage karakter van de NIMF investeringen zou toch verwacht mogen worden dat het risicoprofiel van NIMF meer zou moeten afwijken van FMO A.

Financieringen

Om het financieringsrisico te bepalen wordt gebruik gemaakt van de Risk/ Investment factor. De Risk factor (bij leningen) wordt bepaald door ondermeer te kijken naar de waarde van het onderpand en mogelijkheden tot executie, de gemiddeld overgebleven termijn en de positie ten opzichte van andere crediteuren. De Investment factor (bij participaties) wordt bepaald door te kijken naar de liquiditeit van een investering en de verwachte opbrengsten. Tabel 14 geeft een vergelijking tussen NIMF en FMO voor deze indicator.

⁶ Hierbij moet temeer ook nog rekening gehouden worden met de beperkte statistische waarde van bovenstaand overzicht, vanwege het beperkte aantal NIMF-financieringen.

Tabel 14: RF/IF factor – NIMF versus FMO

RF/IF (% of exposure)	31-12-2004	31-12-2005	31-12-05 FMO
A1 (Goed)	0,00%	0,00%	0,06%
A2 (Goed)	0,00%	0,00%	3,30%
B1 (Goed)	0,00%	27,72%	11,78%
B2 (Voldoende)	17,21%	8,98%	26,28%
C1 (Matig)	21,22%	13,82%	44,43%
C2 (Matig)	9,49%	17,37%	6,77%
D1 (Zwak)	20,45%	10,11%	2,01%
D2 (Zwak)	31,63%	22,00%	2,68%
E (technisch failliet)	0,00%	0,00%	2,68%

Bron: NIMF jaarrapport 2005

Een vergelijking van de NIMF investeringen met die van FMO op basis van deze indicatoren maakt niet duidelijk waar FMO eindigt en NIMF begint. De FMO investeringen vinden doorgaans plaats in de categorie B tot en met C en de NIMF investeringen zitten in de categorieën B tot en met D.

Er is derhalve sprake van een grote overlap ofwel een grijs gebied (met name de C categorie). Echter er kan wel geconcludeerd worden dat NIMF investeringen bij acceptatie / ten tijde van de investeringsbeslissing nooit in de A en naar ons inzicht beperkt in B klasse van de faciliteitscore kunnen vallen.

Een andere indicator voor een hoger risicoprofiel zou de aanwezigheid van het type co-financier kunnen zijn. Zo lijkt het logisch dat inzet van NIMF middelen overbodig is als partijen als DEG, KfW, IFC of EBRD op dezelfde wijze participeren. In die gevallen lijkt het FMO bedrijf een voor de hand liggende partner. Echter in de praktijk blijkt dat cofinanciering met deze partijen juist wel voorkomt. Aan de hand van de dossiers hebben wij kunnen vaststellen dat NIMF altijd complementair is aan deze partijen, omdat NIMF veelal in de equity sfeer en de DFI's vreemd vermogen of mezzanine structuren verstrekken.

Landeselectie

Voor de landeselectie is een onderscheid evenmin moeilijk te maken. FMO beperkt zich tot haar focuslanden. NIMF heeft een geografisch ruimere scope. Echter er is een grote geografische overlap. Op basis van het landenrisicoprofiel is het naar ons oordeel niet verstandig om de goede risico klasse A landen uit te sluiten omdat deze beter door FMO bediend kunnen worden. In de praktijk zou het zeer goed mogelijk zijn om met NIMF actief te zijn voor bijvoorbeeld kleinere investeringen of voor startende ondernemingen.

Exitstrategie

Een andere indicator waarom NIMF financieringen een hoger risico hebben is het veelal ontbreken van een vooraf duidelijk vast te leggen exit strategie en/of afspraken.

Economische ontwikkeling

De EDIS score geeft een waardering van de impact van een investering op de economische ontwikkeling van de organisatie en haar omgeving. In de EDIS score zijn waarderingen opgenomen ten aanzien van onder meer de verwachte ontwikkeling van de financiële draagkracht van de onderneming/organisatie, de impact op de werkgelegenheid, klanten, concurrentie, en meer in het algemeen op de ontwikkeling van het MKB en de maatschappij. Tabel 15 geeft een overzicht van de aan de verschillende investeringen toegerekende scores voor 2005.

Tabel 15: EDIS score

Finance name	EDIS
Power E2E Ltd	52
Bank Turan Alem	55
Digicel S.A. de C.V.	41
Maghreb Leasing Algerie	69
China Gas Holdings Ltd.	73
Indorama Petrochem Limited	61
Iroko Financial Products, Ltd.	37
Blackstone Tek	60
Rynart Turkije	50
AfricInvest Fund Ltd.	62
Build King Holdings	44
Gemiddelde EDIS Score	55

Bron: FMO rapportage

De gemiddelde EDIS score voor FMO is 53,73. Van de elf NIMF investeringen hebben er zes een hogere EDIS score. Dit verschil kan volgens FMO worden verklaard vanwege het feit dat NIMF investeringen plaats vinden bij greenfields. Omdat deze ondernemingen nog maar net zijn opgericht betekent dit dat er veel vooruitgang kan worden geboekt ten aanzien van zaken als de management- en organisatiestructuur, alsmede de werkgelegenheid. Deze vooruitgang beïnvloedt de EDIS score in positieve zin. Verder valt op dat drie van de elf projecten een zeer lage EDIS score hebben. Ook dit kan verklaard worden aan de hand van het greenfield karakter van de ondernemingen. Immers, de ondernemingsrisico's zijn in deze fase nog een stuk hoger. De bovenstaande argumenten in ogenschouw genomen concluderen wij dat de bovenstaande tabel een plausibel beeld geeft.

De portfolio in relatie tot additionaliteit

Door het ontbreken van heldere indicatoren is het moeilijk om te kunnen vaststellen of de investeringen van de afgelopen 4,5 jaren terecht bij NIMF zijn ondergebracht. Desalniettemin hebben wij getracht op basis van de argumenten van FMO zoals wij die in de NIMF dossiers hebben aangetroffen hier een oordeel over te geven.

Voor een beoordeling van de NIMF portefeuille hebben wij ons in het onderzoek gebaseerd op informatie uit de aanwezige dossiers, interviews met een aantal medewerkers bij FMO, alsmede een telefonische enquête met een viertal bedrijven die gebruik hebben gemaakt van NIMF. In onderstaand overzicht geven wij per investering aan waarom FMO van mening was dat de propositie voor NIMF kwalificeerde en geven wij onze opinie daarbij aan. Daarbij hebben wij onder meer gelet op de aard en omvang van de investeringen, de financieringsfase (green field, later stage, e.d.), het risicoprofiel van de cliënt en de faciliteit, alsmede het risicoprofiel van het betreffende land.

Organisatie: **Bank Turan Alem, Kazachstan**

Motivatie FMO: Matching met strategische partner RZB.

Commentaar: De additionaliteit is twijfelachtig. Ofschoon het hier gaat om een nieuwe financiële instelling is BTA in 1998 ontstaan uit het samengaan van twee bestaande banken in Kazachstan. FMO had hier ook een kredietlijn aan verstrekt. In het voorstel werd aanvankelijk ook voorgesteld om de financiering uit FMO middelen (conversie van een lening) te financieren. Bovendien ging het om een bestaande relatie van FMO met een goede performance (ROE 13-21%), een redelijke solvabiliteit (12%) en een marktaandeel van 21%. Voor FMO was een concrete participatie in BTA nog een te groot risico. Echter de introductie van NIMF heeft hierbij een rol gespeeld. DDE heeft overigens goedkeuring voor de transactie gegeven.

Organisatie: **Digicel, El Salvador**

Motivatie FMO: Matching met DHL, strategische partner Ericsson Credit, jong bedrijf (nog verlieslatend), de 4^e GSM provider, verdeelde aandeelhoudersstructuur.

Commentaar: Er is sprake van additionaliteit. In termen van risico's een te groot risico voor FMO. Wel ontbreekt er een duidelijke lokale partner.

Organisatie: **Iroko, Mauritius**

Motivatie FMO: Matching partner ABC.

Commentaar: Er is sprake van additionaliteit. Ofschoon FMO een magere onderbouwing geeft, kan deze investering als typisch NIMF worden beschouwd. Het gaat hier om een start up van een financiële instelling (broker activiteiten) met een zeer beperkte track record. Voor commerciële partijen en IFI's (of development banks) nog te risicovol.

Organisatie: **Blackstone Teck Zuid Afrika**

Motivatie FMO: Nieuwe onderneming, te groot belang voor FMO (45%), matching van onder meer Thales Int.

Commentaar: Akkoord.

Organisatie: **China Gas, Bermuda (China)**

Motivatie FMO: Matching van strategische partners.

Commentaar: De additionaliteit is twijfelachtig. China Gas is een grote partij die in staat is funding uit de kapitaalmarkt op te halen, mede dankzij haar sterke aandeelhouders. Voor FMO is China Gas een interessante partij omdat zij via deze deal in staat is een belangrijk deel van de financieringsbehoefte te structureren. Echter wat betreft grootte zowel in balanstotaal als in omzet hoort ook de participatie meer bij een partij als FMO (of IFC) thuis of zelfs commerciële banken.

Organisatie: **Power E2E, China**

Motivatie FMO: Matching met Magnus, jonge onderneming, beperkt track record.

Commentaar: Er is sprake van additionaliteit. Ook de omvang van de markt is nog moeilijk te over-zien.

Organisatie: **Maghreb Leasing, Algerije**

Motivatie FMO: DAC 1 land (geen focusland FMO) , matching met TL.

Commentaar: Mee eens. Ofschoon de strategische partner bij FMO in positieve zin bekend is (goede ervaring in Tunesië, gaat het hier om een nieuw leasebedrijf in Algerije. Landenrisico (politieke) speelt hier ook een rol. Verder wordt er in lokale valuta geïnvesteerd.

Organisatie: **AfricInvest**

Motivatie FMO: Doelgroep sluit aan bij NIMF (MKB bedrijven), matching met strategische partner.

Commentaar: Er is sprake van additionaliteit. Ofschoon er wel enige onduidelijkheid is over de vraag hoe de NIMF criteria worden toegepast door Afric Invest. Ofschoon management een goede bekende is voor FMO heeft men met andere fondsen nog geen indrukwekkende performance kunnen laten zien. Een 25% belang is dan ook aanzienlijk!

Organisatie: **Build King, China**

Motivatie FMO: Matching partner, nieuwe klant.

Commentaar: Tot op zekere is er sprake van additionaliteit. Ofschoon het om een beurs genoteerde onderneming gaat, is FMO niet bekend met deze klant, de aandeelhouders en de specifieke sector. Niettemin zijn de cijfers van de onderneming positief, gaat het om

een exposure op de holding company en derhalve een zeer beperkt China landenrisico en kan afgevraagd worden of financiering niet langs andere wegen mogelijk was.

Organisatie: **Rynart**

Motivatie FMO: Matching met strategische partner (Rynart Holding).

Commentaar: Tot op zekere hoogte is er sprake van additionaliteit. Het gaat om een nieuwe markt (Turkije). Hier staat tegenover dat FMO al enige jaren ervaring heeft met deze klant in andere landen zowel vanuit FOM als het reguliere FMO bedrijf. Commerciële financiers zullen met een dergelijke propositie wel moeite mee hebben.

Organisatie: **INDORAMA: Thailand**

Motivatie FMO: Investering in petrochemische industrie te riskant voor FMO vanwege beperkte upsides. NIMF absorbeert downward risk.

Commentaar: Er is sprake van additionaliteit. FMO is al geruime tijd bekend met de klant, investeringen in deze sector kennen echter een moeilijk te beïnvloeden risico. Investering maakt de weg vrij voor aanvullende investeringen door FMO/DEG.

De conclusie luidt derhalve dat er van de 11 onderzochte projecten er 2 twijfelachtig waren en bij 2 hadden wij enige aarzeling. Hierbij dient echter wel opgemerkt te worden dat voor BTA een goedkeuring bij DDE is gevraagd (en gekregen).

Het probleem bij een beoordeling is dat er zoals gezegd geen heldere criteria zijn geformuleerd die het onderscheid tussen FMO, het NIMF fonds en derde financiers inzichtelijk maken. Een complicatie hierbij is tevens dat FMO zelf bepaalt of een investering onder NIMF, het reguliere FMO bedrijf of een combinatie daarvan kwalificeert. Ook de eerder genoemde dynamiek in het werkkterrein van FMO is moeilijk te beoordelen en te vertalen in heldere criteria. In die zin is het van belang dat er meer duidelijkheid komt t.a.v. het onderscheid tussen criteria van FMO, het NIMF en derde financiers in de vorm van meer heldere meetbare criteria.

Additionaliteit en synergie ten opzichte van andere fondsen en instrumenten (inclusief die bij FMO) en eventuele derde partijen in Nederland.

Bij de opzet van NIMF was het de bedoeling dat NIMF ook het Nederlandse investeerders/bedrijven als doelgroep zou hebben. In het hoofdstuk geschiedenis van NIMF zijn wij hier al op ingegaan. Gelet op het feit dat NIMF ontbonden was stond NIMF uiteraard ook open voor buitenlandse bedrijven. Vanuit deze strategie was het aanvankelijk de bedoeling dat NIMF ook gevoed zou worden uit het PSOM programma dat pilot projecten stimuleert. Bijvoorbeeld via contacten met Ambassades, EVD (voorheen Senter International) of met bedrijven zou het NIMF ook gevoed kunnen worden met proposities voortkomend uit het PSOM programma, PESP, IBTA, PUM, PSB, ORET of IFOM.

In de praktijk is deze aanpak niet succesvol gebleken. Voor zover wij hebben kunnen nagaan uit de dossiers en gesprekken is er geen synergie met PSOM geweest. Datzelfde geldt voor instrumenten als PESP, PUM of PSB. Van alle onderzochte dossiers is er in één geval sprake geweest van een bedrijf dat zowel gebruik heeft gemaakt van zowel IFOM (thans FOM genaamd) als NIMF. Verder heeft één onderneming gebruik gemaakt van technische assistentie (IBTA) voor NIMF.

Voor de toekomst lijkt een nauwere samenwerking van NIMF met FOM tot synergie te kunnen leiden omdat de beide teams - zoals eerder gesteld – recent binnen FMO zijn samengevoegd. Het netwerk van de medewerkers van het FOM team heeft in ieder geval recent tot de eerder genoemde financiering door NIMF geleid. Of dit tot een structurele deaflow zal leiden kan nog niet gezegd worden.

De synergie met het MOL-fonds en Massif lijkt eveneens niet direct aanwezig. Dit was ook de bedoeling bij de opzet. De doelgroepen zijn verschillend (kleinere ondernemingen bij Massif en infrastructuur in arme landen (MOL's) bij MOL) en de fondsen zijn daardoor eerder complementair aan elkaar.

De samenwerking en met name synergie met PSOM lijkt moeilijker te realiseren omdat PSOM in beeldend hogere risicoklassen opereert (pilots) en het daarbij gaat om het inzetten van subsidies. Pas wanneer PSOM projecten succesvol zijn zou dit kunnen leiden tot een vervolg financiering bij NIMF. Echter van medewerkers van FOM begrepen wij dat de samenwerking van FOM met de EVD (uitvoerder van de PSOM regeling) intensiever is geworden mede omdat PSOM een hogere eigen bijdrage van de aanvragers verlangt en daardoor de doelgroep voor FMO dichterbij komt. Voor NIMF zou ons inziens hetzelfde kunnen gelden en wij adviseren derhalve de samenwerking met de EVD te intensiveren voor prospects via dit kanaal.

Voor een samenwerking met derde partijen in Nederland hebben wij ons beperkt tot enkele gespecialiseerde instellingen zoals ASN/NOVIB fonds, Triodos en Oikocredit. Tot op heden hebben deze partijen zich beperkt tot microfinanciering in ontwikkelingslanden. Niettemin heeft bijvoorbeeld Oikocredit recent iemand in dienst genomen om VC-activiteiten op te zetten. Ook bij Triple Jump (de uitvoerder van het ASN NOVIB fonds) wordt nagedacht over verbreding van de activiteiten naar MKB ondernemingen. In die zin bevelen wij aan om een samenwerking via bijvoorbeeld cofinanciering met dergelijke partijen in de toekomst te onderzoeken. Ook bij de grote banken zijn er initiatieven richting ontwikkelingslanden. De samenwerking in NFX is daar een voorbeeld van. Vooralsnog beperken deze initiatieven zich tot financiële sector ontwikkeling en microfinanciering. Voor dit onderzoek ging het te ver om hiervoor al uitvoerig onderzoek te doen.

Conclusies en aanbevelingen:

- De synergie/additionaliteit ten opzichte van andere financieringsinstrumenten is nauwelijks aanwezig omdat samenwerking eerder uitzondering dan regel lijkt te zijn. Bovendien hebben fondsen als MOL en Massif andere doelgroepen waardoor de fondsen qua opzet complementair aan elkaar zijn.
- De samenwerking met de EVD ten aanzien van PSOM zou versterkt kunnen worden gelet op enige positieve ervaring vanuit FOM.
- Een samenwerking met Oikocredit, Triple Jump en wellicht ook Triodos zou verder onderzocht kunnen worden.

6.3 Katalyserende werking

In het kader van de doeltreffendheid van het NIMF speelt in dit verband de vraag in hoeverre het NIMF fonds een katalyserende werking heeft gehad.

Onder katalyserende werking bedoelen wij in eerste instantie in hoeverre NIMF investeringen hebben geleid tot aanvullende investeringen van andere investeerders (in de vorm van eigen of vreemd vermogen) aandeelhouders of financiers.

FMO maakt zelf een inschatting van de katalyserende werking van investeringen, ongeacht of het om FMO-leningen gaat of investeringen uit fondsen. Deze inschatting verwerken zij in de scorecard, welke regelmatig (jaarlijks) wordt bijgewerkt. Bij het toekennen van een waarde aan een investering kan gekozen worden uit een score tussen de nul en drie, waarbij 0 staat voor geen of negatieve katalyserende werking, 1 staat voor marginaal, 2 staat voor substantieel en 3 staat voor essentieel katalyserende werking.⁷ Tabel 16 geeft een weergave van de katalyserende werking van de NIMF portfolio.

⁷ Bron: FMO scorecard.

Tabel 16: katalyserende werking

NIMF Investering	Score
Power E2E Ltd	1
Bank Turan Alem	1
Digicel S.A. de C.V.	1
Maghreb Leasing Algerie	2
China Gas Holdings Ltd.	2
Indorama Petrochem Limited	2
Iroko Financial Products, Ltd.	2
Blackstone Tek	2
Rynart Turkije	2
AfricInvest Fund Ltd.	2
Build King Holdings	1
Totale gemiddelde van de katalyserende werking	1,60

Bron: FMO met bewerking door NIBConsult

Een katalyserende werking van 1,6 kan volgens de scorecard worden gekwalificeerd als “... *demonstrably contribution to positive investment or financing decisions of other shareholders and financiers*”. Wanneer de katalyserende werking van NIMF investeringen aan de hand van deze score wordt vergeleken met die van een gemiddelde FMO participatie – waarvan de score 1,49 is – blijkt dat de katalyserende werking bij NIMF hoger ligt dan die bij een FMO participatie. Hierbij moet worden aangetekend dat het aantal NIMF investeringen nog zeer beperkt is, wat het moeilijk maakt om hier conclusies aan te verbinden.

Bij de bovenstaande methodiek plaatsen wij enkele kanttekeningen. Zo vragen wij ons af of er in het geval van het vaststellen van een katalyserende werking wel of geen rekening moet worden gehouden met de matching partner. Wanneer wij dit wel doen, betekent dit dat er bij NIMF altijd sprake is van een katalyserende werking. Wanneer we de matching partner echter buiten beschouwing laten krijgen we een heel ander beeld. Aan de hand van de afzonderlijke NIMF dossiers hebben wij onderzocht welke andere financiers er bij een bepaalde investering betrokken zijn geweest. Zie tabel 17.

Tabel 17: overzicht overige financiers bij NIMF investering

	NIMF	FMO	Bilateraal/DFI	Commerciële partijen
Bank Turan Alem	X	X	X	X
Digicel	X	X	X	X
Iroko	X	X		
Blackstone Tek	X			
China Gas	X	X	X	X
Power E2E	X	X		
Maghreb Leasing	X	X		
AfricInvest	X			
Build King Holdings	X			
Rynart	X	X		
Indorama	X	X	X	

Bron: analyse NIBConsult

De bovenstaande tabel geeft per investering aan welke partijen hierbij betrokken waren. Te zien is dat bij vier van de elf investeringen DFI's of bilaterale partijen betrokken waren en er slechts bij twee van de elf investeringen commerciële financiële partijen betrokken zijn geweest. Volgens de eigen standaard van FMO wordt de betrokkenheid van FMO en andere DFI's niet tot de katalyserende werking gerekend, wat impliceert dat er slecht in twee van de elf gevallen sprake is van een katalyserende werking met commerciële financiële instellingen en in alle gevallen met de matching partners. Hierbij moet worden opgemerkt dat deze gegevens zijn gebaseerd op de situatie ten tijde van de goedkeuring van de NIMF voorstellen. Het is uiteraard denkbaar dat de bedrijven waar NIMF in heeft geïnvesteerd als gevolg van deze investeringen in de toekomst wel leiden tot financieringen van commerciële partijen. Uit bovengenoemde tabel kan geconcludeerd worden dat er weliswaar sprake is van een katalyserende werking: echter deze is grotendeels beperkt tot de matchingpartner en FMO zelf. In de praktijk betekende dit dat FMO bij NIMF investeringen veelal de verschafter van vreemd vermogen was en niet andere commerciële financiële instellingen. Wellicht is het bij NIMF investeringen – gelet op het risicokarakter – ook niet direct te verwachten dat commerciële financiers al in een vroeg stadium instappen. Overigens hebben wij kunnen vaststellen dat in geval van cofinancieringen met FMO er altijd sprake was van toegevoegde waarde en dat NIMF als financier van eigen vermogen optrad en FMO veelal in de vorm van verschafter van vreemd vermogen (of soms via een Mezzanine structuur).

Conclusie:

De katalyserende werking bij NIMF investeringen lijkt aanzienlijk omdat in alle gevallen er een cofinanciering met de matching partner plaatsvindt. FMO heeft in een groot aantal gevallen als financier opgetreden. Echter de hefboomwerking van financiers van vreemd vermogen (banken) lijkt beperkt (vanwege het hoge risico). Ook de betrokkenheid van commerciële financiële instellingen is beperkt gebleven.

Enige terughoudendheid met het trekken van conclusies is geboden gelet op het beperkte aantal NIMF investeringen. Ook is vooralsnog niet vast te stellen in hoeverre NIMF investeringen de basis hebben gelegd voor eventuele toekomstige financieringen van commerciële partijen.

6.4 De NIMF criteria in relatie tot de effectiviteit van NIMF

In de Terms of Reference voor de evaluatie werd de vraag gesteld in hoeverre de NIMF criteria zelf hebben bijgedragen aan de effectiviteit van NIMF. In deze paragraaf gaan wij hier nader op in.

Al eerder hebben wij geconstateerd dat de criteria van de beschikking en de annex onduidelijk en ruim zijn geformuleerd. Enerzijds biedt een ruime formulering in zekere zin ruimte om te bepalen of investeringen voor NIMF kwalificeren, anderzijds constateren wij dat dit belemmerend heeft gewerkt omdat FMO moet aantonen dat investeringen buiten haar eigen werkterrein en dat van commerciële partijen vallen en mede daarom voor NIMF kwalificeren. Onderstaand gaan wij in op een aantal criteria die heroverweging behoeven:

- ODA: Wij hebben in hoofdstuk 5 vastgesteld dat aan dit criterium niet is voldaan. Tevens is het onduidelijk of de beschikking de juiste formulering geeft. De huidige formulering zegt dat de investeringen moeten voldoen aan ODA normen. Uit gesprekken met medewerkers van FMO en DDE bleek dat het de bedoeling was dat de bijdragen aan FMO als ODA aangemerkt moeten worden. In een latere toelichting werd aangegeven dat DDE de “aanmelding” meeneemt in de jaarlijkse DAC/OESO rapportage. In deze rapportage vermelden zij hoeveel door DDE is overgemaakt aan FMO en welke OS-landen hierbij betrokken zijn geweest. Wij adviseren DDE dit na te gaan en zonnodig de beschikking op dit punt aan te passen.
- Rendement op eigen vermogen ondernemingen: De beschikking noemt bij de aanwendingscriteria als doelstelling een rendement dat substantieel hoger is dan het inflatie niveau. Wij hebben hier geen argumenten voor gevonden. Bij jonge ondernemingen is dit wellicht veelal niet vast te stellen. Wij adviseren deze doelstelling te heroverwegen en eventueel weg te laten.
- Lokale aandeelhouders: Zo mogelijk moeten lokale aandeelhouders voor ten minste 20% in het Eigen Vermogen van de onderneming participeren. Het is weliswaar geen harde eis, maar deze

richtlijn kan belemmerend werken. Bij sommige proposities is er sprake van een kleinere participatie door een lokale onderneming of soms zelfs helemaal niet en gaat het om ondernemingen met buitenlandse aandeelhouders.

- Buitenlandse investeerders: Een van de opmerkingen was dat de voorwaarde om NIMF tot buitenlandse investeerders/bedrijven te beperken ongewenst was omdat daarmee lokale investeerders/bedrijven werden uitgesloten.
- Uitbesteding aan derden: In artikel 10 van de beschikking wordt aangegeven dat “de subsidieontvanger directe deelnemingen neemt in bedrijven en zal geen investeringen uitbesteden of door derden laten verrichten”. Investerings via fondsen zijn op deze wijze uitgesloten naar het oordeel van FMO en DDE. Voor een specifieke investering in een Afrikaans Venture Capital fund is daarom speciale toestemming gevraagd en verkregen. Ten aanzien van doelstelling zien wij niet goed in dat een VC/PE fonds anders beoordeeld moet worden dan financiële instellingen; immers zowel een financiële instelling als een fonds is een intermediair om directe investeringen in bedrijven in ontwikkelingslanden te bewerkstelligen. In die zin zouden wij ervoor willen pleiten ook fondsen onder NIMF toe te staan. Op deze wijze ontstaat er een soort “fund of fund” structuur. Een nadeel zou men kunnen vinden in de kostenstructuur omdat zowel FMO als de manager van het fonds kosten in rekening brengt. Echter, zo lang dit geen afbreuk doet aan de uiteindelijke rendementsdoelstellingen van NIMF lijkt hier in financiële zin geen bezwaar tegen te bestaan. In de wereld van VC en PE is een “fund of fund” een veel voorkomende constructie. Een voordeel daarbij is dat het fund management van dergelijke fondsen proposities beter kan beoordelen en beheren omdat men de bedrijven beter kent en zich relatief dichtbij bevinden.
- Zoals vermeld in hoofdstuk 5.1 zal de rendementsdoelstelling helder moeten worden geformuleerd.
- De doelgroep zou wellicht specifieker moeten worden gedefinieerd. Daarbij liggen allereerst early stage bedrijven voor de hand. Verder zal men dit moeten zoeken in het definiëren van bepaalde ratio's (solvabiliteit, ROE);
- Landenbeleidsdocumenten (PRSP's): In de beschikking wordt gesteld dat investeringsvoorstellen dienen te worden getoetst aan de landenbeleidsdocumenten. In de praktijk is gebleken dat dergelijke documenten niet altijd beschikbaar waren voor FMO en dat men zich kan afvragen waarom een dergelijke toetsing dient plaats te vinden. Wellicht kan deze voorwaarde vervallen of anders geformuleerd worden in de zin dat aan specifieke onderdelen van de PRSP's is voldaan. In ieder geval zal FMO voor de NIMF investeringen aan de wettelijke lokale vereisten moeten voldoen (hetgeen ook het geval is);
- Solvabiliteit: voor financiële instellingen wordt verwacht dat deze aan “gangbare solvabiliteitseisen” voldoen. Bij NIMF financiering zou het zo kunnen zijn dat juist de lage solvabiliteit de reden is dat NIMF een participatie overweegt. Wellicht is het beter een dergelijke voorwaarde niet op deze wijze te stellen.

Een van de centrale vragen in dit onderzoek is in hoeverre aangetoond kan worden dat investeringen additioneel zijn aan de markt en aan die van instellingen als FMO. Ofschoon FMO in haar laatste fondsennotitie een goede aanzet geeft om dit meer inzichtelijk te maken, kan men zich afvragen in hoeverre het überhaupt gewenst is dat er afzonderlijke fondsen zoals NIMF bij FMO worden opgezet met specifieke additionele voorwaarden. Inmiddels zijn er een viertal instrumenten bij FMO die additioneel op de activiteiten van FMO zijn. Daarbij gaat het om instrumenten als Massif (samenvoeging van de Seed Capital en KB faciliteit), het MOL fonds (voor infrastructuur in de MOL's), FOM en NIMF. Iedere faciliteit kent eigen criteria en doelstellingen. Aangezien de inhoudelijke beoordeling van deze andere fondsen buiten de scope van de opdracht vielen is het moeilijk hierop diep in te gaan. Bij NIMF kan men zich echter afvragen hoe belangrijk het additionaliteitsvraagstuk is. Uit het onderzoek is gebleken dat heldere criteria moeilijk te formuleren zijn en dat de markt de nodige dynamiek kent, waardoor het werkterrein van instellingen als FMO constant verschuift.

FMO dient door haar karakter additioneel aan de markt te zijn. Een van de producten die FMO daarbij voert zijn participaties in ondernemingen en financiële instellingen (of mezzaninestructuren). Door de risico's is dit voor een groot aantal opkomende economieën een vrij nieuw en in beperkte mate be-

schikbaar product. De PE en VC markt concentreert zich hoofdzakelijk in de Westerse landen en zelfs daar kent deze nog haar beperkingen.. Een multilaterale instelling als het Europese Investeringsfonds (EIF) heeft als doelstelling de VC markt in Europa te stimuleren. Dat zegt al iets over de risico's. Of-schoon de VC/PE markt in een aantal emerging markets aanzienlijk groeipercentages laat zien kent deze nog grote beperkingen en is deze in slechts een beperkt aantal ontwikkelingslanden van een beduidende omvang. In die zin voert FMO een zeer additioneel product met inherente risico's. FMO heeft het voornemen haar participatieportefeuille verder uit te breiden. In plaats van het opzetten van een afzonderlijke fondsen als NIMF zou men er ook voor kunnen kiezen om een bedrag jaarlijks aan FMO ter beschikking te stellen voor haar participatieactiviteiten, waarbij bijvoorbeeld enkel concrete afspraken worden gemaakt over doelstellingen, doelgroepen en landenkeuze. Voordeel is dat de discussie over een onderscheid in doelgroepen en voorwaarden niet zo expliciet gemaakt behoeven te worden.

7 Conclusies en aanbevelingen

Op basis van de resultaten van de evaluatie formuleren wij in dit hoofdstuk onze conclusies en aanbevelingen. Daarbij wordt expliciet ingegaan op de aspecten waar in de Terms of Reference voor het evaluatieonderzoek aandacht voor is gevraagd.

7.1 Conclusies

7.1.1 Hoofdconclusies

Een van de hoofdconclusies van de evaluatie is dat de gevonden vergoedingen- en kostenstructuur van NIMF tegenstrijdigheden en onduidelijkheden bevat en dat er geen duidelijke doelstellingen zijn geformuleerd. De doelstelling om van NIMF een revolverend fonds te maken wordt in ieder geval niet bereikt. De additionaliteit van NIMF ten opzichte van het reguliere FMO bedrijf laat zich moeilijk meten omdat er door FMO geen heldere indicatoren zijn geformuleerd. De kwaliteit van de FMO organisatie voor het beheer van NIMF is goed, zij het dat enkele organisatorische wijzigingen moeten worden overwogen. FMO heeft een professionele infrastructuur zoals verwacht mag worden van een financiële instelling. Echter een betere functionele scheiding tussen de activiteiten van fondsen zoals NIMF en het reguliere FMO bedrijf is naar ons inzicht gewenst. De toegevoegde waarde van instrumenten als NIMF ter versterking van de positie van ondernemingen in ontwikkelingslanden staat niet ter discussie. In een groot aantal ontwikkelingslanden zijn VC/PE fondsen nog slechts beperkt of niet actief, waardoor de behoefte aan het stimuleren van Foreign Direct Investments verondersteld mag worden.

7.1.2 Overige conclusies

- Conclusies inzake de mate waarin de portefeuille voldoet aan de NIMF criteria:
 - FMO heeft tot voor kort geen duidelijke criteria geformuleerd die medewerkers in staat stellen te beoordelen of financieringsproposities aan NIMF criteria voldoen. De verantwoordelijk voor deze toetsing ligt bij de fondsmanager. Met name de additionaliteit ten opzichte van FMO is in de huidige opzet echter niet helder te bepalen;
 - Bij de beoordeling van risico's is er sprake van een grijs gebied waardoor er twijfels kunnen ontstaan of het gaat om een typische FMO dan wel NIMF investering;
 - In de procesbeschrijving van FMO wordt niet voldoende aandacht besteed aan de motivatie om voorstellen onder NIMF te brengen.

- Conclusies inzake de vergoedingen- en kostenstructuur van het NIMF:
 - Uitgangspunt is altijd geweest dat de management vergoeding de kosten van de FMO organisatie zou compenseren. Op basis van de ter beschikking gestelde gegevens is het moeilijk vast te stellen of de vergoedingen kosten dekkend voor FMO zullen zijn. Wanneer wij ons beperken tot de subsidieperiode dan lijkt dit echter niet het geval te zijn. Echter over de gehele fondsperiode is dit thans niet vast te stellen. Pas wanneer exits gemaakt worden kan ook bepaald worden of er voldoende middelen in het fonds aanwezig zijn om de managementkosten van FMO te betalen. Zoals de formulering van de beschikking thans luidt zou FMO slechts bij overwinsten na 2006 recht hebben op een managementvergoeding. De gemaakte afspraken hierover zijn echter zeer onduidelijk.
 - Het NIMF fonds is in haar huidige opzet niet goed vergelijkbaar met PE/VC fondsen. De keuze moet door FMO en de overheid gemaakt worden welke eisen men aan NIMF wil stellen in termen van rendement en strategie (zie voorts paragraaf 5.2).

- Conclusies inzake de organisatie van NIMF bij FMO:
 - De doorlooptijden voor NIMF proposities lijken vrij lang (gemiddeld 15 maanden) in vergelijking tot participaties van het eigen FMO bedrijf. Ofschoon de risicofactoren een langere behandeling tot op zekere hoogte rechtvaardigen is het verschil moeilijk te verklaren. De verklaring zou wellicht gevonden kunnen worden in de organisatie rond NIMF, die ingewikkelder is.
 - NIMF is zowel binnen als buiten FMO nog beperkt bekend. Intern kent men NIMF op hoofdlijnen en valt in de praktijk terug op de fondsmanager. Extern zou men meer kunnen doen om het NIMF onder de aandacht van Nederlandse partijen te krijgen of de samenwerking met de EVD te versterken.
 - FMO is goed in staat haar investeringen adequaat te beheren en te monitoren. FMO komt over als een degelijke organisatie met een voor financiële instellingen herkenbare beheer- en monitoringstructuur. De grootte van de FMO organisatie en haar geografische werkterrein leggen wel beperkingen op en kunnen grotere risico's inhouden. In die zin kan FMO niet vergeleken worden met reguliere PE-fondsen. Echter door het uitgebreide netwerk in ontwikkelingslanden en bij co-investeerdere is FMO in staat dergelijke risico's in te schatten en veelal te mitigeren. Ook de ervaring van FMO met mezzanine structuren is een goed middel om risico's te beperken. Bij NIMF gelden dezelfde omstandigheden. Ook daar zijn partners en verantwoorde financieringstructuren van groot belang voor het behalen van succes;
 - De recente samenvoeging van NIMF met FOM lijkt op herkenbare argumenten gestoeld. NIMF kan bij deze opzet een twee sporen beleid bewandelen. Enerzijds komt de dealflow vanuit het FMO bedrijf, anderzijds kan het NIMF/FOM team zelfstandig deals genereren uit het Nederlandse netwerk van het FOM team. De toekomst moet uitwijzen of dit ook tot het gewenste resultaat zal leiden. Wel zal men attent moeten zijn dat de aandacht voor NIMF binnen de FMO organisatie behouden blijft en dat het vormen van een eigen dedicated team niet verkeerd wordt geïnterpreteerd;
 - De nieuwe plaats van het NIMF team in de organisatie bij de Regiodirectie Oost Europa en Centraal Azië komt ons minder logisch voor. Het zou meer voor de hand liggen om het FOM/NIMF team bij de afdeling participaties onder te brengen (zoals recent ook het geval was) om op deze wijze de aanwezige PE kennis optimaal te bundelen;
 - Er zou een zekere functiescheiding (chinese walls) nagestreefd moeten worden binnen FMO om de schijn van conflict of interest situaties te vermijden.

- Conclusies inzake de beheersvergoeding:
 - De vergoedingenstructuur biedt ons inziens weinig prikkels voor FMO om een kwalitatief en kwantitatief goede omzet te maken. Ofschoon de omzet in 2006 (in contracten) wel gerealiseerd lijkt te worden is de beoogde cashflow onder druk komen te staan door de trage start. Er zullen de komende periode te weinig opbrengsten zijn om uitzettingen op een redelijk niveau te kunnen voortzetten.
 - Over de kwaliteit en opbrengsten van de portfolio kan in dit stadium nog niets gezegd worden. Pas over een aantal jaren, nadat investeringen tot concrete exits hebben geleid, kan hier meer over gezegd worden.

- Conclusie inzake het beloningsbeleid:
 - Het beloningsbeleid is slechts in zeer beperkte mate van invloed op de performance van NIMF. Dit uitgangspunt geldt in feite voor het gehele FMO bedrijf. Terecht zijn de targets voor NIMF primair bij de medewerkers van NIMF desk gelegd. Zij moeten er voor zorgen dat NIMF deals tot stand komen en permanent onder de aandacht van de medewerkers bij de regio's worden gebracht. Het feit dat de regio's in de jaarplannen een budget voor de fondsen meenemen is een goede zaak. Het zal echter in de praktijk moeilijk zijn optimale incentives te formuleren voor het behalen van de targets voor de fondsen. In de nieuwe opzet van NIMF/FOM kan dit overigens beter gerealiseerd worden omdat in deze opzet de medewerkers meer verantwoordelijk zijn voor de omzet van NIMF.

- Conclusies inzake additionaliteit en katalyserende werking:
 - De synergie/additionaliteit ten opzichte van andere financieringsinstrumenten is nauwelijks aanwezig omdat samenwerking eerder uitzondering dan regel lijkt te zijn. Bovendien hebben fondsen als MOL en Massif andere doelgroepen waardoor de fondsen qua opzet complementair aan elkaar zijn.
 - De katalyserende werking bij NIMF investeringen is aanzienlijk omdat in alle gevallen er een cofinanciering met de matching partner plaatsvindt. FMO heeft in een groot aantal gevallen als financier opgetreden. Met commerciële financiële instellingen is dit door het hoge risicokarakter beperkt gebleven.

7.2 Aanbevelingen

Aanbevelingen m.b.t. de beheerskosten/vergoedingen

Een van de vragen die in de TOR is opgenomen gaat over de kosten van goed beheer om de doelstellingen van NIMF te kunnen bereiken. Zoals beschreven in hoofdstuk 5.2 lijken de uitgangspunten en vergoedingenstructuur van het fonds niet helder geformuleerd. Er zijn onduidelijkheden over de te ontvangen management fee over de gehele looptijd van het fonds, de rendementsdoelstelling is onduidelijk en de mate en het niveau van het revolverend karakter staat ter discussie.

Allereerst zal er overeenstemming moeten worden bereikt over de uitgangspunten en doelstellingen van NIMF. Wanneer men een fonds wil creëren analoog aan commerciële fondsen dan passen daarbij concrete rendementsdoelstellingen en afspraken over een marktconforme fee vergoeding, waarbij de vaste fee een vergoeding voor de kosten van FMO moet dekken en de variabele fee de prikkel moet zijn om de rendementsdoelstelling te realiseren. Uiteraard moet de winstdeling (via een carried regeling en hurdle) afgestemd worden op de risicoperceptie en de (relatief bescheiden) rendementsdoelstelling. Met andere woorden, voor het NIMF moet een lage hurdle (maar wel groter dan 0) worden vastgesteld en een ruime carried regeling (>50%). Mochten partijen NIMF als subsidie-instrument (blijven) zien dan past een vergoedingen regeling van “kosten plus marge” beter.

Aanbevelingen inzake de gewenste minimale omvang van NIMF

Op basis van de stand van zaken van het fonds per 30 juni kan geconcludeerd worden dat het uitgangspunt, een revolverend fonds, op deze basis niet gerealiseerd kan worden. Er is thans geen liquiditeit meer in het fonds aanwezig om deze op een redelijk niveau voort te zetten. Tot en met het eerste half jaar van 2006 is er voor een totaal van EUR 41,4 miljoen uitgezet. Voor het 2^e half jaar zitten er nog 4 nieuwe contracten in de pijplijn, met een totale waarde van 10,2 miljoen euro. Wanneer deze allen zouden worden afgesloten zou de totale omvang van het fonds zelfs worden overschreden (tot EUR 51,6 mln (exclusief vergoeding)). In ieder geval betekent dit dat, in contracten gemeten, FMO heeft voldaan aan de in de beschikking gestelde doelstelling. Tot nu toe is van deze contracten reeds EUR 32 miljoen uitbetaald, een totaal dat naar verwachting zal zijn opgelopen naar EUR 46 miljoen aan het eind van dit jaar. Wanneer alle contracten die in de pijplijn zitten worden afgesloten, leidt dit voor 2007 voor FMO nog eens een uitbetaling van EUR 7 miljoen.

Daarbij moet opgemerkt worden dat de uitgangspunten in 2001 bij het opzetten van het fonds niet realistisch en ten dele onjuist waren. Ook bleek in de praktijk de cashflow prognose (aantal deals) niet uit te komen. In de berekeningen van 2002 ging het uit van uitzettingen in vijf jaren van EUR 7,5 mln in het eerste jaar en gemiddeld EUR 10 mln in de volgende jaren. In werkelijkheid bleek slechts EUR 3,3 in 2002, EUR 8,9 in 2003 en EUR 2,5 in 2004 uitbetaald te zijn. Als gevolg hiervan schuift het gehele cashflow schema op. Omdat in 2005 en 2006 waarschijnlijk het gehele bedrag van het fonds is geëncumberd ontstaat er een tijdelijk tekort waardoor nieuwe investeringen niet kunnen plaatsvinden.

Tijdens het onderzoek hebben wij van FMO een cashflow model ontvangen voor een nieuwe fonds van EUR 100 mln (aanvulling van EUR 50 mln op het huidige fonds). In dit model gaat men uit van

een jaarlijks hogere uitzettingen niveau (EUR 14 mln en 5 deals) en een exit periode van 7 jaar. Echter er wordt geen rekening gehouden met vaste en variabele managementvergoedingen en er is geen onderscheid naar Mezzanines en Participaties, waardoor dit model in de gekozen opzet niet bruikbaar is.

Tijdens de opzet van het fonds had al voorzien kunnen worden dat het fonds op deze wijze niet revolverend kon zijn. Voor een revolverend fonds zal waarschijnlijk een langere uitzettingen periode moeten gelden dan thans (5 jaren) is gekozen. Of een fonds revolverend is, heeft derhalve niet direct te maken met de grootte van het fonds, maar houdt verband met het bedrag, het aantal en de grootte van de uitzettingen die men jaarlijks wil realiseren. Wanneer men wil doorgaan met NIMF dan lijkt het raadzaam eerst de uitgangspunten van NIMF (rendement, revolveren), en de vergoedingenstructuur voor de gehele looptijd vast te stellen en vervolgens hier een rekenmodel voor te ontwikkelen met meer realistische uitgangspunten. Pas dan kan de gewenste omvang in het fonds vastgesteld worden.

Aanbevelingen inzake het vervolg van NIMF

Een van de vragen van de Terms of Reference voor het onderzoek luidt: "Indien wordt besloten tot een bijcommittering, hoe kan deze het best worden vormgegeven (bijstorten of NIMF II starten)?"

Voor NIMF zullen in ieder geval nieuwe en heldere uitgangspunten en voorwaarden moeten worden overeengekomen tussen FMO en DDE voor het vervolg van NIMF. De huidige uitgangspunten lijken zoals eerder gesteld niet reëel.

Wanneer men besluit NIMF te vervolgen als verlieslatend fonds in haar huidige opzet (d.w.z. geen rendementsdoelstelling en niet revolverend, dan zou NIMF I aangevuld kunnen worden met nieuwe middelen uit de begroting. Wel zal men dan voor het managen van het gehele fonds nieuwe afspraken moeten maken over een te vergoeden management fee. Dat zou dan een resultaat onafhankelijke management fee moeten zijn op basis van besteedde uren maal een uurtarief. De geldende afspraken tussen DDE en FMO voor urentarieven zouden daarvoor gebruikt kunnen worden. Echter de opbouw van de tarieven en de structuur vraagt nog wel enige uitleg. Zoals eerder gesteld lijkt een dergelijke faciliteit niet thuis te horen bij FMO en heeft deze ons inziens onvoldoende incentives om van het fonds een succes te maken. Wanneer gekozen wordt voor de tweede optie namelijk een fonds analoog aan commerciële fondsen, dan zijn beide opties (nieuw fonds of verhogen fondsbedrag) mogelijk. Wel zal er bij beide partijen een bereidheid moeten zijn om de voorwaarden van het huidige NIMF aan te passen. Dat betekent een andere vaste vergoeding, maar dan jaarlijks over de looptijd en afhankelijk van de omvang van het fonds, en een nieuwe variabele vergoeding met voldoende incentives voor FMO. Gelet op de vereiste technische deskundigheid en de gang van zaken bij het opzetten van het fonds zou het ons inziens verstandig zijn dat de overheid en wellicht FMO zich door een onafhankelijke adviseur bij laten staan. Het gaat hier veelal om vrij technische zaken, waarbij een redelijke kennis van de VC en PE en fondsstructuren verondersteld wordt. Gelet op ervaringen uit het verleden en de nogal technische aard van de materie lijkt het verstandig dat DDE zich laat adviseren over de inrichting van het fonds op het gebied van vergoedingen en doelstellingen en de daarbij behorende criteria.

Overige aanbevelingen

- Inzake de organisatie van het NIMF financieringsproces en de inbedding van het NIMF in de FMO organisatie:
 - In de procesbeschrijving van FMO zou meer aandacht moeten worden besteed aan de motivatie om voorstellen onder NIMF (of onder andere fondsen) te brengen. Daarbij kan gedacht worden aan te gebruiken "formats" en meer controle daarop in het fiatteringproces;
 - Overweeg om het NIMF team (met FOM) opnieuw onder te brengen bij de afdeling Participaties van FMO. Hierdoor kan de aanwezige PE kennis binnen FMO optimaal worden gebundeld;
 - Onderzoek of een zekere functiescheiding binnen de FMO organisatie gewenst is, teneinde minimaal de schijn van een mogelijke belangenverstrengeling te vermijden (bijvoorbeeld in geval van cofinancieringen van FMO met de fondsen, inclusief NIMF).

- Inzake de promotie van NIMF:
 - Besteedt binnen FMO meer aandacht aan de promotie van NIMF, bijvoorbeeld door tenminste eenmaal per jaar een voorlichtingsbijeenkomst te organiseren voor commerciële medewerkers. FMO is hier recent mee begonnen;
 - Gegeven de samenvoeging van NIMF met FOM is het opportuun om voorlichtingsbijeenkomsten te organiseren voor Nederlandse bedrijven. Daarbij is het zaak dat de doelgroep helder wordt gedefinieerd en bijeenkomsten daarop worden afgestemd.

- Inzake samenwerking met derden:
 - Overweeg de samenwerking met de EVD ten aanzien van PSOM te versterken, gelet op enige positieve ervaring vanuit FOM (PSOM verlangt een hogere eigen bijdrage van de aanvragers, waardoor de doelgroep voor FMO dichterbij komt).
 - Onderzoek de mogelijkheden van samenwerking met Oikocredit, Triple Jump en wellicht ook Triodos.

- Inzake de NIMF criteria:
 - Draag zorg voor een meer duidelijke omschrijving van de NIMF criteria. In paragraaf 6.4. zijn diverse suggesties gedaan t.a.v. criteria die heroverweging behoeven.

- Inzake PRSP:
 - Wij adviseren om dit criterium in het vervolg desgewenst achterwege te laten of anders meer specifiek te formuleren. Wanneer voor het laatste wordt gekozen moet het zodanig specifiek/concreet gemaakt worden dat FMO het kan hanteren voor de beoordeling van aanvragen.

Bijlage 1 Overzicht ontvangen documentatie m.b.t. NIMF

Van FMO:

- Rapportages van NIMF (2002-2006):
 - Overzicht portefeuille (per 31 december 2005)
 - Activiteitenplannen
 - Rapportages 1e half jaar
 - Managementinformatie (toelichting op mutaties in het fonds)
 - Accountantsverklaringen & Jaarverslagen (niet voor 2006)
 - Fondsoverleg (voorjaar/najaar); niet voor de jaren 2002 t/m 2004)
 - Beleidsoverleg Staat-FMO (alleen voorjaar 2003, najaar 2004 en 2005)
- Kerndossiers van 14 NIMF-projecten:
 - Finvob
 - Financieringsvoorstel
 - Scorecard
 - IMR & IC Reviews
 - Revisies
- Procesdocumenten FMO:
 - Overzicht proces FMO (proces-atlas)
 - Scorecard manual (existing company)
 - Scorecard manual (for projects/new companies)
 - Environmental & Social checklist
- Diverse rapporten en notities:
 - Standaard indeling projectdossier
 - FMO Sustainability Reports (2004 en 2005)
 - FMO ondernemend op weg naar 2010, Strategienota voor FMO 2005-2010
 - Draft Fondsennotitie (juli 2006)
 - Fondsennotitie final (september 2006)
 - ODA Rapportage NIMF (Excel bestand)
 - ODA Notitie FMO
 -
- Criteria en voorwaarden:
 - Financieringscriteria FMO
 - Specifieke criteria voor NIMF
 - Specifieke criteria voor bedrijfsfinanciering
 - Specifieke criteria voor financiële instellingen
 - Kenmerken en voorwaarden voor Leningen/Syndicaatleningen
 - Kenmerken en voorwaarden voor participaties
 - List of limits
- Overigen:
 - Overeenkomst Staat-FMO van 16 november 1998
 - Organogram FMO
 - Productbladen van FMO-producten (website FMO)
 - Overzicht fair value waarden NIMF portfolio per 30 juni 2006 (Excel bestand)
 - Overzicht kostenstructuur en tarieven FMO (Excel bestand)

- Onderbouwing revolverend fonds (Excel bestand)
- Overzicht kenmerken NIMF portfolio (Excel bestand)
- Diverse CV's personeel FMO

Van Buitenlandse Zaken/DDE:

- o Beschikking NIMF d.d. 14 februari 2002, incl. annexes:
 - Programmabeschrijving (Annex 1)
 - NIMF Criteria (Annex 2)
 - Controleprotocol (Annex 3)
- o Beoordelingsmemorandum NIMF, 8 februari 2002
- o Diverse correspondentie tussen DDE en FMO/NIMF
- o Digitaal Dossier kosten en vergoedingen FMO (concept, juli 2006)
- o Digitaal Dossier kosten en vergoedingen (concept, september 2006)
- o Wat is ODA (Notitie)

Bijlage 2 Lijst van geïnterviewde personen

Buitenlandse Zaken:

- Johannet Gaemers
- Robert Dijksterhuis
- Pieter Esseveld

FMO:

- NIMF-desk:
 - o Rob v.d. Wurf
 - o Anne van Riel
- Directie: de heer Nanno Kleiterp (Chief Investment Officer)
- Directors regio's:
 - o Brigit van de Reijt, Director Latin America & Private Equity
 - o Huub Cornelissen
 - o Wim Wienk
- Investment officers:
 - o George Janssen
 - o Ben Zwinkels
 - o Per van Swaay
- Overig:
 - o George Meltzer, Hoofd IMR / Investment committee
 - o Paul Wolff (manager FOM)
 - o Hans Salzman (Compliance officer)
 - o Stan Stavenuiter
 - o Martin de Jong
 - o Jeroen de Heer (afdeling Finance & Control)
 - o Roland Deege (afdeling Finance & Control)

Overige instanties:

- De heer Robert Poelhekke (VNO/NCW)
- De heer M. van Doesburgh (Triple Jump)
- De heer Stefan Harpe (Oikocredit)

Bijlage 3 Enige achtergrondinformatie over Private Equity en Venture Capital

In deze bijlage wordt nader ingegaan op de begrippen private equity en venture capital, alsmede belangrijke kenmerken van deze financieringsvormen. Zie ook bijlage 5 voor een verdere verklaring van diverse begrippen.

Private equity wordt gezien als een vooraanstaande categorie in het segment van alternatieve beleggingen en is heden ten dage algemeen geaccepteerd als een vast onderdeel van vele institutionele portefeuilles. De bedragen die in Europa belegd zijn in private equityfondsen zijn de laatste tien jaar enorm gestegen.

Definities van Private Equity en Venture Capital

Een ruime definitie van het investeren in private equity is “het investeren in aandelen middels een onderhandelingsproces”. De meerderheid van private equity-investeringen wordt gedaan in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Private equity-investeringen worden vaak verdeeld naar de verschillende fasen van volwassenheid van de onderneming: Seed fase, Start-up fase, Expansiefase, Vervangingskapitaal en Buyout.

Met als omschrijving de “business of building businesses” betekent venture capital het investeren in ondernemingen die onderontwikkelde of nader te ontwikkelen producten of inkomsten hebben. Venture capital is met name gericht op startende ondernemingen en minder volwassen bedrijven. Derhalve zijn aan venture capital relatief hoge risico's verbonden. Venture capital is risicodragend vermogen dat ter beschikking gesteld wordt aan niet-beursgenoteerde ondernemingen om uiteenlopende activiteiten in diverse ondernemingsfasen te financieren.

Participatiemaatschappijen zijn de belangrijkste verstrekkers van venture capital. Zij richten zich vooral op veelbelovende expanderende ondernemingen die (tijdelijk) een vergrote financieringsbehoefte hebben. Participatiemaatschappijen zijn onder te verdelen in onafhankelijke fondsen, captive fondsen en overheidsfondsen en profileren zich op uiteenlopende wijze:

- Een aantal participatiemaatschappijen richt zich op grotere investeringen, waarbij de financieringscapaciteit centraal staat.
- Andere partijen kiezen voor een specialisatie: een bedrijfstak, een regio of een ondernemingsfase (startersfase, doorgroefase). Sommige grotere breed georiënteerde participatiemaatschappijen hebben zelf kleinere dedicated fondsen onder beheer of zijn aandeelhouder in meer gespecialiseerde fondsen.

Waarom beleggen in private equity?

De fundamentele reden om te beleggen in private equity is het verbeteren van het risico/rendementsprofiel van een beleggingsportefeuille. Beleggen in private equity biedt de investeerder de gelegenheid een hogere opbrengst te genereren en tegelijkertijd de diversificatie van zijn portefeuille te verbeteren. Veel beleggers zien het hogere rendement als voldoende rechtvaardiging voor het bijbehorende risicoprofiel. Een van de belangrijkste vaardigheden van een private equity-investeerder is het selecteren van ondernemingen met groeipotentieel en het creëren van voorwaarden om die groei tot stand te brengen. Het is een mogelijkheid om te investeren in bedrijven met een hoog groeipotentieel vóór een eventuele verkoop of beursgang.

Private equity-managers verzamelen veel informatie over geplande investeringen door ondernemingen. Dit helpt hen om de haalbaarheid van het businessplan van een onderneming te beoordelen en prognoses te maken over de toekomstige strategie en resultaten. Het feit dat men beter geïnformeerd is, draagt bij aan het verlagen van het risico van private equity-investeringen. Private equity biedt de mogelijkheid in aanraking te komen met de meest ondernemende sectoren van de economie.

Bijlage 4 Afkortingen

- BNP per capita: het Bruto Nationaal Product per inwoner
- BZ: het Ministerie van Buitenlandse Zaken
- DAC-1 lijst: Overzicht van ontwikkelingslanden (naar categorie van BNP per capita)
- DDE: de Directie Duurzame Economische Ontwikkeling van het Ministerie van Buitenlandse Zaken
- DEG: Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft
- DFI: Development Finance Institution
- EBRD: European Bank for Reconstruction and Development (de Oost-Europa bank)
- EDIS: Economic Development Factor
- EIF: Europese Investerings Fonds
- EMPEA: Emerging Markets Private Equity Association
- EVCA: European Venture Capital Association
- EVD: Economische Voorlichtingsdienst
- Finvo: Goedkeuring op een financieringsvoorstel
- Finvob: Financieringsvoorbereiding
- FMO: De Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden
- FOM: Faciliteit Opkomende Markten
- FSF-score: Financial Sustainability Factor
- FTE: Fulltime-equivalent
- IBTA: het programma InvesteringsBevordering & Technische Assistentie voor ontwikkelingslanden
- IC: Investment Committee
- IF: Investment Factor
- IFC: International Finance Corporation
- IFOM: Investeringsfaciliteit Opkomende Markten
- IO: Investment Officer
- KfW: Kredietanstalt für die Wiederaufbau
- LDC's: Least Developed Countries
- LIC's: Low Income Countries (BNP per capita < \$ 745 in 2001)
- LMIC's: Lower Middle Income Countries (BNP per capita \$ 746 – \$ 2.975 in 2001)
- M&A: Mergers and Acquisitions (Fusies en Overnames)
- MVO: Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen
- NFX: Netherlands Financial Sector Development Exchange (NFX), een publiek-privaat samenwerkingsverband tussen de Nederlandse banksector en de Nederlandse overheid
- NIMF: Nederlands Investerings Matching Fonds
- ODA: Official Development Aid
- OESO: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
- ORET: het programma Ontwikkelings Relevante Export Transacties
- PAR: de afdeling participaties van FMO
- PE: Private Equity
- PESP: Programma Economische Samenwerking Projecten
- PRSP: Poverty Reduction Strategy Paper
- PSB: Programma Starters op Buitenlandse markten
- PSOM: Programma Samenwerking Opkomende Markten
- PUM: Programma Uitzending Managers
- RF: Risk Factor
- S&P: Standard & Poor's
- VC: Venture Capital

Bijlage 5 Terms of Reference

1. Aanleiding tot en doelstelling van het evaluatieonderzoek

NIMF staat voor Nederlands Investerings Matching Fonds. Het Ministerie van Buitenlandse Zaken heeft tussen 2002 en 2006 aan de Nederlandse FinancieringsMaatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO) een subsidie verstrekt (in totaal € 45,5 mln) om dit revolverende fonds op te bouwen. Deze bijdrage van OS betreft 85% van de totale omvang van het NIMF (moet eind 2006 op € 58,8 mln uitkomen), de overige 15% is door FMO toegevoegd. Het subsidieverleningstijdvlak loopt tot 31 december 2006 en in de subsidiebeschikking is opgenomen dat er voor het verstrijken van het subsidietijdvak een externe evaluatie zal plaats vinden.

De evaluatie heeft tot doel (cf de beschikking) een oordeel te geven over het tot dan toe door FMO gevoerde beheer over het NIMF. Het NIMF zal eind 2006 bestaan uit een volle portefeuille van financieringen, welke ook na 2006 nog moeten worden beheerd. Daarom is in de beschikking opgenomen dat de evaluatie tevens moet gaan over het beheer na afloop van het subsidieverleningstijdvak.

De bevindingen van het eindrapport van de evaluatie zullen worden gebruikt om te beslissen over een eventuele extra committering het beheer van het NIMF. Het eindrapport dient uiterlijk 22 september te worden aangeleverd door de evaluator.

2. Beschrijving en afbakening van het onderwerp van evaluatie

De doelstelling van het NIMF is *“het bevorderen van directe equity en quasi-equity investeringen in private deelnemingen in ontwikkelingslanden door buitenlandse directe investeerders”* zoals beschreven in annex 1 bij de beschikking. Deze annex geeft een nadere toelichting op deze doelstelling en hoe deze te realiseren. In annex 2 zijn de criteria opgenomen waaraan investeringen moeten voldoen. Wat betreft de evaluatie van het tot nu toe gevoerde beheer zal een oordeel volstaan over de aspecten die in de beschikking, danwel de annexen bij de beschikking zijn genoemd, (zie uitwerking in hoofdstuk 3).

Voor wat betreft het beheer van het NIMF na afloop van het subsidieverleningstijdvak is in de subsidiebeschikking het volgende opgenomen: *“Hierbij zal als uitgangspunt dienen dat na 2006 de subsidieontvanger het NIMF blijft beheren, waarbij terugkerend vermogen door de subsidieontvanger wordt geherinvesteerd. Vanaf dat moment zullen de kosten van het beheer van het Fonds volledig uit de opbrengsten van het NIMF moeten worden gefinancierd.”*

"De opbouw van NIMF en de positionering van het fonds/product zijn belangrijke punten van aandacht. Bekendheid in de markt maar ook de inbedding van NIMF in de FMO organisatie zijn van invloed op de investeringsmogelijkheden. De focus op het Nederlandse bedrijfsleven ten gunste van de aansluiting bij de FMO organisatie leidde tot een laag transactievolume. Omdat markt bekendheid bereiken in de hele wereld niet mogelijk is voor een fonds als NIMF, is gekozen om de aansluiting met FMO te vergroten. Dit werkt ook katalyserend voor derden, zodat potentiële investeringen eerder kunnen worden geïdentificeerd." De NIMF portefeuille bestond per 31 december 2005 uit 10 investeringen verdeeld over 4 regio's (Afrika, Azië, Europa & Centraal Azië en Latijns Amerika & de Caraïben). Het betrof zowel investeringen in fondsen als direct in bedrijven. De investeringen zijn allemaal of participaties, mezzanine of combinatie producten. De totale bruto waarde van de portefeuille op 31 december 2005 was € 36,4 mln.

Een evaluatie naar de relevantie van het programma is nog niet mogelijk, aangezien de opgebouwde portefeuille nog erg jong is. Hierdoor zullen onder andere de multipliereffecten van de gesubsidieerde bedrijven op hun omgeving, en dus de ontwikkelingswaarde van de investeringen nog niet meetbaar

zijn. Vandaar dat de nadruk binnen deze evaluatie zal liggen op het beheer van het fonds tijdens de gehele beschikkingsperiode. Hier komt bij dat goed beheer een indicatie kan zijn van goede toekomstige beleidsresultaten. Om een beeld te krijgen van het gevoerde beheer van het NIMF-fonds door FMO, dienen enkele indicatoren te worden opgenomen in de evaluatie waaraan het beheer zal worden getoetst. Als FMO zelf niet beschikt over geschikte indicatoren, dan is het aan de evaluator om zelf de indicatoren aan te leveren waaraan het beheer wordt getoetst.

Deze evaluatie kan worden opgenomen in de BZ-evaluatieprogrammering onder operationele doelstelling 4.3 "Een beter ondernemingsklimaat in ontwikkelingslanden en versterking van hun concurrentievermogen, zowel nationaal als internationaal."

3. Doelstelling en evaluatievragen

Doelstelling:

- Inzicht krijgen in de kwaliteit van het beheer van het NIMF-fonds door FMO in de beschikkingsperiode.
- Inzicht krijgen in de kosten die met het beheer van NIMF gepaard gaan.

Hoofdvragen met betrekking tot de te gebruiken indicatoren

- Met behulp van welke indicatoren kan worden getoetst of het beheer zowel doelmatig als doeltreffend is geweest (indicatoren aan te leveren door evaluator)?
- In hoeverre is het beheer van FMO doelmatig en doeltreffend geweest?

Deelvragen met betrekking tot de te gebruiken indicatoren:

Doelmatigheid tot nu toe

- Is bij het opbouwen van de portefeuille voldaan aan de NIMF criteria, zoals bijgevoegd bij de beschikking?
- Zijn met de afgesproken beheersvergoedingen voor FMO de kosten die FMO maakte in het kader van het NIMF gedekt?
- Heeft de overeengekomen beheersvergoeding de juiste prikkels gegeven?

Doeltreffendheid tot nu toe

- Heeft een NIMF financiering een ander (risico) profiel dan een gewone FMO financiering?
- Gedurende de looptijd is afgesproken dat de investeringsbedragen mochten opgelopen omdat het NIMF anders niet rendabel te beheren zou zijn. Welke effect heeft dit gehad op het al dan niet realiseren van de doelstelling van NIMF?
- In hoeverre heeft het NIMF-fonds een katalyserende werking gehad?
- In hoeverre is er sprake van synergie met de andere fondsen binnen FMO?

Deelvragen waarop de evaluator aanbevelingen moet formuleren:

- Wat zijn de kosten van goed beheer (naar inzien van de evaluator)?
- Wat is minimale omvang van NIMF om zelfstandig als revolverend fonds te functioneren?
- Indien wordt besloten tot een bijcommittering hoe kan deze het best worden vormgegeven? (NIMF II starten of in NIMF een blijven storten)?

4. Methodologie

- Bronnen onderzoek:
 - verslagen van overleggen tussen FMO en DDE
 - Beoordelen van klantendossiers van FMO van gehonoreerde en niet gehonoreerde projecten
 - dossiers van FMO van bedrijven die toch geen NIMF financiering hebben ontvangen.

- Eventueel telefonisch enquêtes afnemen bij bedrijven die NIMF financiering hebben ontvangen (n.a.v. klantendossiers)
- Binnen twee weken na toekenning van opdracht dient er een inceptie-rapport te worden aangeleverd door de evaluator

5. Rol belanghebbenden

DDE is "groot aandeelhouder" van het NIMF. DDE is vanuit deze positie opdrachtgever en financier van het onderzoek. Het onderzoek wordt begeleid door Johannet Gaemers (DDE/OB).

IOB is een directie van het Ministerie van Buitenlandse Zaken belast met interne evaluaties. De IOB-helppes (Piet de Lange) adviseert DDE m.b.t. de ToR en de rapportages: inceptie- tussen- en eind-rapport. Daarnaast adviseert de IOB-helppes in de selectie van de evaluator.

FMO is als mede aandeelhouder van het NIMF betrokken bij het opstellen van de ToR en kan desgewenst nog vragen/ opmerkingen aan de ToR toevoegen. Vanuit FMO zijn de volgende personen betrokken bij de evaluatie: Rob v.d. Wurf (fondsmanagers NIMF), Stan Stavenuiten (IMR) en Anne van Riel.

Alle bovengenoemde partijen zullen zitting nemen in de begeleidingsgroep van deze evaluatie.

6. evaluator / evaluatieteam

De evaluator wordt geselecteerd door het Ministerie van Buitenlandse Zaken op basis van de onderstaande criteria en procedure.

Eisen/criteria waaraan de evaluator moet voldoen:

- kennis van beheer van equity fondsen
- kennis van ontwikkelingssamenwerking en investeren in ontwikkelingslanden
- onafhankelijk van het Ministerie van Buitenlandse Zaken en FMO
- beschikbaarheid in de gestelde periode

De selectieprocedure is als volgt:

- 1) het Ministerie van Buitenlandse Zaken en FMO komen tot overeenstemming over de opdracht van de evaluator (ToR). (Gebeurd)
- 2) het Ministerie van Buitenlandse Zaken en FMO geven aan welke partijen ze geschikt achten voor het uitvoeren van het evaluatieonderzoek. (Gebeurd)
- 3) het Ministerie van Buitenlandse Zaken verzoekt de partijen een offerte uit te brengen voor de NIMF-evaluatie. Hiertoe wordt het inschrijvingsdocument toe, het jaarrapport van NIMF 2005 en de subsidiebeschikking NIMF (inclusief de annexen) toegestuurd.
- 4) De begeleidingsgroep adviseert bij de selectie van de evaluator op basis van de in par. 3.1 en 3.2 genoemde criteria van het inschrijvingsdocument.
- 5) Op basis van dit advies selecteerd DDE/OB de evaluator.

7. Rapportage

De evaluator levert de volgende rapportages aan:

- I. Inceptie-rapportage
 - Evaluator geeft de indicatoren en criteria welke gedurende verdere evaluatie zullen worden gebruikt (als FMO de indicatoren aanlevert, een oordeel over de aangeleverde indicatoren).

II. tussenrapportage

- Op basis van het inceptierapport en in overleg met de evaluator word de inhoud van deze rapportage vastgesteld.

III. eindrapportage:

- antwoord op de hoofdvragen
- antwoord op de deelvragen
- aanbevelingen

8. Planning

Wat	Wanneer	Wie
Offertes opvragen	Uiterlijk 7 juni	DDE
Offertes binnen	22 Juni	begeleidingsgroep
Keuze voor evaluator	3 juli	DDE
Start evaluatie	12 juli	Evaluator
Aanleveren inceptierapport	18 juli	Evaluator
Bespreken inceptierapport	26 juli	Begeleidingsgroep
Oplevering tussenrapport	21 augustus	Evaluator
Bespreken tussenrapport	25 augustus	Begeleidingsgroep
Oplevering eindrapport	22 september	Evaluator

9. Budget

Maximaal € 50.000

Bijlage 6 Evaluatiematrix

Bijlage 7 Beschikking NIMF (inclusief bijlage 5)

Bijlage 8 Begrippenlijst Private Equity

Bron: Waarom en hoe investeren in private equity, informatie voor beleggers, NVP i.c.m. EVCA, november 2005.

De volgende begrippen worden veel gebruikt in rapporten en artikelen over private equity:

Aanvangsjaar (Vintage year)

Oprichtingsjaar van een fonds en eerste kapitaalstorting.

Acquisitie (Acquisition)

Het verkrijgen van controle, bezit of eigendom van een onderneming.

Afboeking (Write-off)

Afboeken van een waardeloos geworden investering.

Afschrijving (Write-down)

Waardevermindering van een onderneming.

Begin (Inception)

Het startpunt waarop IRRcalculaties van een fonds berekend worden; meestal het startjaar of de datum van de initiële investering.

Brugfinanciering (Bridge financing)

Mezzaninefinanciering voor een bedrijf, dat verwacht binnen 6 tot 12 maanden naar de beurs te gaan of ter overbrugging van de periode voor een nieuwe financieringsronde.

Buyout

De koop van veelal een meerderheidsbelang in een gevestigde en volwassen onderneming.

Captive funds

Investeringsfonds dat (deels) onderdeel is van een grotere financiële instelling.

Carried interest

Aandeel in de winst op gerealiseerde investeringen in een fonds te ontvangen door de managers (meestal 20%). Gewoonlijk wordt carried interest pas betaald als beleggers hun oorspronkelijke inleg hebben terugverdiend en er daarnaast een voorafgesproken rendement is behaald.

Condities en voorwaarden (Terms and conditions)

De financiële en beheersvoorwaarden die op een fonds van toepassing zijn.

Corporate venturing

Venture capital dat door grote ondernemingen ter beschikking wordt gesteld om hun eigen strategische doelen na te streven.

Derde financieringsronde (Third stage/round)

Financieringsronde ten behoeve van een aanzienlijke expansie van een onderneming, waarvan de verkopen groeien en die kostendekkend of winstgevend opereert.

Due diligence

Het onderzoeken en evalueren van een managementteam, investeringsfilosofie, track record en voorwaarden alvorens een verplichting tot kapitaalstorting aan te gaan.

Eerste financieringsronde (First stage/round)

De eerste financieringsronde na de start van de onderneming waarbij een institutioneel venture capitalfonds is betrokken.

Eerste kwartiel (Lower quartile)

De 25% minst presterende leden van een groep. De internet Explorer-browser starten.ink.

Equity kicker

Optie voor private equity-beleggers om aandelen tegen een lagere prijs te kopen.

Exitstrategie (Exiting strategy)

De voorgenomen aanpak van een fonds om haar aandelenbelangen op diverse wijzen te gelde te maken en tevens een maximaal rendement te realiseren.

Fonds (Fund)

Investeringsentiteit, vaak een besloten vennootschap, waaraan beleggers kapitaal verschaffen.

Fondsfocus (Fund focus)

De specialisatie van een private equity-fonds.

Fondskapitalisatie (Fund capitalisation)

Het totale investeringsbedrag in een fonds, waartoe beleggers zich verplichten.

Fund of funds

Een fonds dat minderheidsbelangen neemt in andere fondsen. Als de focus primair gericht is op het beleggen in nieuwe fondsen dan wordt dit een primair fund of funds genoemd en als het accent ligt op volwassen, bestaande fondsen dan wordt dit een secondary fund of funds genoemd.

Gemiddelde IRR (Average IRR)

Het rekenkundige gemiddelde van de Internal Rates of Return.

General partner

Een partner (vennoot) in een limited partnership (vennootschap) die verantwoordelijk is voor het dagelijks beheer van het fonds.

Gerealiseerde multiple (Realised multiple)

De verhouding van de cumulatieve opbrengsten en (verliezen) tot de kostprijs van de gerealiseerde investeringen.

Gespreid (Balanced)

Een private equity-fondsstrategie die investeringen omvat in bedrijven in verschillende fasen van hun ontwikkeling.

Gestort kapitaal (Paid-in capital)

Het deel van het gecommiteerd kapitaal dat een belegger daadwerkelijk heeft overgemaakt naar het fonds. Ook bekend als "cumulative takedown amount".

Gewogen gemiddelde IRR (Capital Weighted Average IRR)

De gemiddelde IRR waarbij fondsen worden gewogen in verhouding tot de fondsgroote.

Herstructurering (Turnaround)

Financiering voor een onderneming die aanzienlijke operationele of financiële problemen ondervindt met de bedoeling de resultaten te verbeteren.

Horizon rendement (Horizon return)

Een IRR berekening tussen tijdstippen waar het beginpunt variabel en het eindpunt vastgesteld is. Bijvoorbeeld rendementen over 3, 5, en 10 jaren eindigend per 31/12/2005.

Informal investor (Business angel)

Een vermogende particulier, die investeert in private equity (veelal jonge net gestarte bedrijven).

IPO (Initial Public Offering)

De initiële publieke plaatsing van aandelen met een beursintroduktie als doel.

IRR (Internal Rate of Return)

De discontovoet waarbij de NPV (Net Present Value = netto contante waarde) van de inkomende kasstromen en

de NPV van de uitgaande kasstromen (inclusief de verwachte eindwaarde) aan elkaar gelijk zijn.

Kapitaalverbruik (Burn rate)

De snelheid waarmee een onderneming kapitaal verbruikt.

Kwartiel (Quartile)

Segment van 25% van de waarnemingen van een groep. (De eerste 25% is het eerste kwartiel, etc.)

Laatste kwartiel (Upper quartile)

De 25% best presterende leden van een groep.

Latere fase (Later stage)

De fase van een onderneming waarin de verdergaande expansie van een onderneming wordt gerealiseerd.

LBO (Leveraged buyout)

De koop van een onderneming of een onderdeel daarvan, van een wel of niet aan de beurs genoteerde eigenaar, met gebruikmaking van een aanzienlijke hoeveelheid schuld.

Leidende investeerder (Lead investor)

Lid van een syndicaat van private equity-investeerders dat gewoonlijk het grootste belang heeft, zich bezighoudt met de bancaire financiering en het meest actief is in het hele project.

Limited partner

Een belegger in een limited partnership.

Limited partnership

De juridische structuur die door de meeste (Angelsaksische) fondsen gebruikt wordt. Vaak investeringsentiteiten voor een bepaalde periode. De general partner (beherend vennoot) of managementfirma voert het beleid over de partnership aan de hand van een beleidsplan zoals vastgelegd in de Partnership Agreement (Aandeelhoudersovereenkomst). Deze overeenkomst omvat voorwaarden, vergoedingen, structuren en andere afspraken tussen de limited partners (vennoten) en general partners (beherend vennoten).

Liquidatie (Liquidation)

De verkoop van de activa van een participatie aan een of meer kopers waarbij de investeerders een gedeelte van de opbrengst krijgen.

Looptijd (Holding period)

De periode dat een investering in portefeuille is.

Management buyin (MBI)

Het overnemen van een onderneming door extern management.

Management buyout (MBO)

Het overnemen van een onderneming door het zittend management.

Managementvergoeding (Management fee)

Vergoeding voor het managen van de activiteiten van het fonds, gewoonlijk per kwartaal betaald aan de beherend vennoot of managementvennootschap.

Mezzanine

Achtergestelde leningen: de financiering die voorrang heeft boven aandelenkapitaal maar achtergesteld is aan andere schulden.

Ontmanteling van activa (Asset stripping)

Het ontmantelen van een gekochte onderneming door verkoop van operationele en/of financiële activa.

Opwaardering (Write-up)

Een opwaardering van een investering gebaseerd op de actuele gang van zaken.

Plaatsingsagent (Placement agent)

Een financiële tussenpersoon aangesteld door een private equityfonds om de fondsenwerving te bevorderen.

Pooled IRR

Een methode om tot een samengestelde IRR te komen door de kasstromen van de verschillende fondsen bij elkaar op te tellen en van de samengestelde kasstroom de IRR te berekenen.

Poortwachters (Gatekeepers)

Gespecialiseerde adviseurs die institutionele beleggers assisteren bij hun beslissingen over private equitytoewijzing.

Portefeuilleonderneming (Portfolio company)

Een onderneming waarin een fonds direct investeert.

Ratchet

Een afspraak waarbij de uiteindelijke waarde van een over te nemen onderneming achteraf wordt bepaald op basis van resultaten die nog moeten worden gerealiseerd.

Realisatie ratio (Realised ratio)

De som van alle uitkeringen gedeeld door het geïnvesteerde kapitaal.

Restricted securities

Beperkt verhandelbare effecten.

Restwaarde (Residual value)

De waarde van het resterend belang van een belegger in een fonds.

Secondary buyout/sale

Buyout waarbij de participatie wordt overgenomen door een andere participatiemaatschappij.

Seed stage

De zeer vroege fase van een bedrijf dat nog geen commerciële activiteiten heeft ontwikkeld en nog bezig is met onderzoek en ontwikkeling.

Strategische verkoop (Trade sale)

Verkoop van een portefeuilleonderneming aan een andere onderneming, meestal actief in dezelfde sector

Tweede financieringsronde (Second stage/round)

Financieringsronde die verstrekt wordt voor de vroegtijdige expansie van een onderneming.

Uitkering (Distribution)

Cash of het equivalent in aandelen uitgekeerd aan beleggers na een realisatie.

Uitkeringen op gestort kapitaal (Distributions to paidin capital)

Het bedrag dat is uitgekeerd aan beleggers in vergelijking tot het totale gestorte kapitaal in het fonds.

Venture capital

Investeringen in jonge, snel groeiende (technologie)-bedrijven, waaraan relatief hoge risico's verbonden zijn.

Vermogen onder beheer (Capital under management)

De hoeveelheid kapitaal onder beheer waarover een managementteam kan beschikken voor private equityinvesteringen.

Vermogenswinsten (Capital gains)

Vermogenswinsten als gevolg van de verkoop van activa.

Verplichting (commitment)

De verplichting van een belegger om een bepaalde hoeveelheid kapitaal ter beschikking te stellen voor het fonds.

Verwatering (Dilution)

Een verkleining van het aandelenbelang van zittende aandeelhouders als gevolg van een nieuwe financieringsronde, waaraan zij niet meedoen.

Volwassen fondsen (Mature funds)

Fondsen die gedurende tenminste vijf jaar investeren.

Voorkeursrendement (Preferred return)

(i) Het vastgestelde rendement dat de beleggers moeten ontvangen voordat het management deelneemt in uitkeringen, of (ii) een bepaalde netto vermogenswaarde die bereikt moet worden alvorens management deelgerechtigd wordt in uitkeringen.

Vroege fase (Early stage)

De investeringsstrategie van een fonds dat investeert in bedrijven die bezig zijn met productontwikkeling en initiële marketing, productie en verkoopactiviteiten.

Waarborg (Warranty)

Verklaring van verkoper inzake de voorwaarden van een voorgestelde transactie.

Waarderingsmethode (Valuation method)

Richtlijnen die de private equity-managers hanteren om portefeuillebedrijven binnen een portefeuille te waarderen.

Bijlage 9 Evaluatiematrix