

DE MARKT VOOR INFORMAL INVESTORS

Eindrapport

Uitgebracht in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken

Amersfoort, 25 februari 2003

VOORWOORD

Het Ministerie van Economische Zaken heeft in juni 2002 aan Bureau Bartels opdracht gegeven om een onderzoek uit te voeren naar de markt voor informal investors.

Aan het onderzoek is door een groot aantal personen een bijdrage geleverd. In de eerste plaats bedanken we mevrouw mr. C.M. Dekker-Molkenboer, mevrouw drs. M.M. Stol-Trip en de heer drs. R. Schouwink van het Ministerie van Economische Zaken voor de directe begeleiding van het onderzoek. We zijn ook veel dank verschuldigd aan diverse intermediaire partijen die bereid zijn gebleken om hun achterban (investeerders en bedrijven) te benaderen om medewerking aan het onderzoek te verlenen. Verder zijn we de verschillende respondenten van het onderzoek, zoals informal investors, bedrijven en andere betrokkenen dank verschuldigd voor de bereidheid om ons te woord te staan.

Het onderzoek is uitgevoerd onder toezicht van een begeleidingscommissie die als volgt was samengesteld: de heer drs. W.A.K. Laurens (Ministerie van Economische Zaken), mevrouw mr. C.M. Dekker-Molkenboer (Ministerie van Economische Zaken), mevrouw drs. M.M. Stol-Trip (Ministerie van Economische Zaken), drs. J. Blaak (Partinvest) en drs. M.A. de Haan. We danken de leden van de commissie voor hun deskundige advies en begeleiding bij het uitvoeren van het onderzoek.

We hopen dat het rapport een goed inzicht geeft in de markt voor informal investors en de knelpunten die zich hierop voordoen en daarmee een bijdrage levert aan het optimaliseren van deze markt.

Bureau Bartels B.V.
Amersfoort

INHOUD

VOORWOORD

INHOUD

SAMENVATTING

i

1.	INLEIDING	1
1.1	Inleiding	1
1.2	Probleemstelling en onderzoeksvragen	1
1.3	Onderzoeksaanpak en respons	3
1.4	Kenmerken van de respondenten	4
1.5	Opbouw van het rapport	5
2.	ALGEMENE KENMERKEN MARKT INFORMAL INVESTORS IN NEDERLAND	7
2.1	Inleiding	7
2.2	De markt voor informal investors in breder perspectief	7
2.3	Actoren op de informal investors markt	8
2.4	Matchen van informal investors en bedrijven	11
2.5	Fiscale aspecten	13
2.6	Kwantitatieve trends en ontwikkelingen	14
2.7	Resultaten van de nulmeting	17
3.	INFORMAL INVESTORS IN ENKELE ANDERE EUROPESE LANDEN	19
3.1	Inleiding	19
3.2	België	19
3.3	Duitsland	26
3.4	Verenigd Koninkrijk	30
3.5	Resumé	35
4.	KENMERKEN VAN INFORMAL INVESTORS	39
4.1	Inleiding	39
4.2	Beschikbaar en daadwerkelijk geïnvesteerd kapitaal	39
4.3	Typering van de participaties naar wijze en omvang	41
4.4	Typering directe participaties naar financieringsstructuur en bedrijfsfase	43
4.5	Typering van de informal investors	46
5.	HET ZOEKPROCES	49
5.1	Inleiding	49
5.2	De financieringsvraag van bedrijven	49
5.3	Gebruikte zoekkanalen door bedrijven en informal investor	52
5.4	Aansluiting bij intermediaire organisaties en initiatieven	55
5.5	Ervaren knelpunten tijdens het zoekproces	57
6.	HET MATCHINGSPROCES	61
6.1	Inleiding	61
6.2	Wensen en eisen van de informal investors	61
6.3	Beoordeling van aanvragen door informal investors	64
6.4	Knelpunten in de contractfase	66
6.5	De bedrijven zonder (een) informal investor(s)	67
7.	ADVISERING, COACHING EN BEGELEIDING	69
7.1	Inleiding	69
7.2	Rol en tijdsinzet van de informal investor	69
7.3	Managementaspecten	71
7.4	Effecten van managementondersteuning voor bedrijven	73
8.	BETEKENIS VAN DE FINANCIËLE PARTICIPATIE	77

8.1	Inleiding	77
8.2	Relevantie van financiële participatie van informals voor bedrijven	77
8.3	Financiële participatie vanuit het perspectief van informal investors	80
9.	TOEKOMSTVERWACHTINGEN	83
9.1	Inleiding	83
9.2	Algemene verwachtingen van de daadwerkelijke investeerders	83
9.3	Algemene verwachtingen van de niet-investeerders	85
10.	ONDERSTEUNING EN STIMULERING VAN INFORMAL INVESTORS	87
10.1	Inleiding	87
10.2	Fiscale ondersteuning via de Durfkapitaalregeling	87
10.3	Organisatorische ondersteuningsvormen	91
10.4	Belangrijkste knelpunten en oplossingsrichtingen	94
11.	CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN	99
11.1	Inleiding	99
11.2	Conclusies	99
11.3	Aanbevelingen	103
BIJLAGE I	GERAADPLEEGDE SLEUTELPERSONEN	113
BIJLAGE II	DEFINITIES	115
BIJLAGE III	TABELLEN	117

SAMENVATTING van het rapport DE MARKT VOOR INFORMAL INVESTORS

Aanleiding

Startende ondernemers vormen een constante bron van vernieuwing, dynamiek en werkgelegenheid. Vanuit de (rijks)overheid is er ook in toenemende mate belangstelling voor het **stimuleren van zelfstandig ondernemerschap**. In het bijzonder is er daarbij aandacht voor innovatieve starters. Een belangrijk knelpunt voor deze groep is vaak het **verkrijgen van financiering**. Traditionele financiers zoals banken en participatiemaatschappijen zijn in het algemeen terughoudend als het gaat om het verstrekken van (start)kapitaal aan jonge (innovatieve) bedrijven. Particuliere investeerders – in het vervolg aangeduid als **informal investors** – kunnen een belangrijke impuls geven aan het stimuleren van (innovatief) ondernemerschap. Hun toegevoegde waarde bestaat enerzijds uit het verstrekken van **risicodragend kapitaal** en anderzijds het **coachen en begeleiden van de ondernemer**.

Vanuit deze context wil het Ministerie van Economische Zaken de **markt voor informal investors** zoveel mogelijk **stimuleren en optimaliseren**. Hiervoor wil het ministerie inzicht in de ontwikkelingen die zich op de markt van informal investors voordoen. Daarbij gaat het met name om de vraag of en, zo ja, welke knelpunten informal investors ondervinden bij het investeren in bedrijven en welke mogelijke oplossingsrichtingen hiervoor (mede) vanuit het Ministerie van Economische Zaken aangereikt kunnen worden. Aan Bureau Bartels is gevraagd om dit onderzoek uit te voeren.

Probleemstelling en aanpak

De probleemstelling van het onderzoek is als volgt geformuleerd:

Wat zijn belangrijke drempels die zich bij informal investors voordoen om te investeren in bedrijven en welke stappen zou de overheid kunnen ondernemen om deze drempels te helpen reduceren?

Voor de beantwoording van de probleemstelling hebben we een aantal **onderling samenhangende onderzoeksactiviteiten** uitgevoerd. We zijn het onderzoek aangevangen met een analyse van actuele schriftelijke en digitale bronnen. Vervolgens hebben we persoonlijke gesprekken gevoerd met enkele sleutelpersonen. Dit betrof personen met een meer algemeen en breed inzicht in de materie en/of personen die in beleidsmatige zin relevante informatie konden verschaffen. Een specifiek onderdeel van het onderzoek vormde de scan van relevante ontwikkelingen in het buitenland. We hebben ons hierbij gericht op België, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Vervolgens hebben we informal investors en bedrijven geraadpleegd.

Via intermediaire (matchings)partijen hebben we een schriftelijke vragenlijst onder informal investors uitgezet. In totaal hebben 125 informal investors deze vragenlijst ingevuld. Met 36 respondenten hebben we vervolgens nog een verdiepend telefonisch interview afgenomen. In het onderzoek hebben we een tweetal belangrijke segmentatiecriteria toegepast. In de eerste plaats hebben we een onderscheid gemaakt tussen de personen die al geïnvesteerd hebben en personen die dit nog niet hebben gedaan. Deze laatste groep duiden we aan als virgin angels. Ten tweede hebben we een onderscheid gemaakt in personen die zelf als informal investor investeren en personen die in (beleggings)fondsen investeren die hiermee vervolgens weer (startende) niet-beursgenoteerde bedrijven financieren.

Naast de investeerders hebben we in totaal 48 (startende) bedrijven geraadpleegd. Het gaat hierbij om (startende) bedrijven die (mede) door informal investors zijn gefinancierd of die nog naar informal investors op zoek zijn.

Kenmerken van informal investors

Van de door ons geraadpleegde informal investors blijkt circa de helft meer dan 500.000 euro beschikbaar te hebben voor investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven en de helft minder. De respondenten die op dit moment nog niet daadwerkelijk geïnvesteerd hebben, de zogenaamde virgin angels, hebben in vergelijking met de informal investors minder middelen beschikbaar. Van de virgin angels heeft iets meer dan de helft maximaal 250.000 euro beschikbaar. Van de informal investors heeft een meerderheid maximaal de helft van het potentiële vermogen voor investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven daadwerkelijk ingezet. Het blijkt dat een aanzienlijk deel van de informal investors een buffer aanhoudt. De belangrijkste redenen voor het 'achter de hand houden' van beschikbare middelen zijn het gebrek aan interessante mogelijkheden en de 'pas op plaats' die een deel van de informal investors momenteel als gevolg van de economische malaise maakt. Deze redenen blijken overigens ook de redenen voor de virgin angels te zijn om (nog) niet te investeren. Daarnaast geeft een aanzienlijk deel van de virgin angels aan dat ze vaak weinig zicht hebben op interessante bedrijven en dat ze de investeringsrisico's als te groot ervaren.

Investeerdere kunnen op verschillende wijzen risicodragend investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven. Een belangrijk onderscheid is wat dit aangaat de rechtstreekse directe investering, en de indirecte investering via een (beleggings)fonds. Uit dit onderscheid vloeit een tweedeling van investeerders voort, namelijk die in informal investor en investeerder via een (beleggings)fonds. Bij de eerste variant kan nog weer een nader onderscheid worden gemaakt in investeringen direct als privé-persoon of via één of meerdere BV's die in zijn (of haar) bezit zijn.

Uit het onderzoek blijkt dat informal investors meer op een directe wijze (rechtstreeks) dan op een indirecte wijze (zoals via (beleggings)fondsen) in niet-beursgenoteerde bedrijven investeren. Binnen de directe wijze valt het grote aandeel op van investeringen via een (persoonlijke) BV. Meer dan driekwart van de indirecte investeerders opereren ook als informal investors. Van de respondenten die direct investeren verwacht een meerderheid in de toekomst meer op deze wijze te gaan investeren. Voor de indirecte investeringen worden gemiddeld genomen minder veranderingen verwacht. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat in economisch en financieel wat meer onzekere tijden investeerders het liefst 'dicht op de huid' van hun investeringen zitten.

Van de geraadpleegde informal investors doet een meerderheid, eventueel naast meer omvangrijke investeringen, (ook) kleinere investeringen (tot 50.000 euro). Als het te investeren bedrag groter wordt haken steeds meer informals af. We zien bij 200.000 euro een soort breuk optreden. Boven deze grens investeert nog maar één op de vijf respondenten.

Bezien we enkele andere kenmerken van de informal investors dan blijkt wat het type investering betreft een aandelenkapitaal de voorkeur te genieten. In 80 procent van de gevallen betreft dit een minderheidsbelang. Verder blijken vrijwel alle geraadpleegde respondenten één of meer participaties te hebben in startende (en vrijwel altijd ook innovatieve) bedrijven. De directe investeringen van de geraadpleegde informal investors blijken zich veelal rond de startfase te concentreren. Dit zijn juist ook de fases waarin andere investeerders de laatste jaren geneigd zijn om minder in te investeren.

Informal investors kunnen solitair investeren of gezamenlijk met andere informal investors optrekken in de vorm van bijvoorbeeld een syndicaat. Zo'n samenwerkingsverband heeft dan een informele status en is dus duidelijk geen (beleggings)fonds. Van de respondenten gaf ruim de helft aan minstens één of meerdere directe zelfstandige participaties te hebben. Meer dan 80 procent van de respondenten had participaties waarbij gezamenlijk met andere informal investors geïnvesteerd is. Belangrijkste voordelen van gezamenlijk investeren zijn dat de mogelijkheden voor het vinden van geschikte bedrijven vergroot worden, de inhoudelijke inbreng versterkt kan worden (doordat de kennis en kunde van meerdere informals ingebracht kan worden) en dat de risico's aldus beter – over meer informal investors – gespreid kunnen worden.

Voor de informal investors blijkt het rendement het belangrijkste motief te zijn om als informal investor op te treden. Dit is dus een financieel argument. Op de tweede en derde plaats komen aspecten die meer gericht zijn op de inhoudelijke aspecten van een participatie door een informal investor, zoals het bieden van (management)ondersteuning en de persoonlijke relatie met de ondernemer.

Financieringsvraag van bedrijven

In het onderzoek zijn bedrijven geraadpleegd die (mede) door informal investors zijn gefinancierd of die nog naar informal investors op zoek zijn. Deze bedrijven kenmerken zich doordat verreweg het grootste deel behoefte had aan financiering in de vroege fase van de onderneming, namelijk in de fase vóór (pré-start), rondom en net na de feitelijke start. Ruim de helft van de geraadpleegde bedrijven (53%) gaf aan dat het (zeer) veel moeite heeft gekost om financiering te vinden. De meest benaderde financieringsbronnen bleken informal investors, banken en participatiemaatschappijen te zijn. Als we inzoomen op de bronnen die ook bereid waren om te financieren blijken de informal investors de meest gebruikte bron te zijn. Bank en participatiemaatschappijen bleken veel minder bereid te zijn om deze bedrijven te financieren. Er zijn twee hoofdredenen te benoemen die voor de geraadpleegde bedrijven het belangrijkst zijn om via informal investors hun financieringsvraag in te vullen. Ten eerste heeft dit te maken met het 'financieringsgat' dat andere partijen (blijkbaar) in de markt laten liggen. Bijna de helft van de geraadpleegde ondernemers heeft zich 'noodgedwongen' tot informal investors moeten wenden omdat de interesse bij andere partijen ontbrak. Ten tweede zien de geraadpleegde bedrijven inhoudelijke inbreng – advies, begeleiding en de inbreng van contacten/netwerken – die er van informal investors uitgaat als waardevol

Zoekproces

Door de geraadpleegde bedrijven wordt het meest via het eigen netwerk (vrienden, familie, zakenrelaties) naar informal investors gezocht. Bedrijven zoeken daarnaast vooral zelf of via gespecialiseerde matchingsorganisaties en intermediaire partijen, zoals Kamers van Koophandel, Syntens en regionale ontwikkelingsmaatschappijen. Ook voor informal investors is het eigen netwerk de belangrijkste manier om te zoeken. Voor investeerders zijn intermediaire partijen en matchingsorganisaties minder van belang dan voor bedrijven. Een merendeel van de investeerders krijgt maar in beperkte mate geschikte bedrijven aangeleverd via partijen die actief voor hun zoeken.

Ondanks dat voor de respondenten de informal investors de belangrijkste financieringsbron zijn, ondervindt een ruime meerderheid knelpunten in het zoekproces. De problemen hangen vooral samen met de onbekendheid met (de mogelijkheden van) informal investors, het aanleveren van de gewenste gegevens (ondernemingsplannen), de tijdsduur die met het gehele traject is gemoeid en de 'hoeveelheid' informals waarmee overlegd moet worden alvorens succes wordt behaald. Ook de informal investors ondervinden vaak knelpunten in het zoekproces naar mogelijk interessante bedrijven. Zij hebben vooral problemen met de kwaliteit van de ondernemer of businessplannen en de participatievoorstellen die niet passen bij wat men zoekt. Veel participaties ketsen dan ook af vanwege aspecten die met de ondernemer te maken hebben (of met zijn of haar plan) maar ook vanwege zaken die betrekking hebben op de markt. Daarbij kan het dan zowel gaan om de kennis van de markt zelf bij de ondernemer als om de (beperkte) commerciële vaardigheden die – in de optiek van de informal investors – bij de ondernemer aanwezig zijn om de marktkansen adequaat te benutten.

Matchingsproces

Informal investors hechten, zoals al eerder vermeld, veel belang aan het behalen van rendement op lange termijn. Het blijkt dat deze rendementseisen in hoofdzaak tussen de 10 en 30 procent liggen. Om deze rendementseisen te realiseren heeft meer dan de helft van de geraadpleegde informal investors een voorkeur voor investeringen in jonge bedrijven met een exponentiële groei. De fasen net na of rondom de start, bestaande bedrijven en doorstartende bedrijven blijken elk bij ongeveer eenderde deel van de respondenten op een voorkeur te kunnen rekenen. De fasen waarin de respondenten daadwerkelijk investeren blijken gemiddeld wat meer de eerste levensfasen van bedrijven te zijn in vergelijking met de wensen.

De informal investors hebben in de afgelopen jaren vrij sterk in innovatieve starters geïnvesteerd. Dat heeft vooral te maken met de rendementsmogelijkheden van dit type bedrijven en met de 'uitdaging' die uitgaat van het ontwikkelen van nieuwe producten en diensten. De informal investors blijken positiever te staan ten opzichte van investeringen in innovatieve starter dan de virgin angels. Hoge risico's zijn de belangrijkste drempels die virgin angels ervaren om in innovatieve starters te participeren. Overigens verwacht ongeveer een kwart van de virgin angels in de toekomst vrijwel zeker te gaan investeren. Ongeveer de helft twijfelt hier nog in meer of mindere mate over. Eén op de vijf angels verwacht de komende drie jaar (nog) niet te investeren. De voorkeur van virgin angels gaat uit naar directe investeringen en niet naar indirecte investeringen via (beleggings)fondsen.

Uit de voorkeur van de informal investors ten opzichte van de fysieke afstand met het bedrijf waarin wordt geïnvesteerd ontstaat een diffuus beeld. Ongeveer de helft heeft een voorkeur voor investeringen in de nabijheid (binnen 50 kilometer) en de helft niet. De geraadpleegde bedrijven hechten relatief minder aan de fysieke afstand met de investeerder. De verklaring hiervoor is dat het voor de bedrijven vooral van belang is om überhaupt financiering te vinden.

Bij het beoordelen van de financieringsaanvraag hechten de informal investors vooral belang aan de commerciële vaardigheden van de ondernemer, de persoonlijkheid van de ondernemer, de kennis van de markt van de ondernemer en het verwachte rendement op lange termijn. Als het komt tot een vervolcontact geeft slechts een vijfde deel van de informal investors aan dat zich knelpunten voordoen in de contractfase. Ondernemers ervaren in veel sterkere mate knelpunten in deze fase. Knelpunten van bedrijven zijn vooral te verklaren vanuit een gebrek aan ervaring met dergelijke contracten.

De bedrijven die geen informal investor(s) hebben gevonden blijken harde consequenties te hebben ondervonden van het uitblijven van dergelijke financiering. Daarbij gaat het bijvoorbeeld om het niet van de grond komen van het bedrijf, het pas later of het in afgeslankte vorm kunnen starten, enzovoort. Hieruit komt naar voren dat de financieringsbehoefte om de plannen te kunnen uitvoeren blijkbaar moeilijk via andere bronnen kan worden ingevuld.

Advisering, coaching en begeleiding

De geraadpleegde informal investors zijn in de praktijk vaak bij meerdere bedrijven als coach of begeleider betrokken. Meestal vervult de informal investor een rol als coach of klankbord van de ondernemer en in iets mindere mate via de inbreng van zijn (contacten)netwerk. Ongeveer een vijfde deel van de respondenten blijkt bereid te zijn om (meer) tijd aan coaching en begeleiding te besteden als er bepaalde randvoorwaarden zouden worden ingevuld. De belangrijkste trigger is het verkrijgen van een vergoeding voor de begeleiding en advisering.

Aan starters zijn de informal relatief iets meer tijd kwijt dan aan de begeleiding en coaching van bestaande bedrijven. Dat uit zich ook op de managementgebieden waarop ondersteuning wordt geboden. Starters worden door informal investors op meer gebieden ondersteund dan bestaande bedrijven. Prominent zijn een sterke ondersteuning op de aspecten netwerken/samenwerken en verkoop/marketing. Vooral voor starters zijn dit cruciale zaken voor het vergroten van de slaagkans.

Effecten van de participatie

Meer dan tachtig procent van de respondenten kent een redelijk tot zeer groot belang toe aan de inhoudelijke inbreng (en ook van het contactennetwerk) van de informal investor. Meer dan de helft van de bedrijven ervaart een positieve invloed op het (economisch) functioneren van de betreffende bedrijven in de vorm van een impuls op de omzet- en werkgelegenheidsontwikkeling. Kritische succesfactoren van informal investors – vanuit het perspectief van bedrijven – zijn vooral het kunnen beschikken over een omvangrijk contactennetwerk, kennis van de branche, een goed persoonlijk contact en voldoende financiële middelen.

Voor meer dan drievierde deel van de bedrijven is de financiële inbreng van de informal investors van (zeer) groot belang geweest. Bij het ontbreken van deze financiering geeft een aanzienlijk deel aan dat het bedrijf nu niet meer zou bestaan of dat het bedrijf waarschijnlijk pas later van de grond zou zijn gekomen. Als positief effect geeft ruim de helft van de bedrijven aan dat de financiële deelname van de informal investor ook andere investeerder over de streep heeft getrokken.

Van de geraadpleegde informal investors kon een groot deel nog geen inschatting maken van het rendement van de investering, omdat het hiervoor nog te vroeg was. Bij de informal investors die deze inschatting wel konden maken overheersen de positieve oordelen.

Fiscale ondersteuning via de Durfkapitaalregeling

De Durfkapitaalregeling blijkt door de geraadpleegde informal investors nauwelijks te worden gebruikt. Dit geldt zowel voor de directe als de indirecte variant, via zogenaamde Agaath fondsen. De regeling wordt vooral beschouwd als interessant voor de categorie 'vrienden en bekenden' van de starter, maar over het algemeen niet voor informal investors. Een belangrijk knelpunt is dat investeringen via een BV niet voor de regeling in aanmerking komen. Veel informals blijken juist op deze wijze te investeren. Bovendien blijken de inspanningen die moeten worden verricht om voor de regeling in aanmerking te komen (zoals administratieve handelingen, extra inzet van externe adviseurs) niet op te wegen tegen de financiële voordelen die met de regeling kunnen worden gerealiseerd.

Het verbeteren van het fiscale klimaat wordt zowel door de informal investors als de virgin angels – maar ook de bedrijven zelf – veruit als belangrijkste middel voor de overheid gezien om de markt voor informal investors te stimuleren. Dit middel wordt gezien als oplossingsrichting voor een belangrijk knelpunt van informal investors (en virgin angels) voor het participeren, namelijk de grote risico's die samenhangen met dit type investeringen. Naast fiscale verbeteringen worden ook andere financiële oplossingen voorgesteld zoals het opzetten van een garantiefonds en cofinanciering door de overheid. Door bedrijven wordt daarnaast naar voren gebracht dat de overheid (een) platform(s) zou kunnen stimuleren en uitbouwen van bedrijven en informal investors.

Organisatorische ondersteuningsvormen

Een aanzienlijk deel van de respondenten staat positief tegenover een eventuele brancheorganisatie of 'koepelorganisatie' voor informal investors. Uit de analyses komt dan een drietal mogelijke vormen van 'meerwaarde' van een dergelijke organisatie naar voren. In de eerste plaats zou een 'brancheorganisatie' het netwerken en de kennisoverdracht tussen informal investors onderling en met andere partijen (cofinanciers) kunnen stimuleren. In de tweede plaats kan een dergelijke organisatie invulling geven aan een lobbyfunctie richting de overheid maar daarbij tegelijkertijd ook als een soort 'sparring partner' van diezelfde overheid fungeren. Juist in een relatief 'ondoorzichtige markt' als die van de informal investors kan dit ook voor de overheid zelf van belang zijn. In de derde plaats kan de meerwaarde bestaan uit een adviesfunctie richting (individuele) leden.

Ontwikkelingen in andere Europese landen

De markt voor informal investors in Nederland hebben we vergeleken met die in drie andere Europese landen, te weten België, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Allereerst hebben we een vergelijking gemaakt op basis van de **kwantitatieve trends en ontwikkelingen**. Hieruit komt naar voren dat in Nederland privé-personen – waartoe ook informal investors behoren – momenteel fors minder middelen ter beschikking stellen voor risicodragende investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Ook in andere Europese landen is overigens een vergelijkbare trend gaande, maar in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk is sprake van een minder sterke daling dan in Nederland.

Het tweede aspect waarop we de landen onderling hebben vergeleken is het **fiscale klimaat voor informal investors**. Een dergelijke vergelijking blijkt een lastige exercitie te zijn. Dit wordt bijvoorbeeld veroorzaakt door het feit dat de exacte fiscale uitwerking van een groot aantal aspecten afhankelijk is. Voorbeelden daarvan zijn het percentage van

het aandelenkapitaal dat in een bedrijf aangehouden wordt en de duur van het aandelenbezit. Het materiaal zoals dat in het onderzoek naar voren is gebracht lijkt er echter niet op te duiden dat Nederland nu in positieve of negatieve zin 'uit de ban' zou springen. Op zich heeft Nederland niet echt veel initiatieven of voorzieningen die zich specifiek op het bevorderen van investeringen van informal investors richten, maar dat geldt ook voor landen als België en Duitsland. Alleen in het Verenigd Koninkrijk lijken in dit opzicht wat meer prikkels 'uitgedeeld te worden'.

Het derde onderdeel van de internationale vergelijking betref de **netwerkvorming of samenwerking** tussen (platforms van) informal investors en bedrijven. Hieruit komt het beeld naar voren dat andere Europese landen zich wat dit onderwerp betreft wat verder hebben ontwikkeld dan in Nederland. Zo hebben in België, Duitsland en zeker het Verenigd Koninkrijk verschillende Business Angel Netwerken (BAN's) zich in de afgelopen jaren verenigd in een meer overkoepelende organisatie. Daarbij vindt – bijvoorbeeld via de afzonderlijke internetsites – ook onderlinge doorverwijzing plaats. Sowieso is binnen Europa de ontwikkeling van het aantal en typen BAN's in het Verenigd Koninkrijk het meest uitgekristalliseerd. Dat heeft ook te maken met het feit dat daar – samen met de Verenigde Staten – al een relatief lange historie bestaat met de markt van informal investors.

Algemene conclusies

Uit het onderzoek blijkt dat in Nederland informal investors op de markt van risicodragend vermogen voor niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven (nog altijd) een belangrijke rol spelen. Vooral rondom de startfase, dat wil zeggen de pré-startfase, de feitelijke start en direct na de start, spelen informals een **belangrijke complementaire rol** ten opzichte van andere financiers zoals banken, participatiemaatschappijen en venture capital fondsen. Informal investors zijn vaak een financieringsbron waar andere financiers niet bereid zijn om te financieren. Beleidsmatig is verder relevant dat informal investors in veel gevallen ook in (innovatieve) starters investeren. Juist voor dit type bedrijven is de laatste jaren de trend zichtbaar dat andere financieringsbronnen veel minder bereid zijn om hier geld in steken.

Naast de financiële meerwaarde blijkt uit het onderzoek dat informal investors ook een belangrijke **inhoudelijke meerwaarde** voor bedrijven genereren. We hebben het dan met name over zaken als advies, begeleiding en de inbreng van contacten of netwerken. Deze zaken blijken voor de bedrijven ook in economische zin een duidelijke toegevoegde waarde te hebben.

Uit het onderzoek blijkt dat de markt voor informal investors nog **niet optimaal** functioneert. Dit wordt ondermeer duidelijk uit het feit dat er personen zijn die wel als informal investor willen optreden maar daar nog niet in geslaagd zijn (de zogenaamde virgin angels). Ook zien we dat zowel de daadwerkelijke informal investors (die al wel geïnvesteed hebben) als de bedrijven knelpunten ervaren bij (het realiseren van) investeringen door informal investors in bedrijven. Deels zijn deze problemen **conjunctureel** van aard door de economische situatie op dit moment. Investeerders nemen hierdoor een terughoudende positie in. Naar de toekomst toe zijn de verwachtingen echter vrij positief. Deels zijn de problemen ook **structureel** van aard, zoals in deze samenvatting naar voren is gebracht.

Aanbevelingen

Op grond van de voorgaande uitkomsten doen we een aantal aanbevelingen. We hebben de aanbevelingen geclusterd rond een viertal **hoofdthema's** die specifieke aandacht verdienen:

- a. Het functioneren van netwerken.
- b. De wenselijkheid van een branchevereniging.
- c. De stimulering van de investeringen van informal investors.
- d. De informatievoorziening en communicatie.

In het navolgende presenteren we per thema één of meerdere aanbevelingen. Per thema staan de ons inziens meest prioritaire aanbeveling(en) vooraan.

Het functioneren van netwerken

1. Faciliteer regionale netwerken en stimuleer tegelijkertijd de koppeling van de profielen van bedrijven en informal investors van de verschillende netwerken.
2. Benut intermediaire organisaties meer bij het zoekproces van informal investors en bedrijven door deze organisaties een doorverwijsfunctie te laten vervullen.
3. Probeer tot een sterkere vervlechting tussen enerzijds informal investors en anderzijds andere typen financiers zoals banken, participatiemaatschappijen en venture capital fondsen te komen.

De wenselijkheid van een branchevereniging

4. Ondersteun initiatieven die er op gericht zijn om tot een koepel- of brancheorganisatie voor informal investors te komen.

De stimulering van de investeringen van informal investors

5. Overweeg om investeringen van informal investors (fiscaal) te stimuleren, bijvoorbeeld door aanpassingen in de Durfkapitaalregeling door te voeren.
6. Schenk extra aandacht aan het stimuleren van investeringen van informal investors in die fasen – pré-start, startfase en direct na de start – waarin zij in financiële zin een grote complementaire rol hebben ten opzichte van andere investeerders.
7. Benut intermediaire organisaties voor het informeren van (toekomstige) virgin angels over de markt voor informal investors en ondersteun initiatieven die virgin angels aanzetten om daadwerkelijk te investeren.
8. Bevorder de benutting van informal investors voor het financieren van spin-offs van kennisinstellingen.
9. Overweeg de inzet van aanvullende financiële en/of fiscale instrumenten om risicodragende investeringen van informal investors te stimuleren.

Informatievoorziening en voorlichting

10. Besteed continu aandacht aan het verstrekken van algemene up-to-date informatie over de markt voor informal investors (zoals partijen die op deze markt actief zijn) aan bedrijven en informal investors.
11. Bevorder de wederzijdse verspreiding van kennis over de ervaringen en knelpunten waarmee zowel informal investors als bedrijven te maken hebben.

Bezien we het belang of de betekenis van de onderscheiden thema's en de bijbehorende aanbevelingen onderling dan kunnen we hierover het volgende concluderen. Uit de (bottom-up) analyses en behoeften van de Nederlandse informal investors markt komt een tweetal belangrijke punten naar voren. In de eerste plaats gaat het dan om de **versterking van de netwerkvorming** (zie met name aanbevelingen 1, 2 en 4). Als we dit punt in internationaal perspectief plaatsen dan duiden de resultaten er op dat Nederland wat dit aangaat inderdaad (wat) 'achterblijft' bij ontwikkelingen in de ons omringende landen. Ook dit geeft dus voeding aan de wens om juist deze typen aanbevelingen met prioriteit aan te pakken.

Een tweede belangrijke rode draad zijn de **behoeften** die er bij informal investor(s) bestaan aan **extra fiscale of andere typen financiële prikkels** (zie aanbevelingen 5 en 9). Als we dit in internationaal perspectief plaatsen dan duiden de gegevens er niet op dat Nederland het op dit punt nu relatief veel slechter zou doen dan de ons omringende landen. Bovendien speelt hierbij mee dat voor een echt effectieve aanpak vrij rigoureuze aanpassingen zullen moeten worden doorgevoerd in bijvoorbeeld een instrument als de Durfkapitaalregeling. Dit gelet op het huidige marginale gebruik van deze regeling door de informal investors en (daarmee samenhangend) de bedragen die geïnvesteerd worden door deze personen. Daarbij dient dan tegelijkertijd bedacht te worden dat de huidige Durfkapitaalregeling momenteel al door de EU 'onder de loep' wordt genomen. Dit om na te gaan of er in de optiek van de EU sprake is van (ongeoorloofde) steun. Dit maakt dat het zeer waarschijnlijk – zeker op kortere termijn – niet haalbaar zal zijn om in deze regeling drastische wijzigingen door te voeren.

1. INLEIDING

1.1 Inleiding

Startende ondernemers vormen een constante bron van vernieuwing, dynamiek en werkgelegenheid. Vanuit de (rijks)overheid is er ook in toenemende mate belangstelling voor het **stimuleren van zelfstandig ondernemerschap**. In het bijzonder is er daarbij aandacht voor **innovatieve starters**. Met name voor deze groep vormt het **verkrijgen van financiering** vaak een **belangrijk knelpunt**. Dit vanwege het relatief hoge risico-profiel en het gebrek aan zekerheden dat deze doelgroep kan bieden. Traditionele financiers zoals banken en participatiemaatschappijen zijn daardoor in het algemeen terughoudend als het gaat om het verstrekken van (start)kapitaal aan jonge (innovatieve) bedrijven. Dat geldt dan vooral voor de seed- en de startfase.

Particuliere investeerders – in het vervolg aangeduid als **informal investors** – kunnen een belangrijke impuls geven aan het stimuleren van (innovatief) ondernemerschap. Enerzijds kunnen zij in een vroegtijdig stadium **risicodragend kapitaal** aan startende bedrijven ter beschikking stellen. Anderzijds beschikken zij vaak over **specifieke kennis** die zij aanpalend aan hun financiering in kunnen brengen. Juist de combinatie van financiering én begeleiding maakt informal investors een zeer belangrijke partij in de markt van ondernemingsfinanciering.

Vanuit deze context wil het Ministerie van Economische Zaken de **markt voor informal investors** zoveel mogelijk **stimuleren en optimaliseren**. Vanuit deze ambitie wil het ministerie zicht houden op ontwikkelingen die zich op de markt van informal investors voordoen. Daarbij gaat het met name om de vraag of en, zo ja, welke knelpunten informal investors ondervinden bij het investeren in bedrijven en welke mogelijke oplossingsrichtingen hiervoor (mede) vanuit het Ministerie van Economische Zaken aangereikt kunnen worden. In 1996 is in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken al een eerste analyse van de informal investor markt gemaakt (K+V 1996). Dit kan als een soort nulmeting worden beschouwd. Op verzoek van het Ministerie van Economische Zaken heeft Bureau Bartels in 2002 opnieuw de balans opgemaakt rondom de markt voor informal investors. Het onderzoek is uitgevoerd in de maanden juni tot en met december 2002. In deze rapportage presenteren we de uitkomsten van het onderzoek.

1.2 Probleemstelling en onderzoeksvragen

Het onderzoek is uitgevoerd aan de hand van de volgende **probleemstelling**:

Wat zijn belangrijke drempels die zich bij informal investors voordoen om te investeren in bedrijven en welke stappen zou de overheid kunnen ondernemen om deze drempels te helpen reduceren?

De probleemstelling hebben we vertaald in concrete onderzoeksvragen. Daarbij is de volgende **typologie van onderzoeksvragen gehanteerd**:

- a. Betekenis van en trends rondom informal investors.
- b. Behoeften en knelpunten van informal investors.
- c. Relevantie informal investors voor (startende) bedrijven.
- d. Leereffecten voor toekomstig beleid.

In het navolgende zullen we per categorie aangeven welke aandachtspunten in het onderzoek aan bod zijn gekomen. We beginnen met de aandachtspunten die betrekking hebben op de betekenis van – en de trends – die zich rondom informal investors voordoen.

a. Betekenis van en trends rondom informal investors

- Organisaties die actief zijn met het 'matchen' van informal investors en (startende) bedrijven
- Ontwikkelingen op de markt van informal investors in enkele omliggende landen
- Belangenbehartiging vanuit informal investors
- Samenwerking/afstemming informal investors onderling en met andere partijen (zoals participatiemaatschappijen, venture capital fondsen)
- Betekenis informal investors vanuit financieringsperspectief
- Toegevoegde waarde van advies en begeleiding vanuit informal investors
- Kenmerken van informal investors (leeftijd, aantal participaties, gemiddelde omvang participaties, inbreng kennis/netwerken)
- Doelgroepen van informal investors (start-ups, bestaande bedrijven)
- Veranderingen ten opzichte van vorige 'nulmeting'

b. Behoeften en knelpunten van informal investors

- Mate waarin informal investors participeren in netwerken
- Oorzaken en achtergronden voor non-participatie
- Behoeften aan uitbouw en versterking netwerkvorming informal investors
- Mogelijke rol en betekenis van brancheorganisatie voor informal investors
- Gebruik van – en ervaringen met – intermediaire matchingspartijen
- Kansen die informal investors zien voor additionele investeringen
- Belangrijke randvoorwaarden voor stimuleren investeringen van informal investors
- Mogelijkheden om 'aankomend' informal investors tot investeringen te bewegen
- Criteria voor participatie vanuit informal investors
- Belangstelling voor innovatieve starters vanuit informal investors
- Knelpunten van informal investors bij de werving/selectie van investeringsprojecten
- Knelpunten voor feitelijke participatie
- Beoordeling van bestaande initiatieven/regelingen voor stimuleren informal investor markt
- Behoeften aan nieuwe initiatieven: rol van de overheid

c. Relevantie informal investors voor (startende) bedrijven

- Redenen voor (startende) bedrijven om met informal investors in zee te gaan
- Voor- en nadelen van het betrekken van informal investors vanuit perspectief ondernemers
- Kansen voor vergroten meerwaarde van informal investors voor (startende) bedrijven
- Wijzen waarop (startende) bedrijven zoeken naar informal investors?
- Gebruik van – en ervaringen met – matchingspartijen door bedrijven
- Knelpunten van (startende) bedrijven om in contact te komen met informal investors
- Mogelijkheden die bedrijven zien om de toegankelijkheid van informal investors te vergroten
- Beoordeling bestaande initiatieven/regelingen om inzet van informal investors te bevorderen
- Behoeften aan nieuwe initiatieven

d. Leereffecten voor toekomstig beleid

- Wenselijke initiatieven om toegankelijkheid van informal investors te vergroten: rol overheid
- Kansrijke (beleids)initiatieven voor vergroten inzet virgin angels
- Mogelijkheden voor intensiveren betrokkenheid bestaande intermediaire organisaties
- Draagvlak voor opzet/uitbouw belangenbehartiging informal investors
- Behoeften aan (verdere) professionalisering Business Angels Netwerken
- Wenselijke aanpassingen in bestaande (fiscale) regelingen/voorzieningen

Na deze beschrijving van de probleemstelling en de daarmee samenhangende aandachtspunten verleggen we in de volgende paragraaf de aandacht naar de gevolgd aanpak van het onderzoek.

1.3 Onderzoeksaanpak en respons

Om de centrale doelstelling en de onderzoeksvragen te kunnen beantwoorden, is een aantal onderling samenhangende onderzoeksactiviteiten uitgevoerd.

Alvorens we hierop zullen ingaan is het relevant om te vermelden dat we bij het uitvoeren van het onderzoek hebben samengewerkt met de NeBIB (Nederlandse Beurs voor Investerings in Bedrijven en Ondernemingen BV). De NeBIB heeft bijvoorbeeld een rol gespeeld bij het benaderen van de te raadplegen informal investors en bedrijven en door het aanleveren van informatie over ontwikkelingen die zich in het buitenland voordoen. Wat dit laatste aangaat kon de NeBIB ook een beroep doen op de EBAN (European Business Angels Network). Dit is de overkoepelende organisatie van BAN's in Europa. De NeBIB is lid van de EBAN.

We zijn de evaluatie gestart met **deskresearch**. Zo hebben we onder andere relevante onderzoeken rondom informal investors, publicaties over financiering van MKB-ondernemingen, informatie over BAN's en andere relevante documenten bestudeerd. In de literatuurlijst is nader uitgewerkt welke bronnen zijn gehanteerd. De resultaten van de deskresearch vormde input voor de beantwoording van diverse onderzoeksvragen en is tevens gebruikt voor het samenstellen van de verschillende vragenlijsten.

Vervolgens hebben we persoonlijke **gesprekken** gevoerd met **sleutelpersonen**. Hierbij ging het dan om personen met een meer algemeen en breed inzicht in de materie en/of personen die in beleidsmatige zin relevante informatie kunnen verschaffen. We hebben gesprekken gevoerd met betrokkenen bij het Ministerie van Economische Zaken, vertegenwoordigers van BAN's, (participatie)fondsen en andere typen betrokkenen. Deze sleutelpersonen hebben ons in de eerste plaats informatie verschaft over recente ontwikkelingen op de markt voor informal investors, ervaren knelpunten en mogelijke oplossingsrichtingen. In de tweede plaats heeft een deel van deze sleutelpersonen – met name personen die zich bezighouden met het matchen van informal investors en bedrijven – ons geholpen bij het traceren van informal investors en bedrijven (zie ook verder in deze paragraaf). In totaal hebben we voor dit onderdeel van het onderzoek 24 personen geraadpleegd. Voor een overzicht van de geraadpleegde sleutelpersonen verwijzen we naar bijlage I.

Een specifiek onderdeel van het onderzoek vormde de **scan van relevante ontwikkelingen in het buitenland**. In overleg met de opdrachtgever en de NeBIB hebben we gekozen voor een drietal landen waarop we hebben ingezoomd. Dit zijn het Verenigd Koninkrijk, België en Duitsland. Voor dit deel van het onderzoek hebben we ons gebaseerd op de beschikbare publicaties van de NeBIB en contacten met betrokkenen in deze landen. Daarbij hebben we gebruik gemaakt van het netwerk van de NeBIB. Additionele informatie hebben we verzameld door het achterhalen en bestuderen van recente publicaties, zoals internationale benchmarkstudies.

Het **raadplegen** van de **informal investors** en de **ondernemingen** vormde de kern van het onderzoek. Alvorens hiermee gestart kon worden hebben we het veldwerk gedegen moeten voorbereiden. Een belangrijke – vooraf al bekende – factor was namelijk dat informal investors, maar ook bedrijven die hun financieringsbehoefte (deels) via informal investors hebben ingevuld, moeilijk te traceren zijn. Het is algemeen bekend dat informal investors over het algemeen erg zijn gesteld op hun privacy. Anderzijds hebben bedrijven weinig behoefte om inzicht te geven in hun financieringsstructuur. Zoals reeds eerder vermeld hebben we een aantal intermediaire partijen gevraagd om hun achterban te benaderen. Zo zijn via deze intermediaire partijen vragenlijsten richting informal investors uitgezet. Overigens merken we nog op dat we de verschillende vragenlijsten in nauwe samenspraak met de begeleidingscommissie hebben vervaardigd.

Het **raadplegen** van de **informal investors** heeft in een tweetal ronden plaatsgevonden. Allereerst zijn dus via intermediaire (matchings)partijen schriftelijke vragenlijsten richting informal investors uitgezet. Partijen die hieraan meegedaan hebben zijn: de NeBIB, het Triad Informal Investors Netwerk (TIIN), Antea, Money Meets Ideas, de ABN Amro bank

en de Participatieclub. In totaal zijn op deze wijze circa 800 vragenlijsten uitgezet. Het valt daarbij niet aan te geven hoeveel verschillende informal investors daarmee bereikt zijn. Dat heeft er mee te maken dat informal investors dikwijls bij meer dan één intermediaire (matchings)partij ingeschreven staan. Het is dus mogelijk dat één en dezelfde informal investor meerdere vragenlijsten heeft ontvangen. We hebben voor die situatie gevraagd om dan (uiteraard) één vragenlijst te retourneren.

In totaal hebben we 125 ingevulde vragenlijsten retour ontvangen. 42 respondenten gaven in deze vragenlijst desgevraagd aan dat zij bereid waren om ons in een aanvullend telefonisch interview te woord te staan. In een tweede ronde hebben we bij 36 personen een telefonisch interview afgenomen. Dergelijke interviews boden ons de mogelijkheid om een aantal zaken nader uit te diepen. Zes respondenten die aangaven wel mee te willen werken aan een telefonisch interview waren niet bereikbaar of niet in staat om ons te woord te staan tijdens de onderzoeksperiode.

In de vragenlijsten die we aan de informal investors hebben voorgelegd is een tweetal belangrijke segmentatiecriteria opgenomen. In de eerste plaats hebben we in de vragenlijst een onderscheid aangebracht in personen die feitelijk al als informal investor hebben geïnvesteerd en in personen die dat wel willen maar dat tot op heden nog niet hebben gedaan. Deze laatste groep respondenten wordt in deze rapportage ook wel aangeduid met de term **virgin angels**. In de tweede plaats hebben we in de vragenlijst een onderscheid gemaakt in personen die als informal investor optreden en in personen die **via (beleggings)fondsen** investeren. In bijlage III hebben we overigens een aantal definities opgenomen die we in ons onderzoek gehanteerd hebben.

De andere belangrijke doelgroep van het veldwerk betrof de **(startende) bedrijven**. Het ging hier dan om (startende) bedrijven die (mede) door informal investors zijn gefinancierd of die nog naar informal investors op zoek zijn. Deze bedrijven zijn door tussenkomst van de eerder genoemde intermediaire partijen achterhaald. Vervolgens zijn deze (startende) bedrijven telefonisch geïnterviewd. In totaal hebben we 48 (startende) bedrijven geraadpleegd.

De uitkomsten van de voorgaande stappen hebben we vervolgens **geanalyseerd** en de resultaten daarvan verwerkt in deze **rapportage**.

1.4 Kenmerken van de respondenten

In deze paragraaf presenteren we enkele algemene kenmerken van de respondenten die aan het onderzoek hebben meegewerkt. In de eerste plaats gaan we in op de geraadpleegde investeerders. In de tweede plaats komen de geraadpleegde bedrijven aan bod.

Van de geraadpleegde investeerders (N=125) hadden ten tijde van het onderzoek 24 personen nog geen middelen geïnvesteerd in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven. Deze groep respondenten duiden we in het navolgende ook wel aan met de term virgin angels. Van de (101) personen die al wel hadden geïnvesteerd, zijn we nagegaan of we te maken hadden met 'pure' informal investors of met investeerders die via een (beleggings)fonds investeren (zie definities in bijlage II). Van deze respondenten bleek 61% uitsluitend op te treden als informal investor, 35% investeerde zowel als informal investor als via een (beleggings)fonds en 4% investeerde uitsluitend via een (beleggings)fonds.

Van de geraadpleegde investeerders was 83% ooit eigenaar of mede-eigenaar (met een aanmerkelijk belang van meer dan 5%) geweest van een onderneming waarvan zij ook de leiding hadden. Onder de groep investeerders die al daadwerkelijk in niet-beursgenoteerde bedrijven had geïnvesteerd bedroeg dit 86%. Onder de virgin angels bedroeg dit 'ondernemerspercentage' 65%.

In de telefonische interviews met investeerders zijn we nagegaan tot welke leeftijds-categorie de respondenten behoorden (zie tabel I.1 in bijlage III). Hieruit blijkt dat het

merendeel (56%) van de telefonisch geraadpleegde investeerders (N=34) een leeftijd heeft van tussen de 50 en 60 jaar. Verder blijkt dat de investeerders (zie tabel I.2 in bijlage III) tijdens hun loopbaan vooral kennis en ervaring hebben opgedaan in de branches industrie (29%), handel (26%), ICT (24%) en de commerciële dienstverlening (29%). De managementgebieden waarop de investeerders ervaring hebben opgedaan (zie tabel I.3 in bijlage III) zijn vooral algemeen van aard (88%). Verder heeft een aanzienlijk deel specifiek ervaring met financiering (65%) en verkoop en marketing (50%).

Van de geraadpleegde ondernemers (N=48) is op dit moment nog 85% met hun bedrijf actief. De resterende bedrijven zijn inmiddels beëindigd. De branches waarin de bedrijven actief zijn (zie tabel I.4, bijlage III), betreffen met name de ICT-sector (35%) en de industrie (23%). De juridische vorm waarin de bedrijven opereren is in 81% van de gevallen een besloten vennootschap (zie tabel I.5, bijlage III). Het aantal werknemers (exclusief de ondernemer) van de bedrijven lag eind 2002 veelal tussen de twee en de vijf (46%). Ruim 10% van de ondernemers had (nog) geen personeel in dienst. Anderzijds had 8% van deze bedrijven 25 personen of meer in dienst. Gemiddeld genomen zijn bij de geraadpleegde bedrijven 11,6 werknemers actief. Tellen we één bedrijf met 200 werknemers niet mee, dan daalt het gemiddelde tot 7,6 werknemers. Een overzicht van de verdeling naar aantal werknemers is opgenomen in tabel I.6 (bijlage III).

Het aandeel bedrijven dat zich bezighoudt met de ontwikkeling en/of marktintroductie van vernieuwende producten en/of diensten die ook nieuw zijn voor Nederland bedraagt 85% (N=48). Ruim de helft van (54%) van de ondernemers gaf aan dat hun bedrijf ten tijde van het onderzoek niet ouder was dan vijf jaar, aan speur- en ontwikkelingswerk doet en dat de ondernemer zelf een hogere beroepsopleiding of een wetenschappelijke opleiding heeft gevolgd. Deze ondernemers kunnen als technostarter worden aangemerkt.

1.5 Opbouw van het rapport

We hebben dit rapport als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 2 presenteren we allereerst een aantal algemene kenmerken van de markt voor informal investors in Nederland. In hoofdstuk 3 schenken we aandacht aan de markt voor informal investors in enkele ons omringende landen. Vervolgens staan in hoofdstuk 4 de kenmerken van de informal investors centraal op basis van het door ons uitgevoerde onderzoek. Vervolgens zullen we in de hierop volgende hoofdstukken telkens een deel van het proces beschrijven dat zich voltrekt rond investeringen van informal investors.

In hoofdstuk 5 gaan we in op het zoekproces van bedrijven en investeerders. De daaropvolgende stap, namelijk het feitelijk matchen van bedrijven en informal investors via een participatieovereenkomst, komt in hoofdstuk 6 aan de orde. Vervolgens gaan we in hoofdstuk 7 in op de inhoudelijk input van informal investors door advisering, coaching en begeleiding. De betekenis van de financiële inbreng staat in hoofdstuk 8 centraal. De toekomstverwachtingen van de geraadpleegde informal investors behandelen we in hoofdstuk 9. Waarna we in hoofdstuk 10 de aandacht verleggen naar de fiscale en organisatorische ondersteuningsvormen voor (investerings door) informal investors. Tot slot presenteren we in hoofdstuk 11 de conclusies en aanbevelingen van het onderzoek.

2. ALGEMENE KENMERKEN MARKT INFORMAL INVESTORS IN NEDERLAND

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk presenteren we een aantal algemene kenmerken van de markt voor informal investors in Nederland. Deze beschrijving vormt in feite het startpunt voor het onderzoek. In paragraaf 2.2 plaatsen we de markt voor informal investors eerst in perspectief ten opzichte van andere financieringsbronnen. In paragraaf 2.3 geven we een aantal voorbeelden van verschillende typen actoren die een rol spelen op de markt voor informal investors. In paragraaf 2.4 gaan we specifiek in op partijen die zich richten op het matchen van informal investors en bedrijven. Vervolgens komt in paragraaf 2.5 beknopt de fiscale omgeving rondom risicodragende investeringen in Nederland aan bod. In paragraaf 2.6 presenteren we enkele relevante kwantitatieve trends en ontwikkelingen in Nederland op het gebied van risicodragend kapitaal. We sluiten dit hoofdstuk af met paragraaf 2.7 waarin we enkele resultaten opnemen van de studie die in 1996 in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken over de informal investors in Nederland is uitgevoerd.

2.2 De markt voor informal investors in breder perspectief

In deze paragraaf schetsen we het **brede kader** waarbinnen de markt voor informal investors moet worden gezien. We staan daarbij allereerst stil bij de **positionering van de informal investors** op de kapitaalmarkt voor (startende) ondernemers.

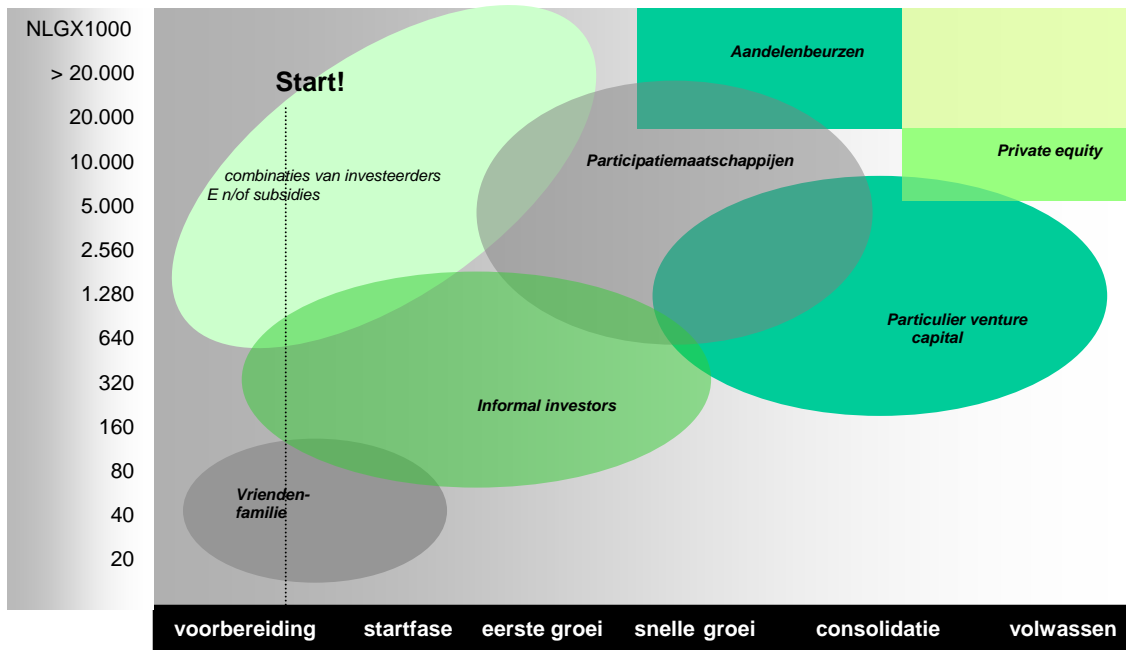
Bedrijven, en met name ook startende bedrijven, hebben vaak behoefte aan externe financiering. Daarbij kan een beroep worden gedaan op verschillende **typen financieringsbronnen** zoals subsidie-/kredietregelingen, externe financiers (zoals banken en participatiemaatschappijen) en private investeerders.

Op zich kent Nederland zowel op nationaal als regionaal niveau diverse subsidie-, krediet- en fiscale regelingen. Voorbeelden daarvan zijn de TOP-regeling, de WBSO en de PSB-regeling. In de praktijk blijkt het voor startende bedrijven vaak lastig om aan alle modaliteiten van dergelijke regelingen te voldoen. Dit beeld komt ook naar voren uit diverse evaluaties van dit type regelingen die we in de afgelopen jaren hebben uitgevoerd.

Ten tweede kunnen (startende) ondernemers ook een beroep doen op **externe financiers** zoals banken die met name voorzien in vreemd vermogen. Deze financiers blijken vaak – zeker in het geval van innoverende bedrijven – moeilijk in staat te zijn om in te schatten welke risico's de financiering van dergelijke bedrijven met zich meebrengt. Mede hierdoor – maar ook omdat het dikwijls om relatief kleinere bedragen gaat – zijn de integrale behandelingskosten van dit type aanvragen voor de externe financiers relatief hoog. Jonge (startende) bedrijven hebben dikwijls dan ook (grote) moeite om middelen van dergelijke externe financiers te verkrijgen (K+V 1996; EIM, 2000; NeBIB, 2001).

De derde categorie verstrekkers van kapitaal, waarvan jonge innoverende bedrijven met name afhankelijk zijn, bestaat uit **investeerders**. Investeerders voorzien ondernemingen van eigen vermogen (venture capital). De investeerders dragen daarmee ook het risico van het door hen verstrekte kapitaal. Op zich kunnen er daarbij weer verschillende **typen** investeerders worden onderscheiden. Dit betreft vrienden en familie, informal investors, participatiemaatschappijen, venture capitalists en beleggingsmaatschappijen. Deze verschillende typen investeerders verschillen van elkaar qua (gemiddelde) omvang van het investeringsbedrag, de levensfase van de onderneming waarin men participeert en het doel van de investering. In figuur 2.1 geven we een overzicht van de investeerders naar investeringsbedrag en de levensfase van de onderneming.

Figuur 2.1 Investeerders naar investeringsbedrag en levensfase van de onderneming



Bron: *Gids Startkapitaal editie 2001 (NeBIB, PartInvest)*

Uit de bovenstaande figuur blijkt dat informal investors met name financieren in de eerste levensfasen van de onderneming. Qua investeringsbedrag zijn zij te plaatsen na financieringen door vrienden en bekenden en (deels) voor die van andere financieringsbronnen voor risicodragend kapitaal.

Een belangrijke trend van de laatste jaren is dat banken, maar ook kapitaalverstrekkers zoals beleggingsmaatschappijen, venture capitalists en participatiemaatschappijen steeds meer risicomijdende financieringen en investeringen plegen (EVCA 2002). Deze trend maakt dat er in toenemende mate behoefte is aan extern risicodragend kapitaal (www.eban.org, 2002). Gezien het feit dat veel informal investors een voorkeur hebben voor het investeren in startende of innoverende ondernemingen, vormen zij in toenemende mate een belangrijke bron van risicodragend kapitaal voor deze doelgroep. Daarbij komt ook nog de input die zij kunnen leveren op het vlak van coaching en advies. Het is juist de interactie van kennis, advies, coaching en netwerken enerzijds en de inbreng van risicodragend kapitaal anderzijds die informal investors beleidsmatig zo'n interessante doelgroep maken.

2.3 Actoren op de informal investors markt

In het onderstaande zullen we een aantal voorbeelden geven van verschillende typen **actoren** die op de markt van informal investors opereren. Inzicht in deze actoren – en de activiteiten die zij ontplooiën – is ook van belang om een goed beeld te krijgen van de ontwikkelingen en knelpunten die zich op de informal investors markt voordoen.

Op de markt voor informal investors kunnen diverse actoren worden onderscheiden. In de eerste plaats betreft dit – vanuit de vraagkant gezien – de **(startende) ondernemers** die behoefte hebben aan kapitaal en, in het geval van starters, vaak ook aan begeleiding op het gebied van ondernemen. Deze ondernemers vormen als het ware de doelgroep van de informal investors.

Een tweede belangrijke actor wordt uiteraard gevormd door de **informal investors** zelf. Informal investors – ook wel aangeduid met de term business angels – staan aan de aanbodkant van de kapitaalmarkt. Vaak zijn ‘informals’ ex-ondernemers die hun verworven kapitaal willen gebruiken om een starter of innovierend bedrijf te ondersteunen. Veel van deze informals gaat het vooral om de ‘uitdaging’ zoals we later in deze rapportage nog zullen zien. Naast geld brengen informals ook ervaring, kennis en interessante netwerken in. Schattingen van het European Business Angels Network (EBAN) geven aan dat in Nederland circa 1,5 miljard euro beschikbaar is aan kapitaal bij de informal investors. Hiermee scoort Nederland binnen Europa vrij hoog.

Op de markt voor informal investors bestaan verder nog organisaties (of regelingen) die gericht zijn op onderdelen van deze markt en/of op het verbeteren van de interactie tussen vraag (ondernemers) en aanbod (informal investors). Hieronder zullen we daarvan enkele voorbeelden geven vanuit de Nederlandse situatie.

Allereerst kan hier de **Stichting PartInvest** worden genoemd. Deze stichting heeft als doelstelling ‘het bevorderen van het klimaat, waarin ondernemende en vermogende particulieren bereid zijn om op innovatie en technologie gerichte, startende of groeiende ondernemingen financieel te steunen’. Hiermee biedt PartInvest een **platform** voor **informal investors**. PartInvest geeft invulling aan deze doelstelling door diverse activiteiten te organiseren en te faciliteren zoals kennisoverdracht aan informals, voorlichting en public relations (zowel richting de informals als naar buiten toe), acties gericht op een verbetering van het fiscale klimaat voor informals, onderzoek en bevorderen van ondernemerschap door middel van activiteiten in het relevante onderwijs. Later in deze rapportage zullen we nog specifiek terugkomen op de Stichting PartInvest.

Vanuit de **overheid** zijn er in de afgelopen jaren ook verschillende relevante initiatieven ondernomen. Om privé-personen aan te zetten om risicodragend te investeren in starters is de zogenaamde Durfkapitaalregeling (voorheen Tante Agaath regeling) geïnitieerd. We komen daar in paragraaf 2.5 nog op terug. Daarnaast zijn er ook andere voorbeelden van initiatieven die (mede) vanuit de rijksoverheid – in dit geval het Ministerie van Economische Zaken – zijn geïnitieerd, zoals **Twining, BioPartner en Dreamstart**. Deze initiatieven zijn erop gericht om het aantal succesvolle kennisintensieve starters te bevorderen. Twining richt zich daarbij specifiek op de ICT-sector, BioPartner op biotechnologie/life sciences terwijl Dreamstart een meer generieke insteek kent. Vanuit deze initiatieven is er ook aandacht voor het in contact brengen van starters met potentiële investeerders zoals informal investors. Kenmerkend voor Twining is bijvoorbeeld dat starters een integraal aanbod van ondersteuning op het gebied van advies, financiering en huisvesting wordt geboden.

In het verlengde van de zojuist genoemde activiteiten zijn er in de afgelopen jaren ook in verschillende regio's – op voortouw van het Ministerie van Economische Zaken – diverse **regionale initiatieven** van de grond gekomen. Zo zijn de **regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)** bijvoorbeeld actief met (techno)startersfondsen. Voorbeelden hiervan zijn het Technostartersfonds Noordoost-Nederland (TNN), het Technostartersfonds Zuidoost-Nederland (Technostars) en het Technologie- en Industriefonds Amsterdam en Noord-Holland (TIFAN). De ROM's hebben daartoe een deel van hun vermogen gereserveerd in deze fondsen die specifiek bedoeld zijn om te participeren in hoog risicodragende (innovatieve) bedrijven. Bij de fondsen is in toenemende mate ook aandacht voor het in contact brengen van ondernemers met informal investors die met name bij de begeleiding van de ondernemer (ook voor de ROM's) een grote meerwaarde kunnen hebben. Vaak is dergelijke vakinhoudelijke kennis in onvoldoende mate aanwezig bij de ROM's zelf. De ROM's zijn dus vanuit hun eigen startersactiviteiten in toenemende mate actief betrokken bij de informal investors markt. Uit het gesprek met een vertegenwoordiger van het Innofonds in Twente bleek bijvoorbeeld dat dit fonds in toenemende mate samen met informal investors investeert in zogenaamde syndicaten. Dit biedt mogelijkheden om meer geld bij elkaar te brengen, risico's te spreiden en kennis te delen. Er is dan duidelijk sprake van een kruisbestuiving tussen het fonds en de informal investor(s).

Ook bij een organisatie als **Syntens** is er nadrukkelijk sprake van meer aandacht voor de doelstelling van startersstimulering (Bureau Bartels 2002). Daarbij worden de Syntens vestigingen bijvoorbeeld geconfronteerd met de knelpunten die starters (kunnen) ondervinden op het gebied van financiering, begeleiding en huisvesting. Daar waar het om financiering en begeleiding gaat, kan de bundeling van expertise tussen de regionale Syntens vestigingen en informal investors in belangrijke mate bijdragen aan het vinden van adequate oplossingen voor deze problemen. Om deze bundeling te kunnen realiseren, onderhouden (adviseurs van) Syntens vestigingen contacten met informal investors in hun regio. Vaak gaat het daarbij om (oud-)ondernemers uit de regio die al langere tijd contacten onderhouden met Syntens. Van deze ondernemers is bij Syntens bekend dat zij in voorkomende gevallen bereid zijn om als informal investor op te treden. In 2002 zijn overigens door Syntens, in de vorm van regionale '**Kapitaaldagen**', ook specifieke acties ondernomen om informal investors en bedrijven met elkaar in contact te brengen.

Naast de bovengenoemde initiatieven bestaan er in Nederland op verschillende plaatsen nog initiatieven die meer op zichzelf staan. Een voorbeeld hiervan speelt in de **regio Delft**. Voor de Delftse technostarter zijn – mede geïnitieerd vanuit de TU Delft – een aantal organisaties opgericht die de technostarter helpen bij de verschillende aspecten van het ondernemerschap. Het vinden van informal investors is daarbij nadrukkelijk één van de aspecten waarbij de technostarter ondersteuning wordt geboden.

Uit de gesprekken met de geraadpleegde sleutelpersonen kunnen we een aantal trends achterhalen rondom de rol van de verschillende actoren op de markt voor informal investors. Allereerst brengen diverse sleutelpersonen naar voren dat zij in de praktijk merken dat informal investors steeds meer geneigd zijn om samen met andere informal investors te investeren.

Een eerste voordeel van dergelijke **interne samenwerking** – vanuit het perspectief van informal investors – is dat op deze wijze risico's kunnen worden gedeeld. Dit voordeel is momenteel (eind 2002) nog eens extra van belang. Dit gelet op het feit dat de rendementen van bedrijven onder druk staan en de informal investors (dus) ook inschatten dat er sprake is van extra risico's die gepaard gaan met dit type investeringen. Een tweede voordeel van het samen optrekken van informal investors is dat op deze wijze de coaching en begeleiding verder kan worden geoptimaliseerd. Enerzijds kan daarbij een keuze worden gemaakt tussen de meest geschikte informal investor(s) die dit onderdeel voor hun rekening nemen. Anderzijds kan op deze wijze door de combinatie van informal investors (nog) meer kennis, ervaring en netwerken worden ingebracht. Dit kan in positieve zin bijdragen aan de slaagkans van de bedrijven waarin risicodragend geparticipeerd wordt. Later in deze rapportage zullen we overigens nog zien dat dit type voordelen ook door de informal investors zelf onderschreven worden.

Samenhangend met het voorgaande punt constateren verschillende sleutelpersonen dan ook dat private investeerders zich steeds meer 'organiseren' in (dikwijls vrij kleinschalige) gremia of netwerken die zich specifiek richten op investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Dit kunnen bijvoorbeeld (beleggings)fondsen zijn waarin private investeerders voor een bepaald bedrag investeren en de investeringsbeslissingen in feite 'uit handen' wordt gegeven aan de betreffende fondsbeheerder(s). Voorbeelden daarvan zijn Antea en Ecart Invest. De coaching wordt oftewel verzorgd door één of meerdere van de betrokken investeerders of door het management van de betreffende organisatie (al dan niet in samenwerking met de betrokken investeerders). Uit de gesprekken komt verder naar voren dat dergelijke (beleggings)fondsen op zich wel een voorkeur hebben voor bedrijven met een zeker 'track record'. Dit hoeft niet altijd te betekenen dat het bedrijf al jarenlang moet bestaan, maar er moet wel sprake zijn van 'omzet'. De animo om 'seed-capital' te verstrekken is wat dit aangaat dus vaak (zeer) beperkt bij dit type fondsen. In feite moet er bij een sterkere professionaliseren er langzaam een verschuiving ontstaat naar meer aandacht voor investeringen in bestaande bedrijven in plaats van starters. Een uitzondering hierop vormen de organisaties die zich sec vanuit hun doelstellingen (blijven) richten op de seed- of startfase.

Een andere variant van een dergelijke (interne) netwerkvorming van informal investors bestaat uit organisaties die de voorwaarden creëren – of het platform bieden – waarbinnen private investors kunnen beslissen. In Nederland is dit één van de rollen die de NeBIB al geruime tijd vervult. De laatste jaren zien we dat ook partijen zoals bijvoorbeeld Money Meets Ideas (MMI) en de ABN Amro dergelijke platforms willen bieden. Een verschil met de hierboven genoemde (beleggings)fondsen is in feite dat hier de investeringsbeslissing uiteindelijk bij de individuele informal investors blijft liggen. Wel kan het zijn dat deze platforms een ‘voorselectie’ plegen van de participatievoorstellen. Voorstellen die een eerste ‘toets der kritiek’ kunnen doorstaan worden dan vervolgens aan een selectie van de aangesloten informal investors voorgelegd. Die kunnen dan ieder voor zich besluiten of zij al dan niet zullen instappen. Veelal wordt de coaching en begeleiding dan verzorgd door één of meerdere van de informal investors die ook daadwerkelijk ingaan op het participatievoorstel.

Een andere ‘rode draad’ die door de sleutelpersonen wordt geconstateerd is dat er een ontwikkeling gaande is – die zich waarschijnlijk ook in de komende jaren nog zal voortzetten – waarbij er meer samenwerking tussen **verschillende typen investeerders** ontstaat. Daarbij kan worden gedacht aan samenwerking tussen informal investors en andere typen financiers zoals participatiemaatschappijen en banken. Diverse sleutelpersonen wijzen er op dat het op dit moment al zichtbaar is dat er onderlinge vormen van afstemming, doorverwijzing en medefinanciering gaan ontstaan. Volgens deze sleutelpersonen bestaat er zowel bij de informal investors als bij de overige financiers behoefte aan het om op deze wijze spreiden van risico's en het optimaal benutten van kennis en expertise. De voordelen van deze **externe samenwerking** zijn daarmee goed vergelijkbaar met de hierboven beschreven voordelen van interne samenwerking.

Een laatste ‘rode draad’ die uit de gesprekken met sleutelpersonen naar voren komt is dat verschillende sleutelpersonen voorzien dat er in de toekomst meer (beleggings)fondsen en ‘Business Angel Netwerken’ of ‘platforms’ zullen ontstaan die meer **gespecialiseerd** zijn. Deze specialisatie kan dan betrekking hebben op de levensfase van de bedrijven (pré-start, start, et cetera), op sectoren/technologieën en op regio's. Dit zou op zich overigens ‘sporen’ met de trend die zich al eerder in het Verenigd Koninkrijk voorgedaan heeft. Voor dat land hebben we kunnen constateren – zie ook elders in deze rapportage – dat de uitbreiding van het aantal BAN's die zich daar in de afgelopen jaren heeft voltrokken met name ook de maken had met deze ‘specialisatieslag’.

2.4 Matchen van informal investors en bedrijven

In de voorgaande paragraaf hebben we een aantal voorbeelden gegeven van typen initiatieven die relevant zijn voor de informal investor markt. In deze paragraaf zullen we ingaan op enkele gremia die als specifieke taakstelling hebben om informal investors en bedrijven bij elkaar te brengen of te matchen. Het onderstaande is overigens vooral als **illustratie** bedoeld en biedt geenszins een volledig overzicht. We zullen ons met name concentreren op enkele belangrijke initiatieven die zich kenmerken door het gegeven dat zij een platform bieden voor zowel informal investors als voor bedrijven die risicodragende financiering zoeken. Een meer volledig overzicht van partijen die (onder andere) actief zijn met het matchen van bedrijven en informals kan bijvoorbeeld in “De gids startkapitaal” (Nebib, 2001) en Quote (2002) worden aangetroffen.

Netwerken waarbij zowel (innoverende) ondernemingen als informal investors zich hebben aangesloten worden ook wel aangeduid met de term **Business Angels Networks (BAN's)**. In de Verenigde Staten en Engeland zijn dergelijke netwerken het eerst van de grond gekomen. Daarna zijn er ook in Nederland dergelijke netwerken ontstaan. De netwerken zijn in het leven geroepen om de vraag naar en het aanbod van risicodragend kapitaal bij elkaar te brengen. Zij fungeren dus als marktplaatsen voor investeerders en bedrijven.

In de eerste plaats kan de **Nederlandse Beurs voor Investerings in Bedrijven en Ondernemingen (NeBIB)** worden genoemd. De NeBIB is al sinds medio jaren 90 actief

en kan daarmee als een 'voorloper' van dit soort initiatieven in Nederland worden gezien. De NeBIB heeft als doelstelling "het bevorderen van het aantal geslaagde particuliere participaties in Nederland". De NeBIB richt zich op participaties tot ongeveer 500.000 euro. Bij de NeBIB zijn op dit moment (ultimo 2002) 100 informal investors en 100 ondernemers aangesloten.

De NeBIB bevordert dat er contacten tussen vragers (jonge en/of snelgroeiende bedrijven) enerzijds en aanbieders (informal investors) van risicodragend vermogen anderzijds tot stand komen. Dit houdt ook in dat zowel informal investors – die belangstelling hebben voor risicodragende participaties in bedrijven – als (startende) bedrijven die behoefte hebben aan risicodragende financiering zich bij de NeBIB kunnen melden. De NeBIB probeert vervolgens deze partijen bij elkaar te brengen. Dit gebeurt in een aantal stappen waarbij in eerste instantie de informals en de bedrijven nog 'anoniem' voor elkaar blijven. Bij serieuze wederzijdse interesse worden deze partijen dan met elkaar in contact gebracht en wordt de anonimiteit opgeheven.

Om deze ambitie te realiseren worden er door de NeBIB diverse activiteiten ontplooid. Enkele activiteiten worden financieel ondersteund door het Ministerie van Economische Zaken. Zo geeft de NeBIB periodiek een boekje uit waarin profielen van ondernemers en investeerders worden gepresenteerd, vinden er bijeenkomsten plaats en wordt informatie verstrekt over (private) investeringen aan ondernemers en investeerders. De NeBIB is aangesloten bij het European Business Angels Network (EBAN), een overkoepelende organisatie voor BAN's in Europa.

Een ander initiatief op de markt voor informal investors wordt gevormd door het **Triad Informal Investor Network (TIIN)**. Bij deze organisatie hebben zich ongeveer 300 privépersonen aangemeld die aangegeven hebben dat zij in principe interesse hebben om risicodragend te investeren in bedrijven. Verder kunnen ook bedrijven – die dergelijke risicodragende financiering zoeken – zich melden bij het TIIN. Daarbij is de procedure veelal zo dat deze bedrijven eerst een ondernemingsplan aan het TIIN doen toekomen. De directie van TIIN voert een eerste scan van deze voorstellen uit. Daarbij wordt met name gelet op de kwaliteit van de onderbouwing van de plannen. Voor serieuze voorstellen wordt vervolgens in de achterban van informal investors gekeken. Daarbij worden met name die informals geselecteerd die in principe goed 'passen' bij de serieuze typen investeringsprojecten van bedrijven. Informals geven bij TIIN namelijk aan – net als overigens bij de NeBIB – voor welke typen participaties zij een voorkeur hebben.

Vervolgens worden er dan gerichte bijeenkomsten door het TIIN georganiseerd. Hierbij worden zowel de naar financiering zoekende ondernemer als een aantal serieus geïnteresseerde informal investors uitgenodigd. In deze bijeenkomst licht de ondernemer zijn of haar plannen toe en kunnen de informals vragen stellen. Na afloop van deze bijeenkomsten besluiten de informals – ieder voor zich – of men feitelijk wil participeren en, zo ja, voor welk bedrag dan.

Een voorbeeld van een platform in Nederland dat zich op een specifiek segment richt is **Money Meets Ideas (MMI)**. MMI is een 'marktplaats' waar **innovatieve, duurzame bedrijven**, die op zoek zijn naar durfkapitaal, en investeerders, die in dit type bedrijven geïnteresseerd zijn, elkaar kunnen vinden en ontmoeten. MMI beschikt daarbij over een netwerk van zowel particuliere als institutionele investeerders. Voor dit investeerders-netwerk zoekt MMI naar innovatieve bedrijven die op zoek zijn naar durfkapitaal en die het commercieel (willen) combineren met duurzaam en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Ook hier geldt dat de directie van MMI de eerste selectie en voorbereiding van de investeringsvoorstellen doet. Serieuze voorstellen worden dan voorgelegd aan (geselecteerde) investeerders uit het netwerk van MMI. MMI wil hier met verschillende activiteiten, zoals een website met profielen en periodieke bijeenkomsten waarop ondernemers hun plannen aan investeerders kunnen presenteren, invulling aan geven.

Verder is er een tendens gaande dat ook banken initiatieven opzetten om informals en ondernemers te matchen. De ABN Amro heeft bijvoorbeeld het project **Informal Investment** opgestart. Evenals bij de hierboven beschreven netwerken worden via

Informal Investment anonieme profielen van projecten (van ondernemingen) voorgelegd aan informal investors. Wanneer de investeerder geïnteresseerd is, worden beide partijen aan elkaar voorgesteld.

Naast de hierboven beschreven landelijke initiatieven, zijn er in Nederland ook regionale platforms opgezet. Kenmerk van deze platforms is dat zij op regionaal niveau informals en bedrijven proberen te matchen. Voorbeelden hiervan zijn in de regio Rotterdam bijvoorbeeld de Roban en in Oost-Nederland de OBAN. De NeBIB is overigens nauw betrokken bij deze regionale initiatieven. De OBAN is bijvoorbeeld een gezamenlijk initiatief van het Innofonds, Twinning, het BTC Twente en de NeBIB.

Een aparte categorie die hier nog genoemd kan worden zijn de zogenaamde **makelaars** die zich op het terrein van informal investors begeven. Deze makelaars zijn bijvoorbeeld financiële adviseurs die gespecialiseerd zijn in de financiering van jonge en snelgroeiende bedrijven. Hun activiteiten bestaan onder andere uit het makelen en schakelen van jonge ondernemingen met een vraag naar risicodragend kapitaal en investeerders. Zij nemen intensief deel aan de onderhandelingen en contractbesprekingen. Voor het matchen van beide partijen putten zij vaak uit hun eigen (informele) netwerken.

2.5 Fiscale aspecten

In deze paragraaf zullen we, zoals gezegd, kort aandacht schenken aan enkele fiscale aspecten die van belang zijn voor Nederlandse private investeerders. In dit verband is bijvoorbeeld de recente studie van Andersen en GrowthPlus (2001) relevant. Deze studie komt overigens meer uitgebreid aan de orde in het volgende hoofdstuk waar we enkele relevante ontwikkelingen in de ons omringende landen in kaart zullen brengen. In de zojuist genoemde studie is voor negen Europese landen en de VS nagegaan hoe zij 'scoren' wat de kwaliteit van het ondernemersklimaat aangaat. Daarbij is dan met name gekeken naar aspecten die betrekking hebben op het fiscale klimaat en de wet- en regelgeving in de betreffende landen.

Overall gezien (zie ook tabel 3.2 in hoofdstuk 3) neemt Nederland daarbij een vierde positie in. Nu dient daarbij aangetekend te worden dat (lang) niet alle aspecten even relevant zijn voor de markt voor informal investors. We zullen nu dan ook enkele meer specifieke aspecten bespreken die relevant(er) zijn voor deze doelgroep.

Als relatief **positief aspect** wordt in de bedoelde studie genoemd dat het mogelijk is om 'fondsen' (zoals de Tante Agaath fondsen van banken, groenfondsen en dergelijke) op te zetten die fiscale voordelen bieden aan de investeerders in dergelijke fondsen. Een **negatieve 'uitschieter'** ten opzichte van de andere landen die in de benchmark meegenomen zijn is echter dat Nederland vermogensbelasting kent. Dat zou volgens deze studie in andere landen weinig voorkomen.

Een ander aspect – dat overigens niet expliciet wordt benoemd in de hierboven geciteerde studie van Andersen en GrowthPlus – is dat Nederland de zogenaamde Durfkapitaalregeling kent. Voorheen stond deze regeling bekend als de Tante Agaath regeling. Deze regeling is destijds in het leven geroepen om privé-personen te 'prikkelken' om meer risicodragend te investeren in startende ondernemingen. Deze prikkel bestaat dan uit een aantal fiscale voordelen (zie hieronder).

Enkele belangrijke **'modaliteiten'** van de Tante Agaath regeling zijn:

- Het dient te gaan om een achtergestelde lening aan een startende onderneming.
- De lening moet minimaal 2.269 Euro bedragen.
- Het maximum bedrag waarover fiscaal voordeel kan worden genoten bedraagt 48.441 euro per jaar.
- De geldnemers kunnen zowel natuurlijke personen zijn (zoals eenmanszaak, vof) of besloten vennootschappen.
- Voor kwijtschelding geldt dat dit binnen acht jaar na verstrekken van de lening moet gebeuren en dat de belastingdienst in een beschikking heeft aangegeven dat het kwijt

- te schelden deel van de lening inderdaad niet meer is terug te betalen.
- Het contract dient aan bepaalde voorwaarden te voldoen en moet geregistreerd worden.

De **fiscale prikkels** die voor de verstrekkers van een Tante Agaath regeling mogelijk zijn, betreffen:

- Vrijstelling voor vermogensrendementsheffing in box 3. Tot een bedrag van 48.441 euro is het geleende bedrag gedurende de eerste acht jaar hiervan vrijgesteld.
- Heffingskorting op inkomstenbelasting. Per jaar is er 1,3% van de gemiddeld geleende bedragen die in box 3 zijn vrijgesteld aftrekbaar van de inkomstenbelasting.
- Verliezen zijn aftrekbaar voor inkomstenbelasting. Als leningen niet kunnen worden terugbetaald dan kan een deel of de gehele hoofdsom van de lening worden kwijtgelaten. Dit deel is aftrekbaar tot een maximum van 48.441 euro.

Van belang is echter wel dat private investeerders zowel **direct** als **indirect gebruik** kunnen maken van de **durfkapitaalregeling**. In de directe vorm verlenen zij direct zelf – aan de hand van een ‘standcontract’ van de Belastingdienst – een achtergestelde lening aan een startende onderneming. De indirecte vorm bestaat er uit dat bijvoorbeeld banken zogenaamde Tante Agaath fondsen kunnen opzetten. Uiteraard moeten dergelijke fondsen aan specifieke voorwaarden voldoen. Zo moeten middelen uit deze fondsen (voor een belangrijk deel) weer worden geïnvesteerd in startende ondernemingen. Private personen die investeren in dergelijke ‘goedgekeurde’ fondsen kunnen in aanmerking komen voor de fiscale voordelen die verbonden zijn aan de durfkapitaalregeling. Dit wordt de ‘indirecte’ methode genoemd omdat privé-persoon niet direct zelf investeren in startende ondernemingen maar op een ‘getrapte’ wijze via een fonds.

Op zich is er tot op heden weinig bekend van het gebruik van de Durfkapitaalregeling door informal investors. Dit is dan ook de reden dat wij er in deze studie expliciet aandacht aan zullen besteden. Dat geldt zowel voor de bekendheid als het gebruik van deze regeling. Met name in hoofdstuk 10 komen we daar op terug. Overigens wordt de Durfkapitaalregeling momenteel door de EU ‘onder de loep’ genomen. Dit om na te gaan of er in de optiek van de EU sprake is van (ongeoorloofde) steun.

2.6 Kwantitatieve trends en ontwikkelingen

We zullen nu enkele kwantitatieve gegevens presenteren over trends die zich op de Nederlandse markt van ‘private equity’ voordoen. Bij private equity gaat het in feite om risicodragende investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Private equity bevat ook financiering die bedoeld is voor management buy ins (MBI’s) en management buy outs (MBO’s). Een ander relevant begrip is wat dit aangaat ‘venture capital’. In Europa worden de begrippen private equity en venture capital vaak als synoniemen beschouwd (Jenniskens, 2000). In de VS ziet men MBO’s/MBI’s als het verschil tussen venture capital en private equity. Daar rekent men MBI’s/MBO’s niet tot venture capital maar wel tot private equity.

We baseren ons in het onderstaande met name op de resultaten in het Yearbook 2002 van de European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA, 2002). Deze studie biedt namelijk ook goed vergelijkingsmateriaal met een drietal andere Europese landen die we in de volgende paragraaf zullen presenteren.

De beschikbare middelen voor private equity investeringen hebben zich in Nederland in 2001 – ten opzichte van 2000 – vrij negatief ontwikkeld. In 2000 werd er nog 2.792 miljoen euro gegenereerd voor ‘private equity’ investeringen terwijl dit in 2001 met circa 74% was gedaald tot 716 miljoen. In vergelijking met andere landen in Europa is deze daling ook in relatieve zin vrij groot te noemen (zie tabel 3.3).

In tabel 2.1 geven we voor Nederland een overzicht van de ‘**bronnen**’ die ten grondslag hebben gelegen aan de fondsvorming voor private equity investeringen.

Tabel 2.1 Gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar bron, Nederland

Bron	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001
Onafhankelijke fondsen	1.827,5	65,5	399,6	55,8
Captives	826,4	29,6	231,3	32,3
Totaal aan nieuwe fondsvorming	2.653,9	95,1	630,9	88,1
Gerealiseerde kapitaalwinsten	137,9	4,9	84,8	11,9
Totale fondsvorming	2.791,8	100,0	715,7	100,0

Bron: EVCA, 2002

De cijfers laten zien dat zowel de werving van nieuwe fondsen door onafhankelijke fondsen als wel door captives (eigen fondsen van financiële instellingen) scherp is gedaald.

De nieuwe middelen voor 2000 en 2001 zijn in tabel 2.2 uitgesplitst naar de type investeerders die deze middelen hebben gegeneerd.

Tabel 2.2 Gegeneerde nieuwe middelen voor private equity investeringen naar type investeerder, Nederland

Type investeerder	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001
Corporate investors	491,1	18,5	81,5	12,9
Privé-personen	157,4	5,9	8,5	1,3
Overheidsdiensten	156,0	5,9	39,8	6,3
Banken	384,9	14,5	15,2	2,5
Pensioenfondsen	421,6	15,9	117,9	18,7
Verzekeringsmaatschappijen	459,5	17,3	144,6	22,9
Fondsen*	511,5	19,3	150,0	23,8
Academische instituten/ kennisinstellingen	32,2	1,2	0	-
Kapitaalmarkten	3,1	0,1	0	-
Niet beschikbaar	36,8	1,4	73,4	11,6
Totaal nieuwe middelen	2.653,9	100	630,9	100

* Fondsen die investeren in andere fondsen.

Bron: EVCA, 2002

Vanuit ons onderzoek zijn we met name geïnteresseerd in de ontwikkelingen rond de inbreng door privé-personen. Hierover zijn in bovenstaande tabel ook cijfers opgenomen. Verwacht kan worden dat deze cijfers een deel van de investeringen van deze doelgroep zullen weergeven. Veel investeringen vinden immers op informele wijze en low-profiel plaats. Desondanks zijn de trends die zich voordoen in (een deelsegment van) de investeringen van deze categorie vermeldenswaard. De resultaten uit bovenstaande tabel brengen wat dit aangaat overduidelijk naar voren dat er in Nederland tussen 2001 en 2000 sprake is geweest van een dramatische daling bij deze categorie. In 2000 zouden privé-personen in Nederland nog ruim 150 miljoen aan middelen voor private equity investeringen hebben gegeneerd terwijl het in 2001 nog maar om een fractie van

dat bedrag (8,5 miljoen euro) ging. Ook ten opzichte van de andere typen investeerders die in bovenstaande tabel opgenomen zijn, ontwikkelde het aandeel van de privé-persoonen zich uitermate negatief.

Het EVCA vermeld in haar jaarboek ook in welke ontwikkelingsfasen en sectoren de in 2000 en 2001 gegenereerde middelen voor private equity investeringen **naar verwachting** aangewend zullen worden. Als referentie hebben we ook cijfers voor Europa als geheel in de tabel opgenomen.

Tabel 2.3 Verwachte aanwending van gegenereerde middelen voor private equity investeringen, Nederland

Sector/Fase	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001	Procentueel aandeel voor alle Europese landen geza- menlijk (2001)
Hightech/Vroege fase	426,4	15,3	44,3	6,2	14,6
Niet hightech/Vroege fase	63,0	2,3	38,0	5,3	3,0
Hightech/Expansie en groei	141,8	5,1	60,6	8,5	10,4
Niet hightech/Expansie en groei	333,5	11,9	134,7	18,8	11,3
Totaal venture capital	964,7	34,6	277,6	38,8	39,3
Buy out	1.770,0	63,4	383,3	53,5	56,4
Anders	57,1	2,0	54,9	7,7	4,3
Totaal private equity	2.791,8	100,0	715,8	100,0	100

Bron: EVCA, 2002

Ten opzichte van 2000 heeft er in Nederland in 2001 voor alle onderscheiden categorieën of fasen een aanzienlijke reductie van middelen plaatsgevonden. Relatief gezien zijn echter **vooral** voor de **vroege fase investeringen** in **hightech sectoren** minder middelen ter beschikking gekomen in Nederland. De beschikbare middelen voor investeringen in hightech-sectoren liepen dan ook sterker terug dan de beschikbare middelen voor niet-hightech sectoren.

In vergelijking met het Europese gemiddelde scoort Nederland wat het relatief beter in de niet-hightech sector (met name voor de expansie- en groeifase), maar relatief slechter voor de hightech sector. Per saldo is het beschikbare aandeel van middelen voor venture capital investeringen dus vrijwel even groot als gemiddeld in Europa.

Zoomen we in op de **feitelijke private equity** investeringen (qua financiële omvang) zoals die in 2000 en 2001 in Nederland gepleegd zijn dan blijken zich hierin nog geen grote wijzigingen te hebben voorgedaan. In veel Europese landen viel in 2001 – ten opzichte van 2000 – al wel een daling waar te nemen van deze investeringen. Ter toelichting merken we overigens op dat de feitelijke investeringen met een zekere vertraging de gegenereerde middelen – die hierboven besproken zijn – zullen volgen. Dit betekent voor de Nederlandse situatie bijvoorbeeld dat de scherpe daling van de beschikbare middelen die zich in 2001 heeft voorgedaan zich pas later in de tijd zal manifesteren in de vorm van lagere feitelijke investeringen. Immers, middelen dienen eerst gegenereerd te worden alvorens zij geïnvesteerd kunnen worden. In veel Europese landen viel in 2001 – ten opzichte van 2000 – al wel een daling waar te nemen van de feitelijke private equity investeringen.

Het **aantal investeringen** nam in Nederland in 2001 wel met ongeveer een kwart af ten opzichte van 2000. Hieruit volgt dat het gemiddeld geïnvesteerde bedrag is gestegen (zie ook tabel 3.7). Het totale bedrag dat in Nederland in de startfase van ondernemingen

werd geïnvesteerd is in 2001 vrijwel gehalveerd ten opzichte van 2000. Het bedrag dat in de seedfase werd geïnvesteerd nam op zich toe maar daarbij dient aangetekend te worden dat het hier absoluut gezien om kleine bedragen gaat. Het aandeel van de seed-capital investeringen bedroeg in Nederland slechts 0,1%. In vergelijking met België, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk blijven de investeringen in de seedfase in Nederland dan ook sterk achter.

2.7 Resultaten van de nulmeting

In het onderstaande behandelen we kort enkele belangrijke bevindingen uit het in 1996 uitgevoerde onderzoek naar de rol en betekenis van informal investors in Nederland (K+V, 1996).

Ten aanzien van de **denk- en handelwijze** van informal investors zijn in de nulmeting onder andere de volgende bevindingen afgeleid:

- bij de selectie van participatievoorstellen is de kwaliteit van het management van de onderneming (ondernemerskwaliteiten) het belangrijkste criterium, gevolgd door de branche waarin de onderneming actief is;
- informal investors opereren en investeren vaak gezamenlijk, bij voorkeur met andere informals om risico's te spreiden, tijd te delen en expertise te bundelen;
- informal investors nemen veelal een afwachtende houding aan als het gaat om het verkrijgen en zoeken van nieuwe participatievoorstellen;
- ongeveer driekwart van de participatievoorstellen wordt aangedragen door intermediaire organisaties, maar deze kwaliteit wordt door de informals gemiddeld genomen als laag ervaren;
- informal investors hebben een algemene afkeer van schending van hun privacy, waarbij de directe (zakelijke) omgeving fungeert als schild en zeef voor nieuwe contacten.

Met betrekking tot de **economische betekenis van informal investors** zijn in de nulmeting de volgende conclusies geformuleerd:

- het door informal investors gerealiseerde rendement is relatief hoog, maar informals die niet in staat zijn een portefeuille op te bouwen zijn vaak niet succesvol en haken vaak voortijdig af na een mislukking;
- in vergelijking tot participatiemaatschappijen investeren informal investors veel vaker in startende en jonge ondernemingen;
- veruit de meeste informal investors zijn (ex-)ondernemers waardoor zij daadwerkelijk een toegevoegde waarde aan starters kunnen leveren in de vorm van kennis en ervaring;
- het investeringsgedrag van informal investors is complementair aan dat van de participatiemaatschappijen: beide vullen elkaar aan.

In de nulmeting wordt ook een aantal belangrijke **knelpunten in het marktmechanisme** van de informal investors markt geconstateerd. Allereerst wordt geconstateerd dat als gevolg van de anonimiteit van de informal investors, kapitaalzoekende ondernemers met hoge zoekkosten te maken krijgen bij het aantrekken van informal capital. Daardoor zoeken deze ondernemers vaak (op voorhand) naar andere oplossingen. Verder bleek dat voor de informal investors de gemiddeld geringe kwaliteit van de participatievoorstellen het belangrijkste knelpunt is. Nog een ander knelpunt voor informal investors is het gebrek aan beschikbare tijd voor het voortraject van een participatie (zoeken, onderhandelen). Ook de behoefte aan anonimiteit van de informal investors vormt een knelpunt. Informal investors zijn vaak bang voor privacy schendende benaderingen en om overspoeld te worden door voorstellen voor participatie.

Tot slot is er in de nulmeting ook een aantal **aanbevelingen ter verbetering van de marktwerking** geformuleerd. In hoofdlijn komen deze op het volgende neer:

- aanbieden van professionele ondersteuning aan (startende) ondernemers bij het opstellen van ondernemingsplannen en participatievoorstellen;
- stimuleren van participatiefondsen van informal investors waardoor informals krachten kunnen bundelen en tegelijkertijd de onvindbaarheid van informals wordt aangepakt;
- vergroten van de bekendheid en het belang van informal capital;

- verruimen van de Tante Agaath regeling;
- beter benutten van de meerwaarde van informal investors door ondernemers;
- opbouwen van een portefeuille door informal investors;
- bemiddelen overlaten aan de specialisten;
- samenwerken met andere verschaffers van venture capital.

3. INFORMAL INVESTORS IN ENKELE ANDERE EUROPESE LANDEN

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen we op hoofdlijnen aandacht schenken aan de markt voor informal investors in enkele ons omringende landen. We beginnen daarbij in paragraaf 3.2 met de Belgische situatie. Daarna verleggen we in paragraaf 3.3 de aandacht naar Duitsland. In paragraaf 3.4 komt dan het Verenigd Koninkrijk aan bod. Tenslotte zetten we in paragraaf 3.5 de belangrijkste kwantitatieve gegevens nog eens overzichtelijk op een rij.

3.2 België

In het navolgende zullen we aan verschillende thema's aandacht schenken. Het gaat hierbij achtereenvolgens om netwerkvorming, de fiscale omgeving en enkele kwantitatieve trends en ontwikkelingen. We beginnen voor België dan ook met het aspect van netwerkvorming

Netwerkvorming

Over het algemeen geldt (ook) voor België dat partijen zoals banken, (vrij) risicomijdend zijn en dus om 'zekerheden' vragen die met name veel jonge en startende bedrijven niet kunnen bieden (EBAN, 1998). Dit impliceert dat ook in België wordt onderkend dat informal investors een belangrijke rol kunnen spelen bij vroege fase financieringen. Het gaat daarbij dan met name om de seed en de start-up fase. Daarnaast wordt in België eveneens de potentiële meerwaarde van de advisering en begeleiding van informal investors onderkend.

Het bovenstaande heeft er in België toe geleid dat – mede door initiatieven vanuit de (semi-)overheid in de jaren negentig – verschillende gremia ontstaan zijn die een **platform** willen bieden om (jonge en snel groeiende) bedrijven en informal investors met elkaar te 'matchen'. In het navolgende zullen we deze gremia aanduiden met de koepelnaam 'business angel netwerken' (BAN's). De behoefte aan BAN's in België werd mede ingegeven door het feit dat er (ook) in België geen 'centrale databanken' bestaan waar informal investors en/of investeringsprojecten op een gebundelde wijze geregistreerd staan (EBAN, 1998). Met de oprichting van BAN's kon in dit 'hiaat' worden voorzien.

Net als voor verschillende andere Europese landen geldt, heeft het aantal netwerken van informal investors in de jaren negentig in België dan ook een uitbreiding ondergaan. Dat dit een beeld is dat voor diverse Europese landen geldt, blijkt bijvoorbeeld uit onderstaande tabel. Daarin is de ontwikkeling van het aantal BAN's voor verschillende Europese landen gepresenteerd. We baseren ons hiervoor op het rapport 'Benchmarking business angels' van het Directoraat Generaal Ondernemingen van de Europese Unie (2002).

Tabel 3.1 Ontwikkeling van het aantal BAN's in Europese landen

Land	Aantal BAN's 2002	Aantal BAN's 2001	Aantal BAN's 1999
België	7	6	2
Denemarken	6	4	0
Duitsland	40	36	3
Finland	1	1	1
Frankrijk	31	24	3
Griekenland	0	0	0
Ierland	1	1	1
Italië	13	6	0
Luxemburg	1	1	1
Nederland	2	2	1
Oostenrijk	1	1	1
Portugal	1	1	0
Spanje	2	1	1
Verenigd Koninkrijk	50	49	49
Zweden	1	1	1
Totaal	157	134	64

Bron: EU, 2002

Hoewel bovenstaande cijfers met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd dienen te worden – bijvoorbeeld vanwege de vraag wanneer een partij wel of niet als BAN aangemerkt wordt – volgen er wel enkele rode draden uit deze tabel. Allereerst zien we dat het aantal partijen in België, dat als 'BAN' wordt aangemerkt, de laatste jaren vrij fors is gestegen. De cijfers bevestigen verder dat dit een trend is die zich in meerdere Europese landen heeft voorgedaan. Eén van de achterliggende oorzaken is waarschijnlijk de meer in algemene zin toegenomen interesse van particulieren om risicodragend te investeren. Daarmee heeft de markt voor BAN's zich ook uitgebreid. Daarnaast heeft de Belgische overheid de kosten voor het opstarten van dergelijke netwerken deels vergoed. Waarmee aan de oprichting van BAN's een impuls werd gegeven.

Kijken we weer meer specifiek naar de **Belgische situatie** dan is allereerst relevant om op te merken dat verschillende Belgische BAN's zich verenigd hebben in de BeBAN (Belgian Association of Business Angels Networks). Momenteel (2002) hebben zich een zevental BAN's aangesloten bij de BeBAN. Het gaat hier om:

- Business Angels Matching Services (BAMS).
- Bizz Bees.
- Business Angels Connect.
- Flanders Business Network.
- Limburg BAN.
- Vlerick BAN.
- WaBAN.

Gemeenschappelijk kenmerk van deze BAN's is uiteraard dat men vraag en aanbod (van ondernemers en informal investors) aan elkaar tracht te koppelen. Daarbij worden **verschillende methoden** gehanteerd zoals Internet, nieuwsbrieven, bijeenkomsten en dergelijke. De intensiteit waarmee deze BAN's participatievoorstellen van te voren

screenen – alvorens deze voor te leggen aan de aangesloten informals – varieert per partij. Het voorgaande betekent dat de aanpak en methoden, die door de Belgische BAN's worden ondernomen, goed vergelijkbaar zijn met initiatieven zoals die door Nederlandse partijen op deze markt (zie het voorgaande hoofdstuk) worden uitgevoerd.

Zoals opgemerkt worden de hierboven genoemde initiatieven (deels) ook ondersteund door de Belgische (semi-)overheid. Zo spelen regionale ontwikkelingsmaatschappijen als de GOM West Vlaanderen en de GOM Limburg bijvoorbeeld een rol in respectievelijk het Flanders Business Netwerk en Limburg BAN.

Fiscale omgeving

In het rapport 'Not Just Peanuts 2001' van Andersen en GrowthPlus (2001) wordt een benchmark uitgevoerd om de kwaliteit van het ondernemersklimaat in verschillende Europese landen en de VS te meten. Daarbij wordt met name ingezoomd op diverse fiscale aspecten en wet- en regelgeving. De uiteindelijke overall ranking die hieruit naar voren komt wordt in onderstaande tabel weergegeven.

Tabel 3.2 Overall ranking van kwaliteit van het ondernemersklimaat

Land	Score
Verenigd Koninkrijk	48
Verenigde Staten	43
Spanje	43
Nederland	40
Frankrijk	39
Duitsland	39
België	38
Italië	37
Oostenrijk	36
Zweden	30

Bron: Andersen en GrowthPlus, 2001

Zoals gezegd, is bovenstaande ranking gebaseerd op een beoordeling van diverse ondernemersaspecten. Een belangrijk deel van deze aspecten is echter niet – of slechts indirect – relevant voor informal investors. Zo wordt bijvoorbeeld ook gekeken naar verschillen in ontslagrecht, houding ten opzichte van ondernemers die failliet gaan, enzovoort. Dit zijn voorbeelden van minder relevante zaken vanuit het perspectief van de informal investor.

Enkele van de onderzochte aspecten zijn echter wel van betekenis voor informal investors. We zullen deze aspecten nu kort de revue laten passeren. Allereerst is in de genoemde studie nagegaan of er **specifieke fiscale stimuleringsregelingen** bestaan die er op gericht zijn om individuen (zoals informal investors) – of venture capital fondsen – aan te zetten om te investeren in (startende) groeiende bedrijven. In de studie van Andersen en GrowthPlus wordt geconcludeerd dat in België dergelijke voorzieningen ontbreken. Dit geldt overigens voor diverse Europese landen zoals uit schema 3.1 blijkt. Vandaar dat de positie van België per saldo ook als 'gemiddeld' wordt bestempeld.

Schema 3.1 Specifieke fiscale voorzieningen in Europese landen

Fiscale voorziening	Gemiddelde score	Beter dan gemiddeld
Beschikbaarheid specifieke fiscale stimuleringsmaatregelen voor private investeerders die als business angel opereren of in groeiende bedrijven investeren via venture capital fonds	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Oostenrijk ▪ België ▪ Duitsland ▪ Italië ▪ Nederland ▪ Spanje ▪ Zweden ▪ Verenigde Staten 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Frankrijk ▪ Verenigd Koninkrijk
Beschikbaarheid specifieke fiscale stimuleringsmaatregelen voor venture capital fondsen of (andere) bedrijven die in groeiende bedrijven investeren.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Oostenrijk ▪ België ▪ Duitsland ▪ Italië ▪ Zweden ▪ Verenigde Staten 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Frankrijk ▪ Nederland ▪ Spanje ▪ Verenigd Koninkrijk

Bron: *Andersen en GrowthPlus, 2001*

Op de positie van het Verenigd Koninkrijk en Duitsland komen we in de volgende paragrafen nog terug. In het voorgaande hoofdstuk hebben we de positie van Nederland al aan de orde gesteld.

Een ander ondernemersaspect dat relevant is vanuit het perspectief van informal investors heeft betrekking op de **belastingdruk** die van toepassing is indien een individu zijn of haar aandelen met kapitaalwinst verkoopt. In de hierboven genoemde studie van Andersen en GrowthPlus is getracht om de verschillende belastingregimes – wat dit punt aangaat – met elkaar te vergelijken. Op zich blijkt dat dergelijke vergelijkingen vrij complex zijn omdat de exacte uitwerking hiervan van diverse factoren afhankelijk is. Voorbeelden van dergelijke factoren zijn de duur van het aandelenbezit en het aandelenpercentage dat in bezit is. Schema 3.2 illustreert dit nog eens.

Schema 3.2 Belastingdruk voor privé-personen bij verkoop van aandelen resulterend in kapitaalwinst

Land	Belastingdruk	Voorwaarden
België	0%	Kapitaalwinsten zijn vrijgesteld zolang zij niet aangemerkt worden als speculatief of professioneel inkomen
Verenigd Koninkrijk	10%	Dit percentage is van toepassing voor kapitaalwinsten die voortvloeien uit de verkoop van 'qualifying business assets' (b.v. aandelen van niet-beursgenoteerde bedrijven) die minstens 4 jaar in bezit zijn. In andere situaties kan dit percentage oplopen tot 40%
Spanje	18%	Dit percentage geldt indien de aandelen langer dan 1 jaar in bezit zijn
Verenigde Staten	19,55%	Dit percentage geldt voor kapitaalwinsten die voortvloeien uit de verkoop van kleine hoeveelheden waardepapieren. 18% is van toepassing voor aandelen die langer dan 5 jaar in bezit zijn. Gaat het om aandelen die tussen de 1 en 5 jaar in bezit zijn dan bedraagt het belastingpercentage 20%
Oostenrijk	25%	Indien aandelen meer dan 1 jaar in bezit zijn en het aandelenpercentage minstens 1% is geweest (op enig moment in de 5 jaar die vooraf is gegaan aan de verkoop van de aandelen)
Nederland	25%	Dit geldt voor individuen indien er met hun aandelenpakket sprake is van een aanmerkelijk belang (minstens 5% van de aandelen)
Duitsland	25,6%	Dit percentage geldt indien de verkoper in de 5 jaar voor verkoop een aanzienlijk belang in de onderneming had (veelal 10% of meer van aandelenkapitaal)
Frankrijk	26%	Geldt altijd en overal als 'flat rate'
Italië	27%	Dit is van toepassing indien het gaat om een participatie in een niet-beursgenoteerde onderneming en indien de participatie minstens 20% van het stemrecht en 25% van het aandelenkapitaal vertegenwoordigt
Zweden	39-42%	Indien aan diverse voorwaarden voldaan is

Bron: *Andersen en GrowthPlus*

Uit het bovenstaande schema blijkt dat er in België, wat de belasting op kapitaalwinsten aangaat, sprake is van een gunstig fiscaal regime. Een 'adder onder het gras' is natuurlijk wel dat het – in de optiek van de Belgische belastingdienst – niet om speculatief of professioneel inkomen dient te gaan. In de studie van Andersen en GrowthPlus wordt gesteld dat hier tot nu toe vrij flexibel mee omgesprongen is. De Belgische minister van Financiën heeft recentelijk echter wel gepleit voor een nadere aanscherping op dit punt. Dit zou dus kunnen inhouden dat in de komende periode kapitaalwinsten vaker dan nu het geval is, aangemerkt gaan worden als speculatief of professioneel inkomen. In dat geval zijn de kapitaalwinsten wel belast (met ongeveer 35%).

Kwantitatieve trends en ontwikkelingen

Evenals in het voorgaande hoofdstuk voor Nederland is gebeurd, zullen we nu enkele kwantitatieve gegevens presenteren over trends die zich op de markt van risicodragend kapitaal voor niet-beursgenoteerde bedrijven in België voorgedaan hebben. We beginnen met tabel 3.3 waarin we voor enkele Europese landen aangegeven hebben hoe de beschikbaarheid van middelen voor private equity investeringen zich in 2000 en 2001 heeft ontwikkeld.

Tabel 3.3 Gegeneerde middelen voor private equity investeringen in 2000 en 2001

Land	2000 (in miljoenen euro's)	2001 (in miljoenen euro's)	Procentuele verandering
België	807	651	-19,3
Verenigd Koninkrijk	17.662	20.485	16,0
Duitsland	6.114	3.713	-39,3
Nederland	2.792	716	-74,4
Europa totaal	48.023	38.219	-20,4

Bron: EVCA, 2002

De resultaten geven aan dat binnen Europa de beschikbare middelen voor private equity investeringen in 2001 met zo'n 20% teruggelopen zijn in vergelijking met 2000. De ontwikkelingen in België sporen wat dit aangaat goed met dit Europese gemiddelde.

In onderstaande tabel schenken we – voor de Belgische situatie – aandacht aan de **'bronnen'** die ten grondslag hebben gelegen aan de fondsvorming voor private equity investeringen, zoals die in bovenstaande tabel zijn gepresenteerd.

Tabel 3.4 Gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar bron, België

Bron	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001
Onafhankelijke fondsen	324,4	40,2	15,3	2,3
Captives	321,2	39,8	118,6	18,2
Totaal aan nieuwe fondsvorming	645,6	80	133,9	20,6
Gerealiseerde kapitaalwinsten	161,4	20	517,0	79,4
Totale fondsvorming	807,0	100	650,8	100

Bron: EVCA, 2002

Aan de hand van bovenstaande tabel kan een aantal conclusies worden getrokken. Zo zien we dat er in België in 2001 met name een sterke reductie in de generatie van nieuwe fondsmiddelen heeft plaatsgevonden. In 2001 heeft fondsvorming in België – veel sterker dan in 2000 – geleund op gerealiseerde kapitaalwinsten. Verder zien we dat onafhankelijke fondsen in 2001 in België nauwelijks nog nieuwe middelen hebben weten te mobiliseren.

Uit tabel 3.4 hierboven volgt dat er in 2001 in België ongeveer 134 miljoen euro aan nieuwe middelen voor private equity investeringen is gegeneerd. In de onderstaande tabel is een nadere uitsplitsing gemaakt naar de typen investeerders die deze middelen hebben gegeneerd. Daarbij is ter vergelijking ook het jaar 2000 meegenomen.

Tabel 3.5 Gegeneerde nieuwe middelen voor private equity investeringen naar type investeerder, België

Type investeerder	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001
Corporate investors	146,8	22,7	0	0
Privé-personen	37,6	5,8	2,5	1,9
Overheidsdiensten	44,5	6,9	66,3	49,6
Banken	205,6	31,8	64,7	48,3
Pensioenfondsen	1,9	0,3	0	0
Verzekeringsmaatschappijen	5,8	0,9	0	0
Kapitaalmarkten	180,9	28,0	0	0
Niet beschikbaar	22,5	3,5	0,3	0,2
Totaal nieuwe middelen	645,6	100	133,9	100

Bron: EVCA, 2002

Gelet op het doel van deze studie is het met name interessant om te zien dat in België in 2001 **privé-personen** – waarbinnen met name ook informal investors vallen (zie paragraaf 2.6) – veel minder nieuwe middelen beschikbaar hebben gesteld voor private equity. De betekenis van deze categorie is zowel in absolute als in relatieve zin drastisch gereduceerd in 2001. Dit heeft natuurlijk ook alles te maken met de slechte resultaten die vanaf 2000 op risicodragende investeringen werden behaald. In feite zijn in 2001 nog maar twee partijen van belang waar het gaat om het genereren van nieuwe middelen voor private equity investeringen: banken en overheidsdiensten.

In het EVCA jaarboek 2002 wordt ook aangegeven voor welke **ontwikkelingsfasen en sectoren** de gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar verwachting aangewend zullen worden. Daarbij wordt wederom een onderscheid gemaakt in de jaren 2000 en 2001. We hebben in onderstaande tabel enkele cijfers voor België opgenomen en – als referentie – ook die voor Europa als geheel.

Tabel 3.6 Verwachte aanwending van gegeneerde middelen voor private equity investeringen, België

Sector/Fase	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001	Procentueel aandeel voor alle Europese landen geza- menlijk (2001)
Hightech/Vroege fase	285,2	35,3	53,4	8,2	14,6
Niet hightech/Vroege fase	19,6	2,4	21,0	3,2	3,0
Hightech/Expansie en groei	375,3	46,5	155,2	23,8	10,4
Niet hightech/Expansie en groei	109,6	13,6	314,5	48,3	11,3
Totaal venture capital	789,7	97,9	544,1	83,6	39,3
Buy out	17,3	2,1	105,9	16,3	56,4
Anders	0	0	0,9	0,1	4,3
Totaal	807,0	100	650,8	100	100

Bron: EVCA, 2002

De resultaten laten zien dat er in 2001 in België ten opzichte van 2000 sprake is van een aanzienlijke **reductie van middelen** die voor de **'vroege fase' investeringen** beschikbaar zijn. Dat geldt met name voor de hightech sectoren. Overigens heeft voor deze hightech sectoren in België ook voor de expansie- en groeifase een drastische reductie van middelen plaatsgevonden. Per saldo zijn er in België dus meer middelen beschikbaar gekomen voor latere ontwikkelingsfasen (buy outs) en voor niet hightech sectoren.

Vergelijken we België wat bovenstaande aspecten aangaat met het Europese gemiddelde dan valt in de eerste plaats op dat voor hightech sectoren relatief weinig middelen beschikbaar zijn voor de vroege fase investeringen, maar juist relatief veel middelen voor de groei- en expansiefase. Ook voor de niet hightech sectoren zijn in België voor de groei- en expansiefase relatief veel middelen beschikbaar. Per saldo impliceren bovenstaande cijfers dat België relatief gezien goed scoort op de beschikbaarheid van venture capital. De verwachting is dat meer dan 80% van de middelen die in 2001 voor private equity investeringen zijn gegenereerd, beschikbaar zijn voor venture capital investeringen. Het Europese gemiddelde komt wat dit aangaat onder de 40% uit in 2001.

Hierboven hebben we met name aandacht geschonken aan de fondsvorming voor private equity investeringen zoals die in Europa in het algemeen en België in het bijzonder heeft plaatsgevonden. We verleggen nu onze focus naar de **feitelijke private equity investeringen** in enkele Europese landen, waaronder België. Tabel 3.7 hieronder geeft daarin inzicht.

Tabel 3.7 Geïnvesteerde bedragen en aantal investeringen in private equity in een aantal Europese landen

Land	Geïnvesteerde bedrag 2000 (in mln. euro's)	Geïnvesteerde bedrag 2001 (in mln. euro's)	Procentuele verandering	Aantal investeringen 2000	Aantal investeringen 2001	Procentuele verandering
België	565	410	-27,5	483	329	-31,9
Verenigd Koninkrijk	13.180	6.926	-47,5	1.980	2.054	3,7
Duitsland	4.767	4.435	-7,0	3.012	2.311	-23,3
Nederland	1.916	1.887	-1,5	789	593	-24,8
Europa totaal	34.986	24.331	-30,5	11.253	10.672	-5,2

Bron: EVCA, 2002

Overall gezien zijn de feitelijk geïnvesteerde **bedragen** in Europa met circa 30% teruggelopen in de periode 2000-2001. België scoort vrijwel gelijk met dit Europese gemiddelde. Beschouwen we het **aantal investeringen** dan blijkt echter dat zich in België een veel sterkere teruggang heeft voltrokken (-31,9%) dan in Europa als geheel (-5,2%). Een nadere analyse leert overigens dat **vooral de investeringen in de seed en start-up fase teruggelopen zijn in België**. In 2000 had nog bijna 47% van het aantal private equity investeringen betrekking op deze fasen terwijl dit percentage in 2001 bijna gehalveerd is naar circa 24%. Ter illustratie: voor Europa als geheel had in 2001 ruim 17% van het aantal private equity investeringen betrekking op de seed-capital en start-up fase.

In het navolgende zullen we ook aandacht schenken aan enkele andere ons omringende landen, namelijk Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Deels zullen we daarbij terugrijpen op de cijfers die bij het onderdeel voor België zijn gepresenteerd. We beginnen met Duitsland.

3.3 Duitsland

Netwerkvorming

Het succes van informal investors in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk heeft er toe bijgedragen dat ook in Duitsland steeds meer belangstelling voor dit onderwerp is ontstaan. In Duitsland is de bewustwording van het belang van het fenomeen 'informal Investors' de laatste jaren dan ook sterk toegenomen. Daarbij is (beleidsmatig) ook energie ingezet om vraag en aanbod op de markt van informal investors beter op elkaar aan te laten sluiten. Om dit te helpen realiseren is er de afgelopen jaren dan ook veel aandacht besteed aan het beter structureren van de markt voor deze private investeerders. Daartoe zijn inmiddels verschillende Business Angels Networks van de grond gekomen. Hiermee wordt bevorderd dat informal investors zich nu op een aantal meer centrale plaatsen kunnen melden. Voorheen verliep het een en ander nogal versnipperd in die zin dat veel informal investors ieder voor zich naar investeringsmogelijkheden zochten via persoonlijke contacten, banken, Kamers van Koophandel en accountants (Horst, 1999).

Per saldo zien we dus dat ook in Duitsland het aantal BAN's in de afgelopen jaren sterk is toegenomen. Uit tabel 3.1 blijkt dat sprake is van een toename van 3 BAN's in 1999 tot maar liefst 40 BAN's in 2002.

Om een meer centrale impuls te geven aan de ontwikkeling van business angels netwerken en 'cultuur' is in Duitsland de BAND opgericht. BAND staat dan voor 'Business Angels Netzwerk Deutschland'. De BAND wordt ondersteund door overheden, waaronder het Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, (investerings)banken en andere organisaties. De BAND zet zich kortweg gezegd in voor de professionalisering van de markt voor informeel risicokapitaal, voor de kwaliteit van de actoren op deze markt en voor het vergroten van de samenwerking en synergie van actoren.

Verder opereert de BAND als een 'overkoepelend' netwerk van de afzonderlijke BAN's in Duitsland. Daarbij wil zij ook een bijdrage leveren aan het bevorderen van kennisoverdracht en professionalisering van de business angels structuur. Om dit te bevorderen streeft zij naar 'vernetzung' van bestaande initiatieven en naar het uitwisselen van onderlinge ervaringen. Verder geeft zij ondersteuning bij het opzetten van nieuwe business angel netwerken en bij het vergroten van de kwaliteit van bestaande netwerken.

Om de hierboven genoemde ambities te realiseren worden er door de BAND diverse typen activiteiten ontplooid zoals: uitgifte van nieuwsbrieven en publicaties, organisatie van jaarlijks manifestaties (Deutsche Business Angels Tag) en prijsuitreikingen (Goldene Nase). Als overkoepelende organisatie heeft de BAND verder in samenwerking met haar partners een internetsite ontwikkeld die als directe marktplaats fungeert tussen ondernemers en business angels (Business Angels Forum). Op de (centrale) website van de BAND wordt dan op zich weer doorverwezen naar de regionale BAN's in Duitsland. In Duitsland zijn vooral de regionale BAN's sterk in opkomst. Dit heeft er onder andere mee te maken dat geconstateerd is dat in Duitsland BAN's het meest succesvol op regionaal niveau kunnen opereren (EBAN, 1998). Dit omdat er zodoende meer en betere mogelijkheden voor directe (persoonlijke) contacten met ondernemers kunnen plaatsvinden. Deels heeft dit natuurlijk ook te maken met de meer omvangrijke geografische schaal van Duitsland versus bijvoorbeeld Nederland of België.

Een ander noemenswaardig initiatief in Duitsland is de oprichting van een Business Angel Panel (EU, 2002). Dit panel is opgezet door de BAND in samenwerking met onder andere universiteiten. In het panel zijn ongeveer 30 business angels vertegenwoordigd die ieder kwartaal informatie uitwisselen over hun investeringservaringen. De deelnemende business angels vormen een afspiegeling van informal investors in het hele land. Met het panel wordt informatie verzameld over ondermeer de sectoren waarin wordt geïnvesteerd, de geografische spreiding, meningen over ontwikkelingen in de markt en de motivatie om te investeren. De gegevens worden onder andere met behulp van schriftelijke vragenlijsten achterhaald en vergeleken met voorgaande metingen. De uitkomsten worden vervolgens gepresenteerd in diverse media en aangevuld met bijvoorbeeld interviews met ondernemers. Op deze wijze wordt getracht om een zo 'up-to-date' mogelijk inzicht in relevante trends te verkrijgen.

Inmiddels is in Duitsland (Stedler, Peters, 2002) een specifiek onderzoeksproject van de grond gekomen rond het belang van informal investors bij het financieren van spin-offs.

Fiscale omgeving

Beschouwen we de algemene kwaliteit van het ondernemersklimaat – zoals vastgesteld in de studie van Andersen en GrowthPlus (2001) – dan neemt Duitsland een ‘middenpositie’ in (zie tabel 3.2).

Kijken we meer specifiek naar de aspecten die relevant zijn voor informal investors dan wordt in deze studie geconcludeerd dat Duitsland – net als veel andere Europese – **specifieke fiscale stimuleringsregelingen** ontbeert. Hiermee worden dan regelingen bedoeld die fiscale prikkels bieden voor individuele personen of venture capital fondsen om risicodragend te investeren in startende of groeiende bedrijven. Het gevolg hiervan is dat Duitsland op dit aspect ‘gemiddeld’ scoort in Europees perspectief. Dit komt bijvoorbeeld tot uitdrukking in schema 3.2.

Relevant voor informal investors is de **belastingdruk** waarmee zij te maken krijgen indien zij hun aandelen in (startende) bedrijven met kapitaalwinst verkopen. Zoals gezegd, is in de studie van Andersen en GrowthPlus (2001) getracht om de verschillende belastingregimes binnen een aantal Europese landen – wat dit aspect aangaat – met elkaar te vergelijken. We verwijzen hier naar schema 3.2 in de voorgaande paragraaf. Zoals ook al vermeld in de paragraaf over België zijn dergelijke vergelijkingen vrij complex omdat de exacte uitwerking van de belastingdruk afhankelijk is van een complex van factoren.

Per saldo wordt in de studie van Andersen en GrowthPlus (2001) de conclusie getrokken dat de belastingdruk op dit punt in Duitsland als ‘gemiddeld’ kan worden beschouwd. Indien de verkoper (informal investor) in de vijf jaar voorafgaand aan de verkoop een aanzienlijk belang in de onderneming had, is een tarief van ongeveer 26% van toepassing. Onder ‘aanmerkelijk belang’ wordt in Duitsland dan veelal een aandelenpercentage van meer dan 10% verstaan.

Indien aandelen langer dan één jaar worden aangehouden en er geen sprake is van een aanmerkelijk belang dan komt de belasting op kapitaalwinsten voor deze aandelen te vervallen. Voor het geval dat aandelen korter dan één jaar worden aangehouden of indien er sprake is van een aanmerkelijk belang dan valt de helft van de gerealiseerde kapitaalwinsten onder de inkomstenbelasting. Verliezen zijn in deze situatie voor de helft aftrekbaar.

Kwantitatieve trends en ontwikkelingen

Net als we voor Nederland en België hebben gedaan, zullen we nu enkele kwantitatieve trends voor Duitsland presenteren. We doen dat aan de hand van de vergelijkende studie van EVCA.

In de voorgaande paragraaf is in tabel 3.3 voor enkele Europese landen aangegeven welke middelen voor private equity investeringen gegenereerd zijn in respectievelijk 2000 en 2001. Daaruit blijkt dat Duitsland in 2001 te maken heeft gehad met een sterke daling van deze middelen. Deze daling deed zich in Duitsland ook meer geprononceerd voor dan het Europese gemiddelde en was ook sterker dan de andere landen die we in dit hoofdstuk behandelen namelijk het Verenigd Koninkrijk en België. In Nederland was de daling echter nog sterker dan in Duitsland.

In tabel 3.8 zijn de ‘bronnen’ van de fondsvorming voor private equity investeringen in Duitsland gepresenteerd.

Tabel 3.8 Gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar bron, Duitsland

Bron	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001
Onafhankelijke fondsen	3.566	58,3	1.748	47,1
Captives	2.464	40,3	1.961	52,8
Totaal aan nieuwe fondsvorming	6.030	98,6	3.709	99,9
Gerealiseerde kapitaalwinsten	20	0,3	4	0,1
Niet beschikbaar	64	1,0	-	-
Totale fondsvorming	6.114	100,0	3.713	100,0

Bron: EVCA, 2002

In een toelichting van EVCA (Yearbook, 2002) wordt aangegeven dat onafhankelijke fondsen in Duitsland voor het eerst in jaren te maken hebben gehad met een daling. Als oorzaak hiervoor worden onopgeloste kwesties rond de belastingpositie van dergelijke fondsen.

Tabel 3.9 bevat een overzicht van de typen investeerders die nieuwe middelen voor private equity investeringen gegeneerd hebben in Duitsland.

Tabel 3.9 Gegeneerde nieuwe middelen voor private equity investeringen naar type investeerder, Duitsland

Type investeerder	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001
Corporate investors	529	8,7	532	14,3
Privé-personen	648	10,6	291	7,9
Overheidsdiensten	1.002	16,4	587	15,8
Banken	1.767	29,0	1188	32,0
Pensioenfondsen	351	5,8	97	2,6
Verzekeringsmaatschappijen	999	16,4	795	21,4
Fondsen	439	7,2	174	4,7
Academische instituten/kennisinstellingen	0	0,0	30	0,8
Kapitaalmarkten	Nb	Nb	0	0,0
Niet beschikbaar	359	5,9	15	0,4
Totaal nieuwe middelen	6.094	100,0	3.709	100,0

Bron: EVCA, 2002

Interessant voor deze studie is, zoals eerder vermeld, de categorie *privé-personen*. Dit omdat daartoe ook de informal investors gerekend kunnen worden die in dit rapport centraal staan. We zien dat ook in Duitsland – net als in België en Nederland – sprake is geweest van een aanzienlijke reductie van de middelen die vanuit privé-personen voor private equity beschikbaar zijn gesteld. In Duitsland zijn deze middelen tussen 2001 en 2000 meer dan gehalveerd. Daarmee is per saldo echter wel sprake van een veel minder sterke daling dan in België en Nederland.

De **ontwikkelingsfasen en sectoren** waarin de gegenereerde middelen voor private equity investeringen naar verwachting aangewend zullen worden in Duitsland staan in tabel 3.10 vermeld.

Tabel 3.10 Verwachte aanwending van gegenereerde middelen voor private equity investeringen, Duitsland

Sector/Fase	Bedrag 2000 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen euro's)	Procentueel aandeel in 2001	Procentueel aandeel voor alle Europese landen geza- menlijk (2001)
Hightech/Vroege fase	1.386	22,7	897	24,2	14,6
Niet hightech/Vroege fase	696	11,4	215	5,8	3,0
Hightech/Expansie en groei	1.108	18,1	848	22,8	10,4
Niet hightech/Expansie en groei	1.376	22,5	504	13,6	11,3
Totaal venture capital	4.566	74,7	2.464	66,4	39,3
Buy out	1.264	20,7	1.124	30,3	56,4
Anders	284	4,6	125	3,4	4,3
Totaal	6.114	100,0	3.713	100,0	100

Bron: EVCA, 2002

Uit de uitkomsten blijkt dat investeringen in niet-hightech sectoren naar verwachting het zwaarst zullen leiden onder de daling van het aantal gegenereerde middelen. Opvallend is wat dit aangaat dat Duitsland – ook in vergelijking tot het Europese gemiddelde – vrij sterk scoort qua beschikbare middelen voor de hightech sectoren. In vergelijking met het Europese gemiddelde is er verder in Duitsland naar verwachting een veel groter deel van de nieuwe gegenereerde middelen beschikbaar voor venture capital.

Tot slot van deze paragraaf over Duitsland besteden we aandacht aan de **feitelijke private equity investeringen**. We verwijzen wat dit aangaat naar tabel 3.7 van de voorgaande paragraaf. Daaruit blijkt dat de procentuele daling van de feitelijk geïnvesteerde bedragen in Duitsland in 2001 minder sterk is gedaald dan het Europese gemiddeld. Het aantal investeringen is echter relatief sterker teruggelopen.

Nadere analyse leert dat in Duitsland het volume van de investeringen in de seedfase zijn teruggelopen (meer dan 50%). Daarnaast namen de investeringen in de startup en expansie fase behoorlijk af (met respectievelijk 73% en 78%). Het feit dat de geïnvesteerde bedragen in Duitsland toch maar met 7 procent terugliepen werd voornamelijk veroorzaakt door een zeer sterke stijging van het aantal management buy out investeringen (+97%).

In de volgende paragraaf gaan we in op de situatie in het Verenigd Koninkrijk.

3.4 Verenigd Koninkrijk

Netwerkvorming

De markt voor informal investors in het Verenigd Koninkrijk wordt vrij algemeen gezien als de meest ver ontwikkelde markt van Europa. Het op professionele wijze informeel investeren is ook het eerst in de VS en het Verenigd Koninkrijk (VK) van start gegaan (Jenniskens, 2000).

In 2000 werd het aantal actieve business angels in het Verenigd Koninkrijk geschat op 20.000 tot 40.000 (Mason and Harrison, 2000). Het aantal participaties werd ingeschat op 3.000-6.000 per jaar met een totaal investeringsbedrag van 0,8 tot 1,6 miljard euro.

Verder blijkt dat er door informal investors vooral wordt geïnvesteerd in de seed-, de startfase en in de eerste jaren waarin de onderneming actief is. Een andere belangrijke trend van de laatste jaren in het Verenigd Koninkrijk is dat business angels steeds meer **samen** met andere informal investors participeren in zogenaamde '**syndicaten**'. Deze ontwikkeling blijkt kenmerkend te zijn in het ontwikkelingsproces van markten, zoals ook reeds uit de marktontwikkeling uit de Verenigde Staten is gebleken (EU, 2002). Nog een andere belangrijke ontwikkeling in het Verenigd Koninkrijk is die van **diversiteit**. Dit uit zich ondermeer door het ontstaan van BAN's die gespecialiseerd zijn in bepaalde sectoren/regio's (Mason, 2002).

Mede doordat de informal investor markt zich in het Verenigd Koninkrijk al zo uitgekristalliseerd heeft, kent zij binnen Europa het grootste aantal BAN's (zie tabel 3.1). Het aantal BAN's is de laatste jaren stabiel in het VK wat zou kunnen duiden op een 'verzadiging' van deze markt.

De BAN's in het Verenigd Koninkrijk kunnen grofweg in 4 groepen worden onderverdeeld (Mason, 2002):

1. Lokale/regionale publieke en/of non-profit netwerken.
2. Lokale/regionale private/profit-georiënteerde netwerken.
3. Nationale publieke en/of non-profit netwerken.
4. Nationale private/profit-georiënteerde netwerken.

Mason (2002) signaleert een aantal trends met betrekking tot de bovengenoemde typen. In de eerste plaats neemt het belang van commercieel georiënteerde lokaal/regionale netwerken af. Deze netwerken zijn steeds meer op nationaal niveau gaan opereren of hebben hun activiteiten gestaakt. In de tweede plaats worden steeds meer middelen via private/commerciële netwerken geïnvesteerd. Dit wordt voornamelijk veroorzaakt door de toegenomen hoogte van de investeringen binnen dit type netwerken. Doordat de vergoeding die dergelijke netwerken ontvangen samenhangt met de omvang van de investering, zijn deze netwerken vooral gericht op grote investeringen.

Verder blijken er verschillen te bestaan in de marktsegmenten waarop private/commerciële netwerken enerzijds en de publieke en/of non-profit netwerken anderzijds zich richten. Publieke netwerken blijken veelal gespecialiseerd te zijn in de relatief kleinere investeringen. Daarnaast blijkt er via publieke (en of non-profit) netwerken vaker geïnvesteerd te worden in de seed-, startfase of eerste jaren waarin de onderneming actief is in vergelijking met private/commerciële netwerken. Tot slot investeren publieke/non-profit netwerken relatief meer in de technologiesector.

Het **National Business Angels Network (NBAN)** is in het Verenigd Koninkrijk een soort overkoepelende organisatie voor BAN's. De NBAN is wat dit aangaat min of meer vergelijkbaar met de EBAN in België en de BAND in Duitsland. De NBAN is een non-profit organisatie, gesponsord door financiële instellingen en het Department of Trade and Industry. De organisatie opereert op landelijk niveau. Centrale doelstelling van de NBAN is het **stroomlijnen** van de **markt** voor **informal investors**. De NBAN vervult zowel een actieve rol in het zoekproces van informals en bedrijven als bij de ondersteuning van organisaties die een rol (willen) spelen bij het makelen en schakelen van investeerders en bedrijven. Om hieraan invulling te kunnen geven brengt het NBAN ondermeer nieuwsbrieven uit, ondersteunt zij bij manifestaties op regionaal/lokaal niveau en heeft zij een digitale marktplaats op internet ontwikkeld (zie hieronder). Daarnaast brengt het NBAN jaarlijks de publicatie *Sources of Business Angels Capital (2001)* uit. Hierin staat informatie voor informal investors en ondernemers over risicodragend investeren. Daarnaast wordt in de publicatie een overzicht gegeven van de BAN's en hun kenmerken. Het NBAN publiceert jaarlijks in samenwerking met de British Venture Capital Association een rapport met actuele informatie rond informal investors in het

Verenigd Koninkrijk. Overigens worden er in het Verenigd Koninkrijk al sinds 1993 data verzameld rond de markt voor informal investors.

Het NBAN heeft met *Bestmatch* een overkoepelende marktplaats op internet ontwikkeld waarop de verschillende aangesloten organisaties hun profielen van ondernemers en investeerders kunnen plaatsen. Verwacht wordt dat doordat Bestmatch een verzameling van profielen uit het gehele Verenigd Koninkrijk bevat investeerders makkelijker het ondernemingsprofiel kunnen vinden dat aan hun eisen voldoet.

In het Verenigd Koninkrijk zijn onlangs een aantal pilotprojecten gestart om de zogenaamde *Investment Readiness* te vergroten (EU, 2002). Daaronder wordt verstaan dat ondernemers zich beter bewust moeten worden van de belangen van business angels. Ondernemers moeten de verschillen leren onderkennen tussen business angels en andere financieringsbronnen. Het project is een initiatief van de Britse overheid en maakt deel uit van een programma ter stimulering van kleine ondernemingen (Small Business Service, 2001).

Fiscale omgeving

In tabel 3.2 hebben we al gezien dat volgens de studie van Andersen en GrowthPlus (2001) het VK een toppositie inneemt waar het gaat om de kwaliteit van het ondernemersklimaat.

Volgens deze studie scoort het VK ook relatief sterk op een aantal specifieke aspecten die voor de informal investor markt van belang zijn. Uit het eerder gepresenteerde schema 3.1 blijkt dat er in het VK **fiscale stimuleringsregelingen** bestaan die er op gericht zijn om zowel individuen (zoals informal investors) – als venture capital fondsen – aan te zetten tot investeringen in (startende) groeiende bedrijven. Dit komt op zich volgens de studie van Andersen en GrowthPlus in Europees verband weinig voor. Alleen in Frankrijk zijn er eveneens voor beide groepen dergelijke specifieke voorzieningen.

In het Verenigd Koninkrijk zijn er voor business angels die direct of indirect – via venture capital fondsen – in groeiende bedrijven willen investeren een tweetal stimuleringsregelingen relevant (Andersen and GrowthPlus, 2001). In de eerste plaats is dit het Enterprise Investment Scheme (EIS). Het EIS geldt voor investeringen in aandelen van 'gekwalficeerde ondernemingen'. De aandelen en bedrijven moeten aan voorwaarden voldoen. In grote lijnen komt dit er op neer dat het moet gaan om kleine (niet-beursgenoteerde) bedrijven waarbij de investeringen relatief grote risico's met zich meebrengen. Het EIS voorziet de investeerder in een aftrekpost op de inkomstenbelasting van 20% van het aandelenkapitaal. Het aandelenkapitaal dat hiervoor in aanmerking komt is aan minimum en maximum grenzen gebonden. Daarnaast biedt deze regeling uitstel van belasting over kapitaalwinsten indien de investeerder kapitaalwinsten uit elk soort bezittingen binnen drie jaar herinvesteert in bedrijven die aan de EIS voorwaarden voldoen. De EIS voorziet verder in een vermindering van de belasting over kapitaalwinsten of inkomstenbelasting bij verliezen, voor zover dit aandelen betreft die onder de EIS vallen.

De tweede regeling betreft investeringen in zogenaamde Venture Capital Trusts (VCT's). Dit zijn organisaties die aan bepaalde voorwaarden voldoen. De investeerder in een VCT ontvangt vrijstelling van inkomstenbelasting van 20% van zijn investeringen in de VCT. Ook hiervoor geldt dat er maximum bedragen zijn vastgesteld. Daarnaast kan er uitstel van belastingen op kapitaalwinsten worden verkregen indien een persoon zijn of haar kapitaalwinsten – behaald uit elk soort bezittingen – binnen één jaar herinvesteert in een VCT.

Tot slot kijken we nog naar de **belastingdruk** die van toepassing is indien een individu zijn of haar aandelen met kapitaalwinst verkoopt (Andersen en Growthplus, 2001). Zoals hiervoor al is vermeld, zijn er dus specifieke regelingen van toepassing bij gebruik van de EIS en de VCT. Buiten deze regelingen kunnen kapitaalwinsten belast worden tot een maximum van 40% (zie schema 3.2). Indien kapitaalwinsten voortvloeien uit de verkoop van aandelen van 'gekwalficeerde' bedrijven die bovendien minstens 4 jaar in bezit zijn

dan geldt een percentage van 10%.

Kwantitatieve trends en ontwikkelingen

Blijkens tabel 3.3 zijn in het Verenigd Koninkrijk – als enige van de hier onderzochte landen – in 2001 meer middelen voor private equity investeringen gegenereerd dan in 2000. Daarmee gaat het VK dus tegen de Europese trend in. Ook in absolute zin waren de gegenereerde middelen in 2001 in het VK het meest omvangrijk van alle Europese landen. Het VK nam daarmee in 2001 zelfs meer dan de helft van alle gegenereerde middelen in Europa voor haar rekening.

Sinds het midden van de jaren tachtig is de private equity sector in het Verenigd Koninkrijk sterk gegroeid. Dit heeft op dit moment wereldwijd geresulteerd in een tweede plaats achter de Verenigde Staten. De verklaring voor deze constante groei wordt gezocht in een sterke economie, de relatief hoge rendementen van private equity investeringen en het verbeterde belastingklimaat (EVCA, 2002)

Zoomen we nader op deze cijfers in dan blijkt dat buitenlandse partijen voor bijna driekwart deel (71%) verantwoordelijk zijn voor alle gegenereerde middelen in het VK in 2001. In vergelijking met 2000 is het aandeel van buitenlandse partijen verder gestegen (60% in 2000). Vergelijken we deze cijfers met de andere landen waaraan we aandacht hebben besteed, dan blijkt de situatie in het Verenigd Koninkrijk vrij uitzonderlijk te zijn. In Duitsland werd in 2001 17% ingebracht door buitenlandse partijen, in België 11% en in Nederland 27%. De grootste buitenlandse partij die in het Verenigd Koninkrijk middelen inbrengt zijn overigens de pensioenfondsen uit de Verenigde Staten.

We presenteren in tabel 3.11 de bronnen die in het Verenigd Koninkrijk ten grondslag hebben gelegen aan de fondsvorming voor private equity investeringen.

Tabel 3.11 Gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar bron, Verenigd Koninkrijk

Bron	Bedrag 2000 (miljoenen ponden)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen ponden)	Procentueel aandeel in 2001
Onafhankelijke fondsen	8.227	76,4	10.681	83,9
Captives	2.207	20,5	1.800	14,1
Totaal aan nieuwe fondsvorming	10.434	96,9	12.481	98,0
Gerealiseerde kapitaalwinsten	329	3,1	257	2,0
Totale fondsvorming	10.763	100,0	12.738	100,0

Bron: *EVCA, 2002*

Uit de tabel valt af te lezen dat de groei in 2001 met name veroorzaakt is door de onafhankelijke fondsen.

In tabel 3.12 hebben we de gegenereerde nieuwe middelen weer onderverdeeld naar typen investeerders.

Tabel 3.12 Gegeneerde nieuwe middelen voor private equity investeringen naar type investeerder, Verenigd Koninkrijk

Type investeerder	Bedrag 2000 (miljoenen ponden)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen ponden)	Procentueel aandeel in 2001
Corporate investors	833	8,0	254	2,0
Privé-personen	660	6,3	521	4,2
Overheidsdiensten	383	3,7	518	4,1
Banken	1004	9,6	1738	13,9
Pensioenfondsen	4181	40,1	5269	42,2
Verzekeringsmaatschappijen	1534	14,7	1477	11,8
Fondsen	1416	13,6	1872	15,0
Academische instituten/ kennisinstellingen	68	0,7	422	3,4
Kapitaalmarkten	45	0,4	22	0,2
Niet beschikbaar	309	3,0	388	3,1
Totaal nieuwe middelen	10.433	100,0	12.481	100,0

Bron: EVCA, 2002

Het blijkt (wederom) dat de pensioenfondsen verantwoordelijk zijn voor een groot deel (ruim 42%) van alle nieuw gegeneerde middelen. Dit aandeel is bijvoorbeeld veel hoger dan in de andere Europese landen die we hier de revue laten passeren.

Beschouwen we specifiek de inbreng vanuit privé-personen dan zien we dat ook in het VK wel een teruggang is te zien, maar deze daling is veel minder geprononceerd dan in België, Duitsland en Nederland.

In tabel 3.13 staan de *ontwikkelingsfasen en sectoren* waarin de gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar verwachting aangewend zullen worden.

Tabel 3.13 Verwachte aanwending van gegeneerde middelen voor private equity investeringen, Verenigd Koninkrijk

Sector/Fase	Bedrag 2000 (miljoenen ponden)	Procentueel aandeel in 2000	Bedrag 2001 (miljoenen ponden)	Procentueel aandeel in 2001	Procentueel aandeel voor alle Europese landen geza- menlijk (2001)
Hightech/Vroege fase	1.435	13,3	1.406	11,0	14,6
Niet hightech/Vroege fase	36	0,3	250	2,0	3,0
Hightech/Expansie en groei	1.120	10,4	942	7,4	10,4
Niet hightech/Expansie en groei	345	3,2	632	5,0	11,3
Totaal venture capital	2.936	27,3	3.230	25,4	39,3
Buy out	7.474	69,4	8.883	69,7	56,4
Anders	353	3,3	625	4,9	4,3
Totaal	10.763	100,0	12.738	100,0	100

Bron: EVCA, 2002

Wat als eerste opvalt is het hoge aandeel van de verwachte inzet van middelen voor buy outs. Verwacht wordt dat ruim 25% van de middelen voor private equity investeringen ingezet zal worden als venture capital. Dit is duidelijk lager dan het Europese gemiddelde. In absolute zin gaat het echter nog steeds om aanzienlijke bedragen (ook ten opzichte van bijvoorbeeld Duitsland).

Indien we inzoomen op de verwachte inzet van venture capital dan zien we dat het accent in het VK vrij sterk op de hightech sector ligt. Wel zien we duidelijk dat er in 2001 in vergelijking met een jaar ervoor een verschuiving optreedt naar de niet hightech sectoren.

Een overzicht van de feitelijk geïnvesteerde bedragen en het aantal investeringen in private equity in een aantal Europese landen is in tabel 3.7 opgenomen. Uit deze tabel blijkt dat het volume aan geïnvesteerde middelen in het Verenigd Koninkrijk sterk zijn gedaald. In vergelijking met andere Europese landen is ook sprake van een relatief sterke daling.

Opvallend is wel dat in het Verenigd Koninkrijk het aantal investeringen toenam tussen 2001 en 2000. Dit in tegenstelling tot andere Europese landen. Per saldo is het gemiddeld geïnvesteerde bedrag dan ook sterk gedaald (van 6,6 miljoen euro in 2000 naar 3,4 miljoen euro in 2001). Desondanks is dit gemiddelde bedrag nog altijd hoger dan het Europese gemiddelde (2,2 miljoen euro in 2001).

In het Verenigd Koninkrijk is er ondanks een daling van het volume aan investeringen wel sprake geweest van meer **volume** aan investeringen in de seedfase (stijging van meer dan 96%). De investeringen in de startfase namen af (daling van circa 47%). Kijken we naar het **aantal** investeringen in de seedfase dan is er zelfs sprake van een vertienvoudiging (van 13 naar 135). Qua aantal blijft dit echter nog achter bij de situatie in Duitsland waar in 2001 197 investeringen in de seedfase plaatsvonden. Ook wat de startfase betreft lag het aantal investeringen in 2001 in Duitsland hoger dan in het Verenigd Koninkrijk (971 contra 637).

3.5 Resumé

In deze laatste paragraaf van dit hoofdstuk zullen we de belangrijkste kwantitatieve gegevens nog eens overzichtelijk op een rij zetten. We doen dit aan de hand van een drietal tabellen waarin we Nederland met de drie geselecteerde landen vergelijken.

In tabel 3.14 geven we een overzicht van de bronnen die in de verschillende landen ten grondslag hebben gelegen aan de gegenereerde middelen voor private equity investeringen.

Tabel 3.14 Gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar bron in 2001, absoluut (kolom A), relatief (kolom B) en ontwikkeling t.o.v. 2000 (Kolom C)

Bron	Nederland			België			Duitsland			Verenigd Koninkrijk		
	A	B	C	A	B	C	A	B	C	A	B	C
Onafhankelijke fondsen	399,6	55,8	-78	15,3	2,3	-95	1.748	47,1	-51	10.681	83,9	+30
Captives	231,3	32,3	-72	118,6	18,2	-63	1.961	52,8	-20	1.800	14,1	-18
Totaal aan nieuwe fondsvorming	630,9	88,1	-76	133,9	20,6	-79	3.709	99,9	-38	12.481	98,0	+20
Gerealiseerde kapitaalwinsten	84,8	11,9	-39	517,0	79,4	+220	4	0,1	-80	257	2,0	-22
Totale fondsvorming	715,7	100,0	-74	650,8	100,0	-19	3.713	100,0	-39	12.738	100,0	+18

Legenda:

- Kolom A : bedrag 2001 in miljoenen euro's, voor Verenigd Koninkrijk in miljoenen ponden
- Kolom B : procentueel aandeel in 2001
- Kolom C : procentuele verandering t.o.v. 2000

Bron: EVCA, 2002

Uit de vergelijking van Nederland met de andere Europese landen blijkt dat zich in Nederland van 2000 op 2001 een veel sterkere daling heeft voorgedaan van de gegeneerde middelen dan in België en Duitsland. In het Verenigd Koninkrijk is zelfs sprake geweest van een stijging. Zoomen we in op de nieuw gegeneerde middelen dan blijkt zich ook hierbij dezelfde trend voor te doen als hiervoor geschetst. Qua nieuwe fondsvorming is de daling in Nederland wel vergelijkbaar met die in België.

In tabel 3.15 hebben we een samenvattende tabel opgenomen van de verdeling van de nieuw gegeneerde middelen naar type investeerder in de vier vergeleken landen.

Tabel 3.15 Gegeneerde nieuwe middelen voor private equity investeringen naar type investeerder in 2001, absoluut (kolom A), relatief (kolom B) en ontwikkeling t.o.v. 2000 (Kolom C)

Type investeerder	Nederland			België			Duitsland			Verenigd Koninkrijk		
	A	B	C	A	B	C	A	B	C	A	B	C
Corporate investors	81,5	12,9	-83	0	0	-	532	14,3	+1	254	2,0	-70
Privé-personen	8,5	1,3	-95	2,5	1,9	-93	291	7,9	-55	521	4,2	-21
Overheidsdiensten	39,8	6,3	-74	66,3	49,6	+49	587	15,8	-41	518	4,1	+35
Banken	15,2	2,5	-96	64,7	48,3	-69	1188	32,0	-33	1738	13,9	+73
Pensioenfondsen	117,9	18,7	-72	0	0	-	97	2,6	-72	5269	42,2	+26
Verzekering-maatschappijen	144,6	22,9	-69	0	0	-	795	21,4	-20	1477	11,8	-4
Fondsen	150,0	23,8	-71	0	0	-	174	4,7	-60	1872	15,0	+32
Academische instituten/kennisinstellingen	0	-	-	0	0	-	30	0,8	-	422	3,4	+521
Kapitaalmarkten	0	-	-	0	0	-	0	0,0	-	22	0,2	-51
Niet beschikbaar	73,4	11,6	+99	0,3	0,2	-99	15	0,4	-96	388	3,1	+26
Totaal nieuwe middelen	630,9	100	-76	133,9	100	-79	3.709	100,0	-39	12481	100	+20

Legenda:

- Kolom A : bedrag 2001 in miljoenen euro's, voor Verenigd Koninkrijk in miljoenen ponden
- Kolom B : procentueel aandeel in 2001
- Kolom C : procentuele verandering t.o.v. 2000

Bron: EVCA, 2002

Vanuit het perspectief van dit onderzoek zijn we met name geïnteresseerd in de ontwikkeling van de middelen die door privé-personen worden ingebracht. Voor alle vier in het onderzoek meegenomen landen geldt dat de absolute omvang van de nieuwe middelen die door privé-personen zijn ingebracht, is gedaald. In vergelijking met Duitsland en het Verenigd Koninkrijk is de daling in Nederland (net als in België) als zeer fors te bestempelen.

Tot slot van de deze paragraaf geven we nog een vergelijking van de verwachte aanwending van de gegeneerde middelen naar sector en fase (zie tabel 3.16).

Tabel 3.16 Verwachte aanwending van gegeneerde middelen voor private equity investeringen naar sector en fase in 2001, absoluut (kolom A), relatief (kolom B) en ontwikkeling t.o.v. 2000 (Kolom C)

Sector/Fase	Nederland			België			Duitsland			Verenigd Koninkrijk		
	A	B	C	A	B	C	A	B	C	A	B	C
Hightech/ Vroege fase	44,3	6,2	-90	53,4	8,2	-81	897	24,2	-35	1.406	11,0	-2
Niet hightech/ Vroege fase	7	5,3	-40	21,0	3,2	+7	215	5,8	-69	250	2,0	+594
Hightech/ Expansie en groei	60,6	8,5	-57	155,2	23,8	-59	848	22,8	-23	942	7,4	-16
Niet hightech/ Expansie en groei	134,7	18,8	-60	314,5	48,3	+187	504	13,6	-63	632	5,0	+83
Totaal venture capital	277,6	38,8	-71	544,1	83,6	-31	2.464	66,4	-46	3.230	25,4	+10
Buy out	383,3	53,5	-78	105,9	16,3	+512	1.124	30,3	-11	8.883	69,7	+19
Anders	54,9	7,7	-4	0,9	0,1	-	125	3,4	-56	625	4,9	+77
Totaal	715,8	100,0	-74	650,8	100	-19	3.713	100,0	-39	12.738	100,0	+18

Legenda:

Kolom A : bedrag 2001 in miljoenen euro's, voor Verenigd Koninkrijk in miljoenen ponden
 Kolom B : procentueel aandeel in 2001
 Kolom C : procentuele verandering t.o.v. 2000

Bron: EVCA, 2002

Voor Nederland is de verwachting dat de beschikbare middelen voor venture capital zich aanzienlijk negatiever ontwikkelen dan in de drie andere Europese landen. De verwachting bestaat dat de investeringen in de vroege fase van bedrijven uit de hightech sector het scherpst dalen.

Bezien we de sectoren waarin wordt geïnvesteerd dan zien we dat voor Nederland wordt verwacht dat het merendeel van de venture capital middelen voor de niet-hightech sectoren worden aangewend. In Duitsland en het Verenigd Koninkrijk is juist de verwachting dat er relatief meer middelen voor de hightech sectoren worden aangewend. Ook leiden we uit de tabel af dat in Nederland de verwachting bestaat dat een relatief geringer deel van de venture capital middelen in de vroege fase van bedrijven wordt ingezet dan in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk.

4. KENMERKEN VAN INFORMAL INVESTORS

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staan de kenmerken van (de markt voor) informal investors centraal. In paragraaf 4.2 gaan we in op het beschikbare en het daadwerkelijk geïnvesteerde kapitaal van de geraadpleegde investeerders. Paragraaf 4.3 staat in het teken van de wijze en omvang van de participaties die door de investeerders aangegaan worden. Paragraaf 4.4 behandelt de financieringsstructuur en de fase waarin het bedrijf zich bevindt tijdens de aanvang van de participatie. In paragraaf 4.5 behandelen we de verschillende typen geraadpleegde investeerders naar motief en voorkeur.

Voor dit hoofdstuk hebben we gebruik gemaakt van gegevens die door middel van schriftelijke en telefonische enquêtes zijn vergaard. De data zijn dus direct afkomstig van de respondenten (zowel investeerders als bedrijven) die aan het onderzoek hebben meegedaan. In hoofdstuk 1 hebben we uitgewerkt hoe en op welke wijze deze doelgroepen in het onderzoek zijn betrokken.

4.2 Beschikbaar en daadwerkelijk geïnvesteerd kapitaal

In deze paragraaf inventariseren we de omvang van het kapitaal dat bij de geraadpleegde investeerders beschikbaar is voor – en daadwerkelijk geïnvesteerd is in – niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven. Deze inventarisatie biedt antwoord op de vraag om welke bedragen het op de markt voor informal investors nu eigenlijk gaat. Omdat niet iedere geraadpleegde investeerder op het moment van meting middelen geïnvesteerd had, wordt er regelmatig een onderscheid gemaakt tussen:

- daadwerkelijke investeerders (de zogenaamde business angels), en
- niet-investeerders (de zogenaamde virgin angels).

Dit onderscheid komt ook al in tabel 4.1 naar voren. In deze tabel wordt gepresenteerd hoeveel kapitaal de geraadpleegde investeerders in principe beschikbaar hebben om risicodragend te investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven. Dit wordt uitgesplitst naar de groep daadwerkelijke investeerders en de groep niet-investeerders.

Tabel 4.1 Omvang van het beschikbare kapitaal om risicodragend te investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven per geraadpleegde investeerder, uitgesplitst naar daadwerkelijke investeerders en niet-investeerders

Beschikbaar kapitaal voor risicodragende investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven (in euro)	Daadwerkelijke investeerders (N=101)	Niet-investeerders ¹ (N=22)
0-250.000	22%	54%
250.001-500.000	30%	23%
500.001-1.000.000	20%	0%
1.000.001-2.500.000	9%	9%
2.500.001-5.000.000	16%	5%
5.000.001-10.000.000	1%	0%
Meer dan 10.000.000	1%	5%
Deze vraag wil ik niet beantwoorden	1%	4%

¹ = Potentiële investeerders die middelen beschikbaar hebben voor risicodragende investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven maar nog geen middelen daadwerkelijk geïnvesteerd hebben.

Uit tabel 4.1 blijkt dat bijna drievierde deel van de respondenten uit de groep daadwerkelijke investeerders in principe tot één miljoen euro beschikbaar heeft om risico-dragend te investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven. Voor de groep niet-investeerders is dit bedrag duidelijk lager, ruim drievierde van de respondenten heeft tot 500.000 euro beschikbaar.

De virgin angels zijn dus investeerders die wel op zoek zijn naar een participatie maar dit om uiteenlopende redenen nog niet effectief hebben kunnen realiseren. Uiteraard is het interessant om na te gaan wat de achtergronden zijn voor deze non-participatie. Tabel 4.2 bevat in feite de antwoorden op deze vraagstelling.

Tabel 4.2 Redenen waarom virgin angels nog niet geïnvesteerd hebben (meerdere antwoorden mogelijk)

Reden	(N=23)
Nog geen interessant bedrijf tegengekomen	43%
Te weinig zicht op interessante bedrijven	26%
Risico is mij toch te groot	26%
Wel serieus bezig, maar participatie moet nog afgerond worden	17%
Nog geen tijd gehad om me er in te verdiepen	17%
Zou teveel tijd vergen	13%
Ik verwacht te lage rendementen	4%
Fiscaal regime in Nederland is weinig aantrekkelijk daarvoor	4%
Overig	13%

De belangrijkste reden voor niet-investeerders om nog geen kapitaal te hebben geïnvesteerd is het feit dat ze nog geen interessant bedrijf zijn tegengekomen. Een argument dat hiermee samenhangt is dat ongeveer een kwart aangeeft dat zij ook geen zicht heeft op interessante bedrijven. Hiermee wordt in feite bedoeld dat men niet goed weet waar men potentieel interessante bedrijven kan 'vinden' of 'tegenkomen'. Dit geeft aan dat voor een deel van de virgin angels het matchen van vraag en aanbod nog te wensen overlaat. Ook uit de resultaten van de gesprekken met de sleutelpersonen kwam per saldo naar voren dat dit de belangrijkste redenen zijn. Deze uitkomsten zijn van belang als we in hoofdstuk 5 en 6 het zoek- en matchingsproces gaan behandelen, en in hoofdstuk 9 de voorgestelde initiatieven voor verbetering van de markt voor informal investors.

We keren nu weer terug naar de respondenten die hebben aangegeven dat zij al wel feitelijke investeringen hebben gepleegd in niet-beursgenoteerde bedrijven. Tabel 4.3 laat zien welk deel van het vermogen – dat in principe beschikbaar is voor dergelijke investeringen – op het moment van het onderzoek daadwerkelijk geïnvesteerd was.

Tabel 4.3 Deel van risicodragend kapitaal dat feitelijk geïnvesteerd is

Aandeel geïnvesteerd kapitaal van totaal (in procenten)	(N=97)
0-25%	32%
26-50%	29%
51-75%	18%
76-100%	21%

De resultaten geven aan dat de meeste investeerders een 'buffer' aanhouden van het totaal kapitaal dat zij beschikbaar hebben. Ruim 60% van de respondenten heeft maximaal de helft van het potentiële vermogen voor dit type investeringen daadwerkelijk vastgelegd. Dat impliceert verder dat er in principe – naast de virgin angels – ook bij de business angels nog vrij veel kapitaal 'boven de markt zweeft'.

We hebben in het onderzoek ook specifiek aandacht besteed aan de vraag waarom business angels een deel van het vrij beschikbare vermogen, voor investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven, achterhouden. We hebben dat name gedaan in de aanvullende telefonische interviews die we bij een deel van de respondenten konden afnemen (zie ook hoofdstuk 1).

Tabel 4.4 Motieven van business angels om een buffer aan te houden, in procenten (N=22, meerdere antwoorden mogelijk)

Motieven voor het aanhouden van een buffer	(N=22)
Onvoldoende interessante mogelijkheden	32%
Ik wil voldoende middelen beschikbaar hebben om direct op kansen te kunnen inspringen	23%
Door de economische malaise (op de beurzen) ben ik voorzichtiger geworden	18%
Net uit een of enkele participatie(s) gestapt waardoor ik (tijdelijk) over vrije middelen beschik	5%
Overig	64%

Tabel 4.4 laat zien dat het belangrijkste motief het gebrek aan interessante mogelijkheden is. Dit spoort in feite met de bevindingen die we hierboven bij de virgin angels al zagen. Een ander belangrijk motief om een buffer aan te houden is de strategie om voldoende middelen beschikbaar te hebben voor toekomstige kansen. Een belangrijk deel van de respondenten gaf daarnaast nog 'overige reden' op. Op zich ging het hier om een vrij bonte verzameling van argumenten maar enkele 'rode draden' hierin zijn: risicospreiding (3 maal genoemd), onplezierige ervaringen in het verleden (2 maal genoemd) en het feit dat de participaties duur zijn (2 maal genoemd).

In de volgende twee paragrafen wordt de markt voor informal investors op het niveau van de afzonderlijke participaties verkend.

4.3 Typering van de participaties naar wijze en omvang

Investeerders kunnen op verschillende wijzen risicodragend investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven. Een belangrijk onderscheid is wat dit aangaat de rechtstreekse directe investering en de indirecte investering via een (beleggings)fonds. Uit dit onderscheid vloeit de volgende tweedeling van investeerders voort:

- de informal investor;
- de investeerder via een (beleggings)fonds.

Bij de eerste variant kan nog weer een nader onderscheid worden gemaakt. Zo kan de informal bijvoorbeeld direct als privé-persoon investeren als via één of meerdere BV's die in zijn (of haar) bezit zijn. Tabel 4.5 laat de relatieve verhouding zien tussen de verschillende vormen van investeringen door de geraadpleegde investeerders.

Tabel 4.5 Wijze van investeren door geraadpleegde investeerders, in procenten (meerdere antwoorden mogelijk)

Investeringswijze	(N=99)
Direct: als privé-persoon	41%
Direct: als BV	83%
Indirect	29%
Overig	6%

Tabel 4.5 laat in de eerste plaats zien dat de directe vormen van investeringen overheersen bij de doelgroepen. Daarbij vinden er zowel investeringen als privé-persoon plaats als via een BV. Binnen de directe vormen van investeringen overheerst deze laatste investeringswijze.

Dan gaan we nu over tot de absolute omvang van de investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven die door de respondenten in het najaar van 2002 al gepleegd waren. Daarbij maken we nog nader onderscheid tussen de hierboven besproken directe en indirecte vormen van investeren. Tabel 4.6 bevat de resultaten van deze vraagstelling.

Tabel 4.6 Totaal geïnvesteerd kapitaal per investeerder naar directe en indirecte vorm (N=97, respondenten kunnen zowel direct als indirect investeren)

Geïnvesteerd kapitaal (in euro)	Direct	Indirect
Geen middelen	4%	16%
0-250.000	43%	21%
250.001-500.000	20%	6%
500.001-1.000.000	8%	9%
1.000.001-2.500.000	5%	3%
2.500.001-5.000.000	6%	1%
5.000.001-10.000.000	1%	0%
Meer dan 10.000.000	2%	0%
Deze vraag wil ik niet beantwoorden	1%	1%

Tabel 4.6 laat allereerst zien dat de geraadpleegde daadwerkelijke investeerders meer middelen hebben uitstaan via een directe rechtstreekse investering dan via een (beleggings)fonds. Verder zien we dat een belangrijk deel van de ondervraagde private investeerders in totaal tot zo'n 500.000 euro geïnvesteerd heeft. Dat geldt dan zowel voor de directe als de indirecte investeringsvorm.

In tabel 4.7 staat weergegeven in welke investeringsklassen de geraadpleegde informal investors één of meerdere directe participaties hebben uitstaan.

Tabel 4.7 Investeringsklassen van directe participaties van informal investors (meerdere antwoorden mogelijk)

Omvang (in euro)	(N=88)
1-50.000	59%
50.001-100.000	52%
100.001-200.000	42%
200.001-500.000	20%
500.001-1.000.000	11%
1.000.001-2.000.000	6%
Meer dan 2.000.000	5%

Zoals verwacht kon worden zien we een 'aflopend' patroon in deze tabel. Ongeveer 3 op de 5 informal investors heeft wel een participatie lopen in de klasse tot 50.000 euro. Bezien we echter de investeringsklasse van 1 tot 2 miljoen euro dan geeft nog maar 6% van de informal investors aan dat zij binnen deze bandbreedte een participatie hebben. Verder zien we dat er rondom de 200.000 euro een soort 'breukpunt' ligt. Onder deze grens doen veel informal investors 'mee' maar boven deze grens vindt een aanzienlijke uitdunning plaats.

Om nader inzicht te verkrijgen in de bandbreedte van de participaties hebben we de respondenten in de telefonische interviews gevraagd of zij expliciet minima en maxima hanteren bij het aangaan van een participatie. Eén op de drie (32%) geraadpleegde informal investors (N=28) doet dit niet. Van de respondenten hanteert de helft wel een minimum ondergrens die gemiddeld uitkomt op 174.000 euro (N=14), met een mediaan van 50.000 euro. Een maximumgrens wordt door 61% van deze respondenten gehanteerd, die gemiddeld op 269.000 euro uitkomt, met een mediaan van 200.000 euro.

4.4 Typering directe participaties naar financieringsstructuur en bedrijfsfase

In de vorige paragraaf hebben we het onderscheid tussen directe en indirecte investeringen uiteengezet en gekwantificeerd. Tevens is daar een indruk gegeven van de omvang van de afzonderlijke participaties. Deze paragraaf behandelt een aantal andere aspecten van de participaties, namelijk de financieringsstructuur en de fase waarin het bedrijf zich bevindt als de participatie daadwerkelijk wordt ingezet.

De respondenten hebben we gevraagd of zij een aandelenbelang in de bedrijven hadden en welk type belang dit betreft. Voor de respondenten die deze vraag konden beantwoorden hebben we de resultaten in tabel 4.8 opgenomen. In totaal hadden deze 80 respondenten 300 participaties

Tabel 4.8 Verdeling van de participaties van de geraadpleegde informal investors (80) naar type participatie (N=300 participaties)

Type participatie	(N=300)
Aandelenbelang	91%
Waarvan minderheidsbelang*	83%
Waarvan meerderheidsbelang*	17%
Geen belang in aandelen (bijv. achtergestelde lening)	7%
Bedrijf nog in oprichting	2%

* Gerelateerd aan het aantal participaties met aandelen.

Allereerst blijkt dat participatie in aandelen duidelijk de voorkeur geniet van de informal investors. Dit type participatie zal vaak in combinatie voorkomen met een bepaalde leningsvorm. Slechts in één op de vijftien participaties is er sprake van risicodragend kapitaal uitsluitend in de vorm van (achtergestelde) leningen. Verder zien we bij aandelenparticipaties een overduidelijke voorkeur voor een minderheidsbelang van de informal investors. Bij ongeveer één op de zes aandelenparticipaties is er sprake van een meerderheidsbelang. Later in dit rapport (hoofdstuk 7) komt nog nader aan bod in hoeverre bovenstaande verdeling ook samenhangt met de mate waarin advies, begeleiding en coaching wordt ingezet.

Om een uitgebreider beeld te krijgen van de huidige participatieportefeuille van de geraadpleegde informal investors, zijn we nagegaan hoeveel respondenten één of meerdere participaties in startende bedrijven hebben uitstaan. Bovendien hebben we de informal investors gevraagd of zich onder deze participatie(s) ook innovatieve starters bevinden. Innovatieve starters zijn bedrijven die niet ouder zijn dan vijf jaar en die zich bezighouden met de ontwikkeling en/of marktintroductie van vernieuwende producten en/of diensten die ook nieuw zijn voor Nederland. Tabel 4.9 geeft een overzicht van de resultaten.

Tabel 4.9 Aandeel informal investors die investeren in startende bedrijven, waaronder innovatieve starters, door middel van één of meerdere directe participaties

Startende bedrijven/innovatieve starters	
Startende bedrijven (N=84)	94%
Waarvan innovatieve starters*	92%

* Gerelateerd aan het aantal startende bedrijven.

Uit tabel 4.9 blijkt dat starters (en innovatieve starters) een belangrijke doelgroep voor de ondervraagde informal investors vormen. Bijna iedere geraadpleegde informal investor heeft één of meerdere participaties uitstaan bij een startend bedrijf. Gemiddeld gaat het om 3,3 participaties, met een mediaan van 2. Het merendeel van de respondenten die aangeven in één of meerdere startende bedrijven te investeren, merkt op dat onder deze participaties zich ook innovatieve starters bevinden. Per informal investor gaat het hierbij gemiddeld om 2,8 bedrijven, met een mediaan van 2. Deze gegevens hebben betrekking op de feitelijke situatie. In hoofdstuk 6 komen de voorkeuren van de investeerders voor startende bedrijven dan wel innovatieve starters uitgebreid aan bod (zie paragraaf 6.2).

Een interessante vraag is in welke ondernemingsfase de informal investors precies investeren. Om hier inzicht in te krijgen hebben we de respondenten gevraagd om aan te geven in welke fase van de onderneming zij geparticipeerd hebben. Het gaat hierbij dus

om de fase op het moment van participeren.

Tabel 4.10 Directe investeringen naar fase waarin bedrijf zich bevindt (meerdere antwoorden mogelijk)

Bedrijfsfase	(N=83)
Pré-startfase	30%
Rondom feitelijke start	45%
Net na de start	49%
Jong bedrijf met exponentiële groei	37%
Bestaand bedrijf	34%
Doorstartend bedrijf	22%
Fusie/overname	8%
Management buy out/buy in	16%
Reorganisatie	11%

De bevindingen van bovenstaande tabel laten overduidelijk zien dat de 'piek' van de investeringen van informal investors zich net om en nabij de startfase bevindt. In deze zin zijn de informals inderdaad 'complementair' aan de investeringen zoals die bijvoorbeeld door participatiemaatschappijen en venture capital fondsen worden gepleegd. In het voorgaande hebben we immers gezien dat deze partijen in de afgelopen jaren steeds meer de neiging hebben gekregen om deze fasen te 'verlaten'. Deze complementariteit komt ook nog eens tot uitdrukking door het feit dat de animo van de informal investors voor de latere ondernemingsfasen duidelijk terugloopt.

We hebben de informal investors ook gevraagd of zij in de praktijk anders omgaan met participaties in startende dan wel bestaande bedrijven. Tabel 4.11 geeft hier een overzicht van.

Tabel 4.11 Verschillen in participatie tussen bestaande bedrijven en starters bij directe investeringen

Verschil (starters ten opzichte van bestaande bedrijven)	(N=86)
Er zijn geen verschillen	22%
Er zijn verschillen, namelijk:	53%
<i>Kritischer ten opzichte van ondernemingsplannen*</i>	80%
<i>Hogere rendementseisen*</i>	20%
<i>Meer tijd in begeleiding en advisering*</i>	62%
<i>Overig*</i>	20%
Ik participeer sowieso niet in bestaande bedrijven	16%
Ik participeer sowieso niet in startende bedrijven	9%

* Gerelateerd aan het aantal respondenten dat verschillen ervaart (meerdere antwoorden mogelijk) (N=45)

Bijna een kwart van de geraadpleegde informals signaleert geen belangrijke verschillen terwijl nog eens kwart zich geen mening over deze vraagstelling kan vormen omdat zij bij voorbaat niet investeren in één van deze segmenten. Ruim de helft signaleert dus wel

verschillen. Daarbij springt een tweetal aspecten er overduidelijk uit. In de eerste plaats wordt er bij startende bedrijven kritischer naar de ondernemingsplannen gekeken. Een tweede belangrijk verschil is dat de informal investors meer tijd in de begeleiding en advisering van starters steken.

4.5 Typering van de informal investors

In deze paragraaf gaan we nader in op de achtergronden van de informal investor om als 'informal' op te willen treden. We hebben eerst aan de respondenten gevraagd of zij een rapportcijfer konden geven aan verschillende redenen om als informal te fungeren. Tabel 4.12 bevat de resultaten van deze vraagstelling.

Tabel 4.12 Belang van motieven om te opereren als informal investor als gemiddeld rapportcijfer

Motief	Gemiddeld rapportcijfer
Rendement op lange termijn (waardeontwikkeling van aandelen) (N=90)	8,6
Verlenen van (management)ondersteuning (N=90)	7,2
Persoonlijke relatie met ondernemer (N=88)	6,9
De uitdaging (N=82)	6,6
Graag zinvol bezig willen zijn (N=77)	5,7
Rendement op korte termijn (cash rendement) (N=85)	4,6
Maatschappelijke 'verplichting' (N=77)	3,9

NB: Een 1 betekent 'totaal niet relevant' terwijl een 10 'uitermate relevant' inhoudt.

Uit tabel 4.12 blijkt dat het belangrijkste motief om als informal investor op te treden het rendement op lange termijn is. Dit is dus een **financieel** argument. Op de tweede en derde plaats komen aspecten die meer gericht zijn op de **inhoudelijke aspecten** van een participatie door een informal investor: het bieden van (management)ondersteuning en de persoonlijke relatie met de ondernemer.

Op deze tweedeling komen we bij de analyse van de betekenis van de informal investors voor bedrijven in hoofdstuk 7 en 8 nader terug. Om een verdeling van typen informal investors naar motieven te maken, is bovenstaande tabel goed bruikbaar. De bovenste twee motieven zijn voornamelijk financieel van aard: de informal investor die voornamelijk bewogen wordt door de rendementsverwachtingen van het niet-beursgenoteerde (startende) bedrijf. De overige motieven in bovenstaande tabel leggen meer de nadruk op het 'engagement' van de informal investor, zowel ten opzichte van de onderneming als ten opzichte van de maatschappij. Hierdoor kan er een volgend onderscheid gemaakt worden tussen de informal investors:

- de informal investor als belegger, en
- de informal investor als geëngageerde investeerder.

Dit onderscheid komt in de volgende hoofdstukken nog regelmatig terug bij de behandeling van het gedrag van de informal investors op de markt.

Informal investors kunnen solitair investeren of gezamenlijk met andere informal investors optrekken in vorm van bijvoorbeeld een syndicaat. Zo'n samenwerkingsverband heeft dan een informele status en is dus duidelijk geen (beleggings)fonds. Van het totaal aantal respondenten (N=87) dat deze vraag beantwoorde gaf 56% aan minstens één of meerdere directe zelfstandige participaties te hebben. Bijna 83% had participaties waarbij gezamenlijk met andere informal investors is geïnvesteerd.

Op de voor- en nadelen van het gezamenlijk optrekken van informal investors bij participaties gaat tabel 4.13 nader in. We hebben deze vraag voorgelegd aan de respondenten waarmee naast de schriftelijke enquête ook een telefonisch interview afgenomen kon worden. Een deel van deze respondenten (16) kon deze vraag beantwoorden omdat zij inmiddels al voldoende ervaring met dit soort samenwerkingsvormen hadden.

Tabel 4.13 Voor- en nadelen van gezamenlijke participaties van informal investors (N=16, meerdere antwoorden mogelijk)

Via een gezamenlijke aanpak ...	Eens	Oneens
Is het gemakkelijker om aan geschikte (startende) bedrijven te komen	69%	25%
Is begeleiding/coaching van (startende) ondernemers beter te regelen	75%	25%
Is het beter mogelijk om de risico's als investeerder te spreiden	75%	19%
Kan er meer expertise worden ingebracht in het bedrijf	88%	6%
Kun je ook van andere private investeerders leren	81%	13%
Haal je gemiddeld gezien hogere rendementen	13%	56%
Kunnen administratieve lasten rondom een participatie gereduceerd worden	38%	19%
Zijn er betere 'exit'-mogelijkheden	6%	69%
Is er veel extra 'gedoe' en discussies met andere private investeerders, je kunt beter zelf alleen als informal investor optreden	38%	56%
Is het financieel gezien minder aantrekkelijk omdat eventuele rendementen met meer personen gedeeld moeten worden	19%	56%
Overig	6%	0%

Uit tabel 4.13 blijkt dat de gezamenlijke aanpak zich voornamelijk uitbetaalt bij het vinden van geschikte bedrijven, bij de inhoudelijke inbreng in de (startende) onderneming en bij het spreiden van risico's. Betere exit-mogelijkheden lijken niet aan de orde.

Naast de directe investeringen als informal investor houdt een deel van de geraadpleegde investeerders zich ook bezig met indirecte investeringen die via een (beleggings)fonds lopen. Dit gold voor 38 respondenten. Voor het merendeel van deze respondenten (84%) was het ook een bewuste keuze geweest om – eventueel naast direct investeringen – ook te participeren in één of meerdere (beleggings)fondsen. De overwegingen hiervoor staan in tabel 4.14.

Tabel 4.14 Overwegingen om ook te kiezen voor indirecte investeringen via een (beleggings)fonds (meerdere antwoorden mogelijk)

Overweging	(N=32)
Spreiding van risico's	81%
Veel werk 'uit handen'	50%
Fondsen kunnen beter onderhandelen	28%
Hoger rendement	28%
Bewust een (zekere) afstand houden tot bedrijf	9%
Overig	16%

De belangrijkste overwegingen blijken te zijn: het spreiden van de risico's en het feit dat

beleggingsfondsen de private investeerder werk uit handen kunnen nemen.

Tot slot van dit hoofdstuk schenken we nog aandacht aan de virgin angels in onze steekproef. Ook aan deze doelgroep hebben we namelijk de vraag voorgelegd waar hun voorkeur qua wijze van investeringen naar uitgaat. Vijftien personen konden deze vraag beantwoorden (tabel 4.15).

Tabel 4.15 Voorkeur van virgin angels voor varianten van investeringen

Voorkeur	(N=15)
Directe, rechtstreekse investering	73%
Indirecte investering met tussenkomst van (beleggings)fonds	13%
Geen voorkeur	14%

Uit de uitkomsten komt een sterke voorkeur voor directe, rechtstreekse investeringen naar voren.

5. HET ZOEKPROCES

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat het zoekproces van zowel bedrijven als investeerders centraal. De indeling van het hoofdstuk volgt de chronologie die het zoekproces kent. In paragraaf 5.2 komt de financieringsvraag van de geraadpleegde bedrijven aan bod, eerst in het algemeen, en later gespecificeerd naar de markt voor informal investors. Paragraaf 5.3 behandelt vervolgens de kanalen die de geraadpleegde bedrijven gebruikt hebben om een geschikte informal investor aan te trekken. Daartegenover wordt gezet welke kanalen de geraadpleegde investeerders op hun beurt aangewend hebben om geschikte bedrijven te vinden. In paragraaf 5.4 staat de participatie van bedrijven en investeerders bij intermediaire organisaties en/of netwerken (zoals de BAN's) centraal. Tenslotte biedt paragraaf 5.5 inzicht in de knelpunten tijdens het zoekproces, zowel vanuit het perspectief van bedrijven als van investeerders.

5.2 De financieringsvraag van bedrijven

Voor niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven bestaan er op zich verschillende financieringsopties. Deze variëren van familie en bekenden tot banken. Om zicht te krijgen op het gebruik van deze opties, zijn we bij de ondervraagde bedrijven allereerst nagegaan welk van deze opties zij destijds – toen financiering aan de orde was – benaderd hebben. In het verlengde daarvan hebben we ook aandacht besteed aan de feitelijke participatie van verschillende typen financiers. Tabel 5.1 geeft een samenvatting van de uitkomsten van beide typen vraagstellingen.

Tabel 5.1 Benaderde typen financiers en feitelijke participatie (N=48, meerdere antwoorden mogelijk)

Partij	Benaderd	Gefinancierd
Informal investors	100%	73%
Banken	69%	19%
Participatiemaatschappijen	65%	17%
Familie/bekenden	40%	23%
Beleggingsfondsen	13%	4%
Overig	27%	17%

Uit de respons van de geraadpleegde bedrijven blijkt dat de meest benaderde kanalen informal investors, banken en participatiemaatschappijen zijn. Dit eerste is natuurlijk ook logisch gelet op het feit dat we bedrijven in de steekproef hebben betrokken waarvan bekend was dat zij naar financiering van informal investors hadden gezocht. Beleggingsfondsen zijn door de bedrijven in onze steekproef maar in zeer beperkte mate benaderd. Kijken we vervolgens naar de mate waarin er feitelijke financiering plaats heeft gevonden dan komt naar voren dat ongeveer driekwart van de bedrijven (gedeeltelijke) financiering van informal investors heeft verkregen. Deze succesratio's – vanuit het perspectief van de ondernemers – vallen voor banken en participatiemaatschappijen veel lager uit. De categorie familie en bekenden scoort echter weer hoger wat deze ratio aangaat. Naast het aantrekken van externe financiering neemt overigens 91% van de respondenten (N=46) ook zelf risicodragend deel aan de financiering van het bedrijf. We roepen bij deze resultaten – zie ook paragraaf 1.4 – in herinnering dat de bedrijven uit onze steekproef voor een belangrijk deel als 'starter' kunnen worden aangemerkt. We

doen dat omdat de bevindingen op zich goed sporen met datgene wat over het algemeen gesteld wordt over de financiering van starters (zie ook hoofdstuk 1 bijvoorbeeld).

Op zich kan het zoeken naar externe financiering in verschillende ondernemingsfasen spelen. De door ons ondervraagde bedrijven hebben – voor hun situatie – aangegeven wanneer dat het geval is geweest (tabel 5.2).

Tabel 5.2 Fase waarin de geraadpleegde bedrijven op zoek zijn gegaan naar externe financiering, meerdere antwoorden mogelijk

Bedrijfsfase	(N=48)
Pré-startfase	52%
Rondom feitelijke start	44%
Net na de start	21%
Jong bedrijf met exponentiële groei	15%
Bestaand bedrijf	13%
Doorstartend bedrijf	23%
Fusie/overname	0%
Management buy in/buy out	2%
Reorganisatie	0%
Overig	8%

Uit tabel 5.2 blijkt dat het voornamelijk om de fase vóór (pré-start), rondom en net na de feitelijke start gaat. We kunnen bovenstaande aandelen naar fasen ook vergelijken met de bevindingen onder de geraadpleegde informal investors over hun directe investeringen naar ondernemingsfase (zie tabel 4.10). We zien dan dat de financieringsbehoeften van de ondervraagde ondernemers (qua ondernemingsfase) vrij goed sporen met het investeringspatroon van informal investors. Ook informal investors leggen in hun investeringsactiviteiten de nadruk op de zojuist genoemde fasen.

Gelet op de doelstellingen van het onderzoek is het ook interessant om na te gaan wat de ervaringen van de bedrijven zijn geweest bij het vinden van feitelijke financiering. Voor de beantwoording van deze vraagstelling verwijzen we naar tabel 5.3 hieronder.

Tabel 5.3 Inspanningen die het bedrijven gekost heeft om financiering te vinden

Mate van moeite	(N=47)
Zeer veel moeite	23%
Veel moeite	30%
Niet veel en niet weinig moeite	23%
Weinig moeite	19%
Zeer weinig moeite	4%

Ruim de helft van de bedrijven (53%) is van mening dat zij (zeer) veel moeite hebben moeten plegen om de financiering rond te krijgen. Bijna een kwart van de bedrijven (23%)

heeft daar echter (zeer) weinig moeite mee gehad terwijl eveneens een kwart van de bedrijven een 'neutraal antwoord' ('niet veel en niet weinig') geeft.

Gelet op de doelstellingen van het onderzoek zoomen we in tabel 5.4 nog eens specifiek in op de inspanningen die het de ondernemers heeft gekost om specifiek een informal investor te vinden. Daaruit komt (eveneens) naar voren dat ruim de helft van de ondervraagden dit als (zeer) lastig heeft ervaren. Voor een iets kleiner deel van de bedrijven is dit echter minder lastig geweest.

Tabel 5.4 Beoordeling van het vinden van een informal investor ter financiering

Beoordeling	(N=45)
Zeer lastig	22%
Lastig	29%
Niet lastig	44%
Weet niet	4%

Een – ook vanuit beleidsmatig oogpunt – interessante vraag is natuurlijk wat voor ondernemers nu de belangrijkste redenen zijn om te zoeken naar (financiering van) informal investors. De antwoorden die in tabel 5.5 gepresenteerd staan bevestigen in zeer sterke mate het beeld – en de toegevoegde waarde – van de informal investors. De ondernemers noemen namelijk een tweetal hoofdredenen voor het betrekken van informal investors. Een eerste hoofdreden heeft te maken met het 'financieringsgat' dat andere partijen (blijkbaar) in de markt laten liggen. Zo geeft bijna de helft van de ondernemers aan dat zij zich 'noodgedwongen' wel tot informal investors moesten wenden omdat de interesse bij andere partijen ontbrak. De andere hoofdreden is meer inhoudelijk van aard en heeft te maken met de inhoudelijke meerwaarde – advies, begeleiding en de inbreng van contacten/netwerken – die er van informal investors uitgaat.

Tabel 5.5 Belangrijkste overwegingen voor het betrekken van informal investors bij de financiering van het bedrijf

Overweging	(N=47)
Noodgedwongen, andere partijen geen animo	47%
Advisering/begeleiding/coaching is waardevol	43%
Contacten en netwerken zijn waardevol	36%
Aantrekkelijke financieringsvoorwaarden	13%
Daardoor ook andere partijen kunnen bewegen te financieren	11%
Zelf voldoende kapitaal, toch voor risicospreiding en -reductie	6%
Toegewezen gekregen van bank/beleggingsfonds	2%
Overig	23%

Hierboven hebben we al gezien dat – gebaseerd op ervaringen in het verleden – circa de helft van de ondernemers het destijds (vrij) lastig heeft gevonden om een informal investor te vinden. Deze zoektocht heeft in de meeste gevallen echter een tijdje terug plaatsgevonden. Daarom hebben we in tabel 5.6 ook weergegeven hoe de ondernemers

de huidige situatie (najaar 2002) inschatten om kapitaal van informal investors te betrekken.

Tabel 5.6 Beoordeling van het huidige klimaat om (financiering van) informal investors aan te trekken vanuit het perspectief van ondernemers

Beoordeling	(N=44)
Zeer goed	2%
Goed	7%
Neutraal	11%
Slecht	55%
Zeer slecht	21%
Weet niet	4%

Bezien we de resultaten dan is er in feite maar één conclusie mogelijk en dat is dat veel ondernemers de markt voor investeringen door informal investors momenteel als (zeer) slecht bestempelen. In de toelichtingen op de antwoorden verwijzen veel ondernemers naar de huidige (slechte) economische situatie en dan met name de malaise op de beurs. Later in deze rapportage komen we nog terug op de houding van de informal investors zelf ten aanzien van dit type investeringen.

Overall gezien werd ook door de geraadpleegde sleutelpersonen deze mening van de informal investors onderschreven. Ook de sleutelpersonen gaven namelijk vrijwel unaniem aan dat het investeringsklimaat op dit moment vrij slecht is. Aangegeven werd dat veel informals de waarde van hun aandelenbezit sterk hebben zien afnemen. Als men de geïnvesteerde middelen op dit moment liquide zou moeten maken – om bijvoorbeeld te investeren in nieuwe participatievoorstellen – dan zou dit betekenen dat er grote verliezen moeten worden ‘genomen’. Naar de toekomst toe zijn de meeste sleutelpersonen vrij positief over het investeringsklimaat. Een verbetering van het economisch klimaat zal ook informal investors weer gaan aanzetten om te gaan investeren. Overigens blijkt uit onze analyse (zie tabel 9.2) dat ook de informal investors vrij positief over de toekomst zijn. Bovendien werd veelvuldig opgemerkt dat er naar verwachting de komende tijd veel bedrijven verkocht gaan worden. De verkopers hiervan kunnen als de informals van morgen worden bestempeld.

5.3 Gebruikte zoekkanalen door bedrijven en informal investor

In deze paragraaf worden de zoekkanalen behandeld die door respectievelijk bedrijven en investeerders worden gebruikt. Hiermee wordt inzicht geboden in het zoekgedrag van beide typen actoren op de markt van informal investors.

In de vorige paragraaf bleek dat alle geraadpleegde bedrijven in de afgelopen jaren informal investors hebben benaderd om de financiering van hun bedrijf rond te krijgen. In tabel 5.7 staat weergegeven welke typen bronnen de bedrijven hebben aangewend om informal investors ‘op het spoor’ te komen.

Tabel 5.7 Gehanteerde bronnen/methoden voor het zoeken van informal investors door bedrijven (meerdere antwoorden mogelijk)

Bron/Methode	(N=48)
Via mijn eigen netwerk (vrienden, familie, zakenrelaties)	79%
Door zelf actief te zoeken	56%
Via specialistische organisatie(s) zoals: NeBIB, MMI, ABN Amro, ROBAN	50%
Via de Kamer van Koophandel, Syntens of een ROM	29%
Via mijn bank(en)	21%
Via internet	13%
Via participatiemaatschappijen/beleggingsfondsen	10%
Via advertenties in o.m.: Quote, OBR, financiële bladen, kranten	10%
Informal investor(s) heeft/hebben mij benaderd	4%
Via mijn reguliere adviseurs (accountants, administratiekantoor, etc.)	4%

De belangrijkste bron of methode wordt gevormd door het eigen netwerk van de ondernemer zelf. Vier van de vijf ondernemers geeft aan dit netwerk ingezet te hebben. In het verlengde daarvan meldt ruim de helft van de ondernemers dat zij actief zelf gezocht hebben. De inzet van het eigen netwerk en de eigen inzet van ondernemers zijn overigens beide zaken die zich moeilijk vanuit overheidsbeleid laten beïnvloeden. Een derde kanaal of methode bestaat dan uit het benutten van gespecialiseerde matchings-organisaties. Hier liggen wellicht meer mogelijkheden voor overheidsinterventie. Dat geldt zeker ook voor de vierde methode of kanaal dat genoemd wordt. Bijna één op de drie ondernemers geeft namelijk aan dat zij ook aangeklopt hebben bij intermediaire partijen zoals de Kamers van Koophandel, Syntens en de regionale ontwikkelingsmaatschappijen. Dit zijn allemaal organisaties waar bijvoorbeeld het Ministerie van Economische Zaken directe invloed heeft. Deze organisaties worden door de ondernemers meer genoemd dan bijvoorbeeld banken en adviseurs. In de conclusies en aanbevelingen komen we hier nader op terug.

Naast de informal investors zijn we, zoals gezegd, ook bij de **investeerd**ers nagegaan welke **'zoekkanalen'** door hen gehanteerd worden om mogelijk interessante bedrijven op het spoor te komen. In het resterende deel van deze paragraaf staan deze zoekkanalen centraal (zie ook tabel 5.8).

Tabel 5.8 Zoekkanalen van investeerders, uitgesplitst naar daadwerkelijke investeerders en niet-investeerders (meerdere antwoorden mogelijk)

Bron	Daadwerkelijke investeerders (N=99)	Niet-investeerders (N=14)
Ik zoek niet naar bedrijven om rechtstreeks in te investeren	8%	-
Door zelf actief te zoeken	27%	29%
Ondernemers die mij benaderen	56%	29%
Via de Kamer van Koophandel, Syntens of een ROM	9%	14%
Via mijn reguliere adviseurs (accountants, administratiekantoor, etc.)	24%	36%
Via mijn bank(en)	22%	64%
Via mijn eigen netwerk (vrienden, familie, zakenrelaties)	71%	64%
Via participatiemaatschappijen/beleggingsfondsen	20%	0%
Via specialistische organisatie(s) zoals NeBIB, TIIN, MMI	35%	43%
Via internet	4%	21%
Via advertenties	3%	7%

Als we de groepen daadwerkelijke investeerders en niet-investeerders met elkaar vergelijken valt op dat de geraadpleegde groep niet-investeerders (de zogenaamde virgin angels) met name banken relatief veelvuldig(er) gebruiken. Anderzijds zien we dat daadwerkelijke investeerders vaker rechtstreeks benaderd worden door ondernemers. Blijkbaar is de gemiddelde 'afstand' van de virgin angels tot de bedrijven die financiering zoeken wat groter dan voor de daadwerkelijke investeerders. Voor beide groepen geldt wel dat het eigen netwerk (in het geval van de niet-investeerders samen met de categorie 'banken') de belangrijkste bron is om bedrijven voor investeringen te vinden.

Vermeldenswaard is verder dat intermediaire organisaties (zoals Kamers van Koophandel en dergelijke) maar ook specialistische organisaties voor informal investors minder relevant zijn dan voor bedrijven. Daarentegen zijn reguliere adviseurs als zoekkanaal duidelijk belangrijker voor informal investors dan voor bedrijven.

In de aanvullende telefonische interviews zijn we ook nagegaan of er voor de informal investors momenteel partijen actief zijn die voor hun zoeken naar mogelijk interessante bedrijven om risicodragend in te investeren. Van de geraadpleegde investeerders die deze vraag kon beantwoorden (N=29) gaf ongeveer tweederde (62%) hierop een bevestigend antwoord. De meest genoemde partijen zijn NeBIB, ABN Amro en TIIN. Een vervolgvraag die hiermee samenhangt is of deze partijen met enige regelmaat geschikte bedrijven aanleveren. Ook deze vraag hebben we voorgelegd aan de investeerders waarmee een aanvullend telefonisch interview heeft plaatsgevonden (zie tabel 5.9)

Tabel 5.9 Mate van aanlevering van geschikte bedrijven door partijen die voor de geraadpleegde investeerders actief zoeken naar mogelijke interessante niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven om direct in te investeren

Mate van aanlevering	(N=18)
Zeer frequent	6%
Vrij regelmatig	22%
Af en toe	39%
(Bijna) nooit	33%
Weet niet	0%

Het blijkt dat de informal investors in ieder geval niet 'overstelp't worden met investeringsvoorstellen door dit soort 'bemiddelende' partijen. Eén op de drie respondenten geeft aan (bijna) nooit een voorstel te krijgen.

5.4 Aansluiting bij intermediaire organisaties en initiatieven

Van de geraadpleegde bedrijven (N=46) geeft 70% aan aangesloten te zijn bij een organisatie of initiatief dat zich richt op het bij elkaar brengen van de (financierings)vraag van bedrijven en het aanbod van informal investors. In tabel 5.10 staan de organisaties en initiatieven gepresenteerd. We merken op dat deze tabel niet een representatief beeld zal geven van alle (niet-beursgenoteerde) bedrijven die naar risicodragende financiering via informal investors zoeken. Immers, we zijn de betreffende bedrijven voor een belangrijk deel op het spoor gekomen via de organisaties die in onderstaande tabel gepresenteerd staan.

Tabel 5.10 Intermediaire organisaties of initiatieven waarbij geraadpleegde bedrijven aangesloten zijn (meerdere antwoorden mogelijk)

Intermediair(e) organisatie of initiatief	(N=32)
NeBIB	75%
Money Meets Ideas	19%
TIIN	3%
ABN Amro Informal Investment	25%
Overige: o.a. Roban, Centurion	25%

Een nadere analyse leert dat van de ondervraagde bedrijven ruim de helft (56%) tevreden is over het functioneren van de organisatie of het initiatief waar men in participeert. Ruim eenderde deel (38%) is echter niet tevreden. Daarbij worden als argumenten bijvoorbeeld genoemd:

- teveel op informal investors gericht in plaats van op bedrijven (3 maal genoemd);
- een te arrogante opstelling (2 maal genoemd).

Uit het bovenstaande volgt dat bijna eenderde (15) van de geraadpleegde bedrijven niet aangesloten is bij één of meerdere matchingsinitiatieven. Eenderde deel zou zich overigens wel bij zo'n initiatief aan willen sluiten, maar tot nu toe is het daar niet van gekomen. Verder konden 11 bedrijven aangeven waarom ze (tot nu toe nog) niet participeerden in matchingsinitiatieven (tabel 5.11).

Tabel 5.11 Redenen voor bedrijven om niet te participeren in matchingsinitiatieven

Reden	(N=11)
Onbekendheid met initiatieven	18%
Zelf met zo'n initiatief bezig	18%
Kost teveel tijd	18%
Niet op mijn bedrijf van toepassing	18%
Overige	18%

Aan de geraadpleegde investeerders (N=98) is eveneens de vraag voorgelegd in welk matchingsinitiatief men participeert. Voor de uitkomsten van deze vraagstelling verwijzen we naar tabel 5.12 hieronder. Ook hier geldt dat gelet op de 'steekproeftrekking' van informal investors (zie hoofdstuk 1) de resultaten van onderstaande tabel waarschijnlijk niet representatief zullen zijn voor alle informal investors in Nederland.

Tabel 5.12 Participatie van investeerders in verschillende matchingsinitiatieven (meerdere antwoorden mogelijk)

Intermediair(e) organisatie of initiatief	Daadwerkelijke investeerders (N=77)	Niet-investeerders (N=13)
NeBIB	55%	15%
Money Meets Ideas	16%	0%
TIIN	27%	8%
ABN Amro Informal Investment	29%	62%
Overige	31%	38%

Van de investeerders is 59% tevreden over de huidige initiatieven terwijl 26% dat niet is (de overige respondenten hadden 'geen mening'). De redenen voor de ontevredenheid onder de investeerders laat zich met name terugvoeren op zaken als:

- het geringe aantal voorstellen dat aan hen voorgelegd worden;
- de geringe kwaliteit van de voorstellen die wel voorgelegd wordt.

De geraadpleegde sleutelpersonen hebben we gevraagd of het wenselijk is om regionale BAN's op zetten. Hierover wordt verschillend gedacht. Een deel van de geraadpleegde personen heeft in feite de meer algemene mening dat de overheid zich niet (of nauwelijks) met de markt voor informal investors zou moeten bemoeien. Deze personen zijn (dus) ook geen voorstander van overheidsbemoeienis wat regionale BAN's aangaat. De markt zou dat zelf maar moeten regelen is veelal het standpunt van deze personen. Anderzijds ziet een ander deel van de sleutelpersonen duidelijk voordelen in het ontstaan van dergelijke regionale BAN's. Op deze wijze zou daarmee een meer landelijk dekkend netwerk ontstaan en kan er bovendien ingesprongen worden op de behoeften die er bij een aanzienlijk deel van de informal investors bestaat om regionaal te opereren (zie elders in deze rapportage). Deze sleutelpersonen zijn tevens van mening dat de overheid juist in de initiële fase – die gepaard gaat met relatief hoge aanloopkosten – een rol zou kunnen en moeten spelen om regionale BAN's daadwerkelijk van de grond te krijgen.

Wel werd er op gewezen dat bij het totstandkomen van meerdere regionale BAN's het steeds meer van belang wordt dat er een sterke afstemming tussen de verschillende netwerken plaatsvindt. In dit verband wordt door enkele sleutelpersonen gedacht aan een

soort overkoepelende landelijke BAN waarbij de verschillende individuele (regionale) BAN's zijn aangesloten. Daarmee zou voorkomen moeten worden dat verschillende afzonderlijke 'eilandjes' worden gecreëerd. Het koppelen van de verschillende netwerken wordt ook wel aangeduid met de term 'vernetten'. In enkele Europese landen zoals België, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk (zie hoofdstuk 3) zijn dergelijke overkoepelende organisaties al actief.

5.5 Ervaren knelpunten tijdens het zoekproces

In deze paragraaf gaan we specifiek in op de knelpunten die bedrijven en informal investors ondervinden bij het zoekproces. Van de geraadpleegde **bedrijven** (N=45) heeft 67% in sterke mate knelpunten ondervonden bij het zoeken naar een informal investor, 31% heeft dat niet, en 1 bedrijf moet het antwoord schuldig blijven.

In tabel 5.13 staat een nadere uitwerking van de typen knelpunten waarom het dan gaat.

Tabel 5.13 Ervaren knelpunten van bedrijven bij het zoeken naar (een) geschikte informal investor(s)

Knelpunt	(N=32)
De tijdsduur van het gehele project	28%
Informal investors vragen te gedetailleerde ondernemingsplannen	28%
Onvoldoende ondersteuning bij zoeken naar informal investors	19%
Weet niet waar informal investors te vinden	16%
Veel informal investors willen niet echt investeren	13%
Onbekendheid met de mogelijkheden van de informal investors	13%
Informal investors willen teveel invloed op de bedrijfsvoering	13%
Het opstellen van het ondernemingsplan of investeringsvoorstel	13%
De anonimiteit van potentiële informal investors	6%
Hoge advies- en of onderzoekskosten die gepaard gaan met het zoekproces	3%

Tabel 5.13 laat zien dat de tijdsduur van het traject en het feit dat informal investors – in de optiek van ondernemers – naar te gedetailleerde ondernemingsplannen vragen de meest genoemde knelpunten zijn. Ook knelpunten met betrekking tot het zoeken en vinden van informal investors worden met enige regelmaat genoemd.

Bezien we nu de **informal investors** dan geeft 42% aan dat zij in meer of mindere mate knelpunten ondervonden hebben bij het zoeken en vinden van geschikte bedrijven. Voor 47% is dat niet het geval terwijl de overige respondenten het antwoord op deze vraag schuldig moesten blijven.

Samenhangend met deze vraagstelling hebben we de informal investors ook de vraag voorgelegd om verschillende mogelijke knelpunten te 'ranken' aan de hand van een rapportcijfer (zie tabel 5.14).

Tabel 5.14 Belang van knelpunten bij het vinden van (en participeren in) bedrijven door investeerders, in gemiddeld rapportcijfer

Knelpunt	Gemiddeld rapportcijfer van daadwerkelijke investeerders	Gemiddeld rapportcijfer van niet-investeerders
Het aantal participatievoorstellen dat ik krijg (N=80/N=12)	4,5	6,1
Tijdgebrek bij mezelf (N=81/N=12)	5,7	6,2
Geringe kwaliteit participatievoorstellen/businessplannen (N=82/N=11)	6,9	6,6
Kwaliteit van de ondernemer(s) laat te wensen over (N=83/N=11)	7,1	7,2
De participatievoorstellen passen niet bij wat ik zoek (N=81/N=12)	6,6	7,3
Gebrek aan andere betrouwbare financiers (N=78/N=11)	5,1	5,5
Hoge (advies- en of onderzoeks)kosten die gepaard gaan met participatie (N=75/N=11)	4,6	3,6
Het feit dat ik (en andere informal investors) anoniem willen blijven (N=74/N=9)	4,1	4,6

Als we de groepen daadwerkelijke investeerders en niet-investeerders met elkaar vergelijken dan valt op dat bij beide groepen een drietal knelpunten er uitspringen:

- de kwaliteit van de ondernemer zelf laat te wensen over;
- de geringe kwaliteit van de participatievoorstellen/businessplannen;
- de participatievoorstellen passen niet bij wat de investeerder zoekt.

Een verschil tussen beide groepen is nog wel dat de niet-investeerders het aantal participatievoorstellen dat ze voorgelegd krijgen als knelpunt hoger ranken dan de daadwerkelijke investeerders. Dit heeft waarschijnlijk weer te maken met het feit dat de virgin angels nog minder vervlochten zijn in het netwerk (zie ook hiervoor).

In de aanvullende telefonische interviews hebben we wat dieper in kunnen gaan op de **mogelijke ‘oplossingsrichtingen’** voor de hierboven genoemde knelpunten. We hebben dat dan gedaan voor de knelpunten die relatief het hoogste scoorden. We zullen de belangrijkste bevindingen hieruit nu kort de revue laten passeren.

Voor het knelpunt **‘kwaliteit van de ondernemer laat te wensen over’**, dragen de betreffende investeerders (N=11) de volgende, spontaan genoemde, oplossingen aan:

- het koppelen van ervaren managers aan dergelijke ondernemers (82%);
- meer training van de ondernemer(s) (55%);
- het uitvoeren van een voorselectie door een onafhankelijke partij alvorens bedrijven aan informal investors worden voorgelegd (18%).

Voor het knelpunt **‘geringe kwaliteit van participatievoorstellen/businessplannen’** hebben de geraadpleegde groep investeerders (N=18) de volgende, spontaan genoemde, oplossingen:

- meer professionele ondersteuning voor aanvragende bedrijven bij het opstellen van businessplannen (39%);
- meer professionele ondersteuning voor aanvragende bedrijven bij het opstellen van participatievoorstellen (33%);
- overig (61%).

De overige oplossingen (N=10) kenmerken zich door een strengere selectie door derden (2x), meer aandacht hiervoor in opleidingen en onderwijs in het algemeen, het toetsen van plannen door gespecialiseerde mensen, en het koppelen van een ervaren iemand aan zo'n ondernemer. Deze laatste twee oplossingen kwamen ook bij het vorige knelpunt al naar voren.

Wat betreft het knelpunt **'de participatievoorstellen passen niet bij wat ik zoek'** dragen de geraadpleegde investeerders (N=7) de volgende oplossingen aan:

- het opzetten van databanken/matchingssystemen om informal investors en bedrijven te koppelen waarbij namen pas worden uitgewisseld bij wederzijdse interesse (43%);
- het organiseren van meer bijeenkomsten waarbij informal investors en bedrijven elkaar kunnen ontmoeten (28%);
- het inzetten van onafhankelijke personen die het speur- en matchingsproces doen (28%);
- een grotere rol van banken (28%).

6. HET MATCHINGSPROCES

6.1 Inleiding

In hoofdstuk 5 hebben we het zoekproces beschreven, waarin de zoekstrategieën en ervaren knelpunten van zowel bedrijven als investeerders centraal stonden. De eerste stap om te komen tot een daadwerkelijke participatie is hiermee beschreven en geanalyseerd. In dit hoofdstuk staat dan een volgende stap centraal, namelijk het feitelijke matches van bedrijven en informal investors via een participatieovereenkomst. In paragraaf 6.2 schenken we eerst aandacht aan de wensen en eisen die de geraadpleegde informal investors hebben ten aanzien van een dergelijke overeenkomst. Daarbij gaan we in op zaken zoals rendementseisen, ondernemingsfase en -type en geografische nabijheid. Paragraaf 6.3 staat in het teken van de beoordeling van de voorstellen door de geraadpleegde informal investors. In paragraaf 6.4 wordt vervolgens inzicht geboden in de contractfase en de knelpunten zich daarbij voordoen. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een paragraaf over bedrijven die, ondanks het doorlopen van het zoek- en/of matchingsproces, geen informal investor hebben gevonden.

6.2 Wensen en eisen van de informal investors

In het voorgaande hebben we al gezien dat het behalen van rendement (op lange termijn) een belangrijke drijfveer voor private investeerders is. Eén van aspecten of criteria waar private investeerders dan ook naar zullen kijken bij de beoordeling van participatievoorstellen is of het verwachte rendement aan hun eisen voldoet. Daarom hebben we deze categorie respondenten ook de vraag voorgelegd welke rendementseisen zij in de praktijk hanteren. De resultaten daarvan zijn in tabel 6.1 vervat. In de tabel hebben we nog een onderscheid gemaakt in rendementseisen zoals die voor directe investeringen (in niet-beursgenoteerde bedrijven) worden gehanteerd en voor beleggingsfondsen (die in niet-beursgenoteerde bedrijven investeren) worden gehanteerd. Respondenten die al feitelijke investeringen gepleegd hadden, hebben deze vraag beantwoord. Een deel van deze respondenten had overigens zowel direct investeringen gepleegd als investeringen via beleggingsfondsen.

Tabel 6.1 Rendementseisen van informal investors t.a.v. directe investeringen en (beleggings)-fondsen

Rendementseis (in procenten)	Directe investeringen (N=82)	(Beleggings)fondsen (N=35)
0-9	5%	6%
10-19	35%	46%
20-29	40%	45%
30-39	9%	3%
40-49	4%	0%
50-59	5%	0%
Meer dan 60	2%	0%

Tabel 6.1 laat in de eerste plaats zien dat de rendementseisen die aan directe investeringen worden gesteld vrij goed sporen met de eisen die aan beleggingsfondsen worden gesteld. Bij de directe investeerders zijn er wel enkele uitschieters die (zeer) hoge rendementsverwachtingen hebben. Dergelijke hoge eisen worden niet aan beleggingsfondsen gesteld. Verder kunnen we duidelijk zien dat de rendementseisen zich

voornamelijk in de klassen 10-19% en 20-29% begeven.

We hebben dezelfde vraag overigens ook aan de niet-investeerders (virgin angels) voorgelegd. Daaruit kwam naar voren dat deze categorie respondenten niet wezenlijk andere rendementseisen hanteert dan de groep daadwerkelijke investeerders.

Aan de personen die al directe investeringen hadden gepleegd in niet-beursgenoteerde bedrijven hebben we gevraagd naar welke ondernemingsfase(n) hun **voorkeur** momenteel uitgaat bij dit soort investeringen. Uiteraard kan het daarbij om meer dan één fase gaan. We merken op dat het hier dus om voorkeuren gaat, in hoofdstuk 4 hebben we namelijk al gekeken naar **feitelijke participaties** in verschillende ondernemingsfasen.

Tabel 6.2 Voorkeur van informal investors voor ondernemingsfase waarin bedrijf zich bevindt

Bedrijfsfase	(N=79)
Pré-startfase	17%
Random feitelijke start	33%
Net na de start	37%
Jong bedrijf met exponentiële groei	60%
Bestaand bedrijf	33%
Doorstartend bedrijf	23%
Fusie/overname	9%
Management buy in/buy out	32%
Reorganisatie	4%
Overig	4%

Uit tabel 6.2 wordt duidelijk dat de voorkeur van de geraadpleegde informal investors in de eerste plaats ligt bij jonge bedrijven met exponentiële groei. Maar ook de fasen rondom en net na de feitelijke start scoren hoog. Vergelijken we deze uitkomsten met de gegevens voor de daadwerkelijke participaties (zie tabel 4.10) dan blijken zich enkele verschillen voor te doen. Uit die gegevens bleek namelijk dat de nadruk van de feitelijke participaties vooral op de eerste ondernemingsfasen lag. Bezien we echter de (huidige) voorkeuren dan zien we toch een verschuiving naar latere fasen. Dit duidt er op dat (ook) een deel van de informal investors – wellicht als gevolg van de onzekere economische situatie – op zoek is naar meer ‘zekerheid’ in hun investeringen en daardoor wat minder op de allereerste fasen in wil springen.

Ook bij de niet-investeerders zijn we nagegaan hoe de voorkeuren voor ‘ondernemingsfasen’ precies liggen. Bij deze doelgroep hebben we deze fasen ‘vereenvoudigd’ in die zin dat we met name nagegaan zijn of er een voorkeur voor startende dan wel bestaande bedrijven bestaat.

Tabel 6.3 Voorkeur van niet-investeerders voor startende en bestaande bedrijven

Mate van voorkeur	(N=19)
Sterke voorkeur voor startende bedrijven	5%
Voorkeur voor startende bedrijven	26%
Geen voorkeur	32%
Voorkeur voor bestaande bedrijven	32%
Sterke voorkeur voor bestaande bedrijven	5%

Het blijkt dat de antwoorden zich vrij evenwichtig verdelen over de verschillende categorieën. Globaal gesproken heeft eenderde deel van de respondenten een (sterke) voorkeur voor starters, een derde deel voor bestaande bedrijven terwijl eveneens een derde deel vrij indifferënt is.

We hebben wat de startende bedrijven aangaat nog een ‘verdiepingsslag’ gemaakt in die zin dat we ook nagegaan zijn in hoeverre private investeerders een voorkeur hebben voor **innovatieve starters**. Immers, dit is ook in beleidsmatige zin een belangrijke doelgroep voor bijvoorbeeld het Ministerie van Economische Zaken. Innovatieve starters hebben we daarbij ‘gedefinieerd’ als bedrijven die niet ouder dan vijf jaar zijn en zich bezighouden met de ontwikkeling en/of marktintroductie van vernieuwende producten en/of diensten die ook nieuw zijn voor Nederland.

In tabel 6.4 staat weergegeven in hoeverre de geraadpleegde investeerders een voorkeur hebben voor deze innovatieve starters. We hebben daarbij zowel de feitelijke (directe) investeerders meegenomen als de virgin angels.

Tabel 6.4 Mate van voorkeur voor innovatieve starters bij directe investeringen

Mate van voorkeur	Daadwerkelijke investeerders (N=89)	Niet-investeerders (N=15)
Sterke voorkeur	23%	7%
Lichte voorkeur	26%	20%
Geen voorkeur	28%	40%
Liever niet	20%	33%
Weet niet	3%	0%

Hoewel het aantal waarnemingen bij de niet-investeerders vrij beperkt is, komt er toch wel een vrij opmerkelijk verschil naar voren met de daadwerkelijke investeerders. Tabel 6.4 laat zien dat niet-investeerders (veel) terughoudender zijn als het gaat om innovatieve starters dan de daadwerkelijke investeerders. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat nieuwe toetreders tot de markt voor informal investors door de stagnerende economie en beursmalaise extra voorzichtig zijn en zich – zeker in eerste instantie – nog niet met meer risicovolle projecten bezig willen houden.

Aan de daadwerkelijke investeerders met een (sterke) voorkeur voor innovatieve starters hebben we ook naar hun ‘argumentatie’ gevraagd. Daaruit kwamen de volgende punten naar voren:

- de rendementsmogelijkheden (57%);
- de uitdaging om nieuwe producten en diensten te ontwikkelen en op de markt te zetten (50%);
- juist daar is sprake van een meerwaarde van de coaching/begeleiding/advisering (36%);
- interesse in technische aspecten van innovaties (21%);
- uitdaging van het beheersen van hoge risico's (7%).

De geraadpleegde daadwerkelijke investeerders die liever niet participeren in innovatieve starters hebben daar een aantal uiteenlopende redenen voor. De belangrijkste hiervan zijn te hoge risico's (59%), teveel begeleiding/advisering/coaching nodig (35%), de lange duur totdat het product of de dienst op de markt is (29%), te weinig verstand van nieuwe producten en diensten (18%) en gebrek aan partijen die eveneens risicodragend willen investeren in dergelijke bedrijven (18%).

In de aanvullende telefonische interviews hebben we ingezoomd op de vraag of de private investeerders wellicht (nog) meer bereid zouden zijn om in innovatieve bedrijven te investeren indien er eerst toetsing van de ondernemingsplannen door een deskundig onafhankelijke partij plaats zou vinden. Van de 26 personen die deze vraag kon beantwoorden zou 27% hierdoor wel in positieve zin worden geprikkeld. Voor 69% van deze respondenten zou er echter niets veranderen. Deze personen gaven aan dat zij primair op hun eigen inzichten (willen) varen.

Tot slot van deze paragraaf schenken we aandacht aan het belang van geografische afstand tussen enerzijds de informal investor en anderzijds het bedrijf waarin geparticipeerd wordt. Bezien we de voorkeuren van de geraadpleegde investeerders (N=91) dan geeft iets meer dan de helft (51%) aan dat zij een (sterke) voorkeur hebben voor bedrijven die zich binnen een straal van 50 kilometer van de woonplaats van de informal investor bevinden. De andere helft van deze respondenten (49%) heeft wat dit aangaat geen duidelijke voorkeur.

De geraadpleegde bedrijven (N=44) zijn wat dit aangaat meer 'indifferent' ten opzichte van het belang van geografische nabijheid. Ongeveer één op de zes bedrijven heeft namelijk een (sterke) voorkeur voor informal investors die zich binnen 50 kilometer van het bedrijf bevinden. De verklaringen die de ondernemers hiervoor geven zijn in grote lijnen als volgt. In de eerste plaats is het voor veel ondernemers van belang dat zij überhaupt financiering krijgen. Waar die financiering qua geografische afstand dan precies vandaan komt is dan minder van belang. Een tweede factor is dat overleg met de informal investor vaak op locatie bij het bedrijf plaatsvindt. Het 'ongemak' van de factor afstand ligt dan vooral bij de informal investor. In de derde plaats zijn er ook enkele ondernemers die op zich minder belang aan aspecten als advies en begeleiding hechten. Voor deze ondernemers is het dus geen probleem indien een grotere afstand gepaard gaat met minder advies en begeleiding van de informal investor.

Alle respondenten – zowel de informal investors als de bedrijven – die een voorkeur hebben voor geografische nabijheid geven als reden op dat dit betere mogelijkheden schept voor frequent persoonlijk overleg.

6.3 Beoordeling van aanvragen door informal investors

We zijn in het onderzoek ook nagegaan wat voor private investeerders belangrijke overwegingen of criteria zijn bij de beoordeling van participatievoorstellen die aan hen worden voorgelegd. Daarbij hebben we – zie ook tabel 6.5 – verschillende mogelijke criteria aan deze doelgroep voorgelegd. De private investeerders hebben het belang van deze criteria vervolgens gerangschikt aan de hand van een rapportcijfer.

Tabel 6.5 Belang van beoordelingscriteria bij de beoordeling van participatievoorstellen, in gemiddeld rapportcijfer (1= totaal niet relevant, 10= uitermate relevant)

Beoordelingscriterium	Gemiddeld rapportcijfer
Commerciële vaardigheden (bij ondernemer) (N=91)	8,5
Persoonlijkheid van de ondernemer (N=90)	8,5
Kennis van de markt (bij ondernemer) (N=90)	8,4
Verwacht rendement op lange termijn (waardeontwikkeling van aandelen) (N=91)	8,3
Managementvaardigheden (bij ondernemer) (N=91)	7,9
Mate waarin ondernemer zelf risicodragend participeert (N=90)	7,9
Technische vaardigheden (bij ondernemer) (N=90)	7,8
Ervaring van de ondernemer (N=89)	7,5
Eigen affiniteit met product en markt (N=90)	7,2
Kwaliteit van het businessplan (N=90)	7,2
Branche waarin bedrijf opereert (N=88)	7,2
Kwaliteit van het participatievoorstel (N=90)	7,0
Ontwikkelingsfase van de onderneming (N=88)	6,7
Te verkrijgen belang in de onderneming (N=88)	6,7
Mogelijkheden die mij geboden worden voor begeleiding/coaching (N=90)	6,4
Geografische ligging van de onderneming (N=86)	5,4
Verwacht rendement op korte termijn (cash rendement) (N=83)	4,8

Uit de resultaten blijkt dat een groot aantal beoordelingscriteria van belang zijn volgens de geraadpleegde informal investors. De 'top-vier' bestaat daarbij uit:

- commerciële vaardigheden van de ondernemer;
- persoonlijkheid van de ondernemer;
- kennis van de markt van de ondernemer;
- verwacht rendement op lange termijn.

Opvallend is dat drie van de vier belangrijkste criteria persoonsgebonden kenmerken van de ondernemer zijn. De geraadpleegde informal investors letten voornamelijk op de persoon zelf en zijn of haar capaciteiten. Vooral kennis van de markt en commerciële vaardigheden van de ondernemer om deze kansen te grijpen zijn daarbij van belang. Verder komt het belang van het behalen van rendement op lange termijn ook hier weer naar voren.

We kunnen overigens concluderen dat het bovenstaande goed spoort met onze eerdere bevindingen. Uit eerdere analyses (zie paragraaf 5.5) is namelijk gebleken dat 'de kwaliteit van de ondernemer(s) laat te wensen over' vaak als een belangrijk knelpunt wordt gezien door de informal investors.

In de aanvullende telefonische interviews met informal investors hebben we ook aandacht kunnen besteden aan het gebruik van externe deskundigen bij de beoordeling van participatievoorstellen. In totaal 28 informal investors konden deze vraag beantwoorden. Daarvan maakt 43% regelmatig gebruik van externe deskundigen terwijl de overige respondenten dat niet doen. Externe deskundigheid wordt met name ingezet voor de beoordeling van de financiële en/of economische haalbaarheid van de participatievoorstellen/businessplannen.

6.4 Knelpunten in de contractfase

Indien de informal investor en een bedrijf elkaar 'gevonden' hebben volgt de onderhandelings- of contractfase. Hierin worden de formele aspecten van een participatie afgehandeld. In met name de aanvullende telefonische interviews hebben we aandacht kunnen besteden aan het verloop van deze fase. Van de geraadpleegde informal investors (N=30) geeft 20% aan dat zich bij de onderhandelingen en/of het afsluiten van de participatieovereenkomst(en) (vrij) regelmatig knelpunten voordoen, terwijl dat voor 17% af en toe zo is. De overige informal investors noemen wat dit aangaat geen knelpunten. De personen die wel knelpunten ervaren hebben dit nader geconcretiseerd (zie tabel 6.6).

Tabel 6.6 Belangrijkste knelpunten in contractfase volgens informal investors

Knelpunt	(N=11)
Ondernemers stellen te hoge eisen	27%
Ondernemers hebben onvoldoende kennis en ervaring met het afsluiten van dergelijke overeenkomsten	18%
Ondernemers hebben te hoge verwachtingen	18%
Wie de kosten van zo'n overeenkomst moet dragen	9%
De onderlinge verdeling van de investeringen door de verschillende informal investors	9%
Onenigheid over de vraag wie namens de informal investor de begeleiding/coaching zal gaan verzorgen	9%
Dat bedrijven op het laatste moment toch afhaken	9%

Uit tabel 6.6 komt per saldo naar voren dat het om vrij uiteenlopende typen knelpunten gaat. Er is (dus) niet één knelpunt dat er echt uitspringt.

In het bovenstaande zijn we ingegaan op de knelpunten die de informal investors ervaren in de contractfase. We verleggen nu de aandacht naar de **ondernemers**. Een eerste interessante bevinding is wat dit aangaat het aantal informal investors waarmee ondernemers gesproken hebben om – al dan niet met succes – tot een participatie te komen. Dit geeft immers ook een indruk van de inspanningen die bedrijven (moeten) plegen om een informal investor te 'werven'. Het blijkt dat het hier gemiddeld om 9,5 (met een mediaan van 8) informal investors per bedrijf gaat (N=47).

In de geraadpleegde bedrijven zijn gemiddeld 3 informal investors als financiers actief, met een mediaan van 2 (N=36). Circa één op de drie informal investors waarmee onderhandelingen zijn gevoerd, wordt dus uiteindelijk tot financiering bereid gevonden. Ter vergelijking, van alle participatievoorstellen die informal investors voorgelegd krijgen, wordt er slechts in 12% daadwerkelijk tot participatie overgegaan (N=84).

Ook vanuit de optiek van de geraadpleegde bedrijven verloopt de contractfase niet altijd vlekkeloos. Van deze respondenten (N=42) heeft namelijk meer dan de helft (60%) knelpunten ondervonden bij het tot overeenstemming komen met de informal investors. Het is dus duidelijk dat de geraadpleegde bedrijven meer knelpunten ervaren dan de informal investors. In tabel 6.7 staan de belangrijkste knelpunten die de betreffende bedrijven naar voren brengen.

Tabel 6.7 Belangrijkste knelpunten in de contractfase volgens bedrijven (meerdere antwoorden mogelijk)

Knelpunt	(N=16)
De invloed die de informal investor opeiste	25%
Gebrek aan eigen kennis om contract op te stellen	25%
De hoge rendementseisen/-verwachtingen van de informal investor	19%
De mate van detail die van het ondernemingsplan/investeringsvoorstel geëist werd	13%
Gebrek aan externe ondersteuning	13%
Te weinig kennis/affectie met branche	13%
De beperkte financiële inbreng van de informal investor in verhouding tot de invloed op de bedrijfsvoering	6%

Ook hier is sprake van een vrij diffuus beeld. Enkele punten die meermalen worden genoemd zijn de te grote invloed die de informal investor – in de optiek van de ondernemer – opeiste en het gebrek aan kennis (bij de ondernemer) over de vormgeving van een participatieovereenkomst.

6.5 De bedrijven zonder (een) informal investor(s)

Van de geraadpleegde bedrijven was 17% op het moment van het onderzoek (nog) niet gefinancierd met risicodragend kapitaal van privé-personen (N=46). De betreffende bedrijven gaven hiervoor de volgende redenen op:

- gewoon geen geschikte private investeerder kunnen vinden (4 maal genoemd);
- kon niet voldoen aan eisen private investeerders (2 maal genoemd);
- klikte niet met private investeerder (1 maal genoemd);
- was allemaal veel te omslachtig (1 maal genoemd);
- financieringsbehoefte anders opgelost (1 maal genoemd);
- overig (2 maal genoemd).

Van de geraadpleegde bedrijven die geen informal investor konden aantrekken heeft een deel dat anders kunnen oplossen. Zo heeft één bedrijf alsnog financiering via een participatiemaatschappij verkregen, bij twee andere bedrijven heeft de ondernemer zelf er privé meer ingestoken, één ondernemer wist een Tante Agaath lening te verkrijgen en nog een andere ondernemer kon gebruik maken van een subsidieregeling van de overheid.

We hebben de ondernemers voor wie dat relevant was ook gevraagd naar de gevolgen van het uitblijven van de financiering van private investeerders. De antwoorden daarop staan in tabel 6.8 gepresenteerd.

Tabel 6.8 Gevolgen van het uitblijven van financiering door informal investors (meerdere antwoorden mogelijk)

Gevolg	(N=8)
Helemaal gestopt	25%
Nu meer kosten maken voor (betaalde) advisering/begeleiding	25%
Plannen helemaal niet op kunnen pakken	13%
Plannen kleinschaliger op moeten pakken	13%
Later starten met mijn plannen	13%
Plannen meer over de tijd uitspreiden	13%
Overig	13%

De resultaten illustreren in feite nog eens het belang van financiering door informal investors voor dit type bedrijven. Het blijkt namelijk dat diverse ondernemers daadwerkelijk (harde) consequenties hebben ondervonden van het uitblijven van deze financiering. Blijkbaar heeft men niet eenvoudigweg naar andere alternatieven kunnen 'switchen'.

7. ADVISERING, COACHING EN BEGELEIDING

7.1 Inleiding

Bij de ondersteuning van informal investors aan bedrijven kan een onderscheid worden gemaakt in financiële input (de investering) en inhoudelijke input (coaching en begeleiding). In dit hoofdstuk staat de inhoudelijke input centraal. We zullen dit onderwerp vanuit een aantal invalshoeken belichten. In paragraaf 7.2 geven we eerst aan welke rollen de informal investors spelen en welke tijdsinzet hiermee is gemoeid. We belichten dit zowel vanuit het gezichtspunt van de informal investor als vanuit de ondernemers. In paragraaf 7.3 gaan we in op de managementgebieden waarop de ondersteuning betrekking heeft. Tot slot van dit hoofdstuk komt in paragraaf 7.4 de beoordeling van het belang van de managementondersteuning vanuit het perspectief van de bedrijven aan bod.

7.2 Rol en tijdsinzet van de informal investor

De geraadpleegde investeerders is gevraagd bij hoeveel bedrijven men de coaching en begeleiding verzorgt. In totaal is binnen onze respondenten sprake van 80 informal investors. Het gaat hier dan om personen die naast daadwerkelijke risicodragende participaties ook zorg dragen voor de advisering en begeleiding van de bedrijven waarin zij financieel deelnemen. Van deze 80 informal investors verzorgt 21% de coaching en begeleiding bij één bedrijf, 35% bij twee bedrijven, 21% bij drie bedrijven en 23% bij vier of meer bedrijven. Gemiddeld genomen werd er per informal investor aan 2,8 bedrijven inhoudelijke ondersteuning geboden. Nemen we de twee respondenten die aan heel veel bedrijven (namelijk 14 en 20 bedrijven) ondersteuning boden niet mee, dan is het gemiddelde 2,5 bedrijven.

In tabel 7.1 geven we aan welke rollen de informal investors dan vervullen in de ondernemingen waarin ze participeren. We maken hierbij een onderscheid tussen de visie van de informal investors zelf en die van de bedrijven. We tekenen daarbij aan dat er geen sprake is van een één-op-één relatie in die zin dat de bedrijven niet precies die bedrijven zijn waarin de ondervraagde informal investors ook investeren.

Tabel 7.1 Inhoudelijke rollen die informal investors vervullen in eigen optiek en optiek bedrijven

Rol	Informal investors (N=80)	Bedrijven (N=48)
Coach of klankbord voor de ondernemer	68%	42%
Inbreng van mijn (contacten)netwerk	48%	29%
Commissaris	30%	21%
Feitelijk uitvoeren van (deel van) het dagelijkse management	32%	2%
Zelf eindverantwoordelijk	17%	17%
Overig	6%	8%

Hoewel er dus geen sprake is van een één-op-één relatie, is het wel opmerkelijk dat de bedrijven over het algemeen een duidelijk minder geprononceerde rol voor de informal investors zien dan de informal investors zelf. Dit geldt bijvoorbeeld voor de aspecten 'coach of klankbord' en 'inbreng van contactennetwerk'. In de tabel valt verder op dat de informal investors veel vaker aangeven een rol te spelen bij het voeren van het dagelijkse management dan dat de bedrijven ervaren.

In tabel 7.2 geven we inzicht in de tijd die de informal investors besteden aan hun participaties. We maken daarbij een onderscheid naar starters en bestaande bedrijven.

Tabel 7.2 Gemiddelde tijdsbesteding per participatie volgens de geraadpleegde informal investors onderverdeeld naar starters en bestaande bedrijven, in procenten

Gemiddeld tijdsinvestering per participatie (in uur per maand)	Starters (N=51)	Bestaande bedrijven (N=58)
1-5	26%	33%
6-10	22%	22%
11-20	20%	22%
21-50	24%	16%
51 en meer	8%	7%

Uit de tabel blijkt dat er een behoorlijke variatie bestaat in de gemiddelde tijdsinzet per participatie tussen de geraadpleegde investeerders. Daar waar een aanzienlijk deel nog niet aan de 5 uur per maand komt, is er eveneens een vrij groot deel dat meer dan 20 uur per maand per participatie kwijt is.

Ook blijkt er (inderdaad) wel sprake te zijn van verschillen in tijdsbesteding voor starters enerzijds en bestaande bedrijven anderzijds, maar de verschillen zijn per saldo toch vrij beperkt. Bij starters is ongeveer een derde deel van de informal investors meer dan 20 uur per maand kwijt terwijl dit aandeel bij bestaande bedrijven iets onder een kwart uitkomt. Ook de absolute gegevens illustreren dit nog eens. Gemiddeld gezien wordt aan starters 21 uur per maand besteed terwijl dit voor bestaande bedrijven op 19 uur per maand uitkomt.

Als spiegelbeeld is ook de geraadpleegde bedrijven gevraagd hoeveel uren de informal investors naar hun mening gemiddeld per maand besteden aan hun participatie. In totaal 30 bedrijven konden daarvan een inschatting maken. Zij kwamen daarbij gemiddeld uit op 11 uur per maand. Dit gemiddelde ligt beduidend lager dan de tijdsinzet zoals die door de informal investors zelf aangegeven wordt. Deels kan dit natuurlijk worden veroorzaakt doordat de geraadpleegde informal investors (voor een belangrijk deel) niet de informal investors zijn die in de geraadpleegde bedrijven investeren. Toch is het verschil opvallend groot. Blijkbaar komt de perceptie van de bedrijven niet overeen met de tijdsinzet die informal investors zelf zeggen te investeren.

Van de geraadpleegde investeerders die (ook) via een (beleggings)fonds investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven (N=34) doet 27% aan coaching en begeleiding van de bedrijven waarin zij via deze fondsen participeren. Gemiddeld begeleiden deze respondenten (N=8) 2,5 bedrijven. Bijna driekwart van de investeerders die via een (beleggings)fonds participeert doet dus niet aan deze vorm van begeleiding. In de telefonische interviews hebben we gevraagd wat hiervoor de redenen zijn. Van de 10 respondenten voor wie deze vraag relevant was merkten 7 personen op dat zij door de (beleggings)fondsen niet voor deze rol werden gevraagd. De drie andere respondenten gaven aan alleen aan coaching en begeleiding te doen bij bedrijven waarin men direct (zonder tussenkomst van een fonds) investeert.

In de aanvullende telefonische interviews zijn we ook nagegaan welke omstandigheden of voorwaarden private investeerders er toe aan zouden kunnen zetten om, (nog) meer dan nu het geval is, bedrijven van coaching en begeleiding te voorzien. Deze vraag hebben we overigens (in de schriftelijke vragenlijst) ook aan de zogenaamde virgin angels voorgelegd. De uitkomsten hiervan hebben we in tabel 7.3 aangegeven.

Tabel 7.3 Omstandigheden die (niet)investeerdere, ertoe zouden kunnen aanzetten om (meer) een rol gaan spelen binnen het management van de onderneming waarin ze participeren, meerdere antwoorden mogelijk

Omstandigheid	Investeerdere (N=20)	Niet-investeerdere (N=24)
Indien er hiervoor een vergoeding zou bestaan	40%	33%
Indien ik er zelf rechtstreeks in zou participeren	25%	38%
Indien ik meer zicht zou krijgen op bedrijven die daar behoefte aan hebben	15%	33%
Indien ik de advisering, begeleiding en coaching samen met anderen zou kunnen verzorgen	0%	29%
Als de vraag aansluit bij kennis en ervaring investeerder	10%	0%
Ik ben daar onder geen enkele omstandigheid toe bereid	20%	17%
Overig	5%	0%

Per saldo blijkt ongeveer vijfde deel van de respondenten bereid te zijn om (meer) tijd aan coaching en begeleiding te besteden indien er bepaalde randvoorwaarden ingevuld worden. Voor de geraadpleegde investeerdere zou de belangrijkste trigger gevormd worden door het verkrijgen van een vergoeding voor de tijdsinzet voor de begeleiding en advisering. Verder is het feit of men zelf al dan niet zelf rechtstreeks participeert hiervoor een belangrijke factor. Voor de virgin angels ontstaat een veel diffuser beeld. Ook voor virgin angels zijn de hiervoor genoemde twee voorwaarden relevant, maar daarnaast noemen zij nog een tweetal andere redenen. In de eerste plaats zouden zij meer zicht willen hebben op bedrijven die behoefte hebben aan coaching en begeleiding. In de tweede plaats zouden virgin angels de coaching en begeleiding graag samen met anderen verzorgen. Net als uit voorgaande resultaten blijkt hieruit dat virgin angels relatief een grotere afstand (onbekendheid) met de markt hebben en (dus) ook wat onzekerder in de schoenen staan om alleen de begeleiding te verzorgen.

7.3 Managementaspecten

In deze paragraaf gaan we in op de managementgebieden waarop de ondersteuning van informal investors betrekking heeft. Ook gaan we daarbij in op de betekenis van deze ondersteuning per managementgebied.

In de aanvullende telefonische interviews konden we aan de informal investors ook de vraag voorleggen op **welke managementgebieden** zij bedrijven ondersteunen. We hebben daarbij een onderscheid gemaakt tussen de ondersteuning aan starters en bestaande bedrijven. In tabel 7.4 geven we de uitkomsten weer.

Tabel 7.4 Ondersteuning naar managementaspecten uitgesplitst naar starters en bestaande bedrijven volgens geraadpleegde informal investors, in procenten

Ondernemingsaspect	Starters (N=14)	Bestaande bedrijven (N=10)
Bepalen algemene strategie en beleid	100%	83%
Financiering	93%	89%
Netwerken en samenwerken	85%	56%
Verkoop en marketing	81%	58%
Personeel en organisatie	50%	33%
Import/export	42%	22%
Techniek/technologische innovaties	25%	33%
Logistiek	46%	22%

De uitkomsten laten zien dat volgens de geraadpleegde informals de ondersteuning betrekking heeft op verschillende managementaspecten. Vrijwel altijd wordt daarbij het bepalen van de algemene strategie/het algemene beleid genoemd. Daarnaast is ondersteuning rondom managementaspecten als ‘financiering’, ‘netwerken en samenwerken’ en ‘verkoop en marketing’ ook zeer relevant volgens deze respondenten.

Verder zien we dat in het algemeen geldt dat de geraadpleegde informal investors starters op meer aspecten ondersteunen dan bestaande bedrijven. Starters worden in vergelijking met bestaande bedrijven vooral meer ondersteund bij het opbouwen van ‘netwerken/samenwerking’ en bij ‘verkoop en marketing’. Dit zijn ook aspecten die voor een starter bijzondere aandacht verdienen omdat dit zaken zijn die een starter nog moet ‘opbouwen’.

Ook de geraadpleegde **bedrijven** is gevraagd op welke managementaspecten zij door informal investors worden ondersteund. De uitkomsten hiervan presenteren we in tabel 7.5. In deze tabel geven we ook het gemiddelde oordeel van de bedrijven over het belang van de ondersteuning op het betreffende managementaspect.

Tabel 7.5 Ondernemingsaspecten waar de inbreng van informal investors volgens de geraadpleegde bedrijven betrekking op heeft (in procenten) en gemiddeld oordeel over effect

Ondernemingsaspecten	(N=48)	Gemiddeld oordeel
Bepalen algemene strategie en beleid	35%	2,1 (N=14)
Financiering	33%	1,6 (N=11)
Verkoop en marketing	31%	1,6 (N=13)
Netwerken en samenwerken	31%	1,6 (N=12)
Techniek/technologische innovaties	8%	1,7 (N=3)
Personeel en organisatie	4%	3,0 (N=2)
Import/export	2%	4,0 (N=1)
Overig	4%	-

Legenda:

- 1 = sterk verbeterd
- 2 = enigszins verbeterd
- 3 = (nog) geen effecten
- 4 = enigszins verslechterd
- 5 = sterk verslechterd

We zien wederom dat de bedrijven – in vergelijking met de meningen van de geraadpleegde informal investors – in veel mindere mate ondersteuning ervaren op de verschillende managementaspecten. Een viertal gebieden wordt door ongeveer een derde deel van de geraadpleegde bedrijven genoemd. Dit zijn de vier eerstgenoemde categorieën in bovenstaande tabel. Opvallend is dat de bedrijven aangeven dat de ondersteuning zich echt heel nadrukkelijk op deze gebieden concentreert, terwijl de informals (toch) aangeven op meerdere managementgebieden ondersteuning te bieden. Hoewel we de resultaten met de nodige voorzichtigheid dienen te interpreteren, duiden ook deze bevindingen er op dat er sprake is van een duidelijk verschil in de perceptie van bedrijven enerzijds en die van de informal investors anderzijds.

De geraadpleegde bedrijven is ook gevraagd hoe zij het belang van de ondersteuning per managementgebied inschatten. Hieruit blijkt over het algemeen dat er door de bedrijven zeker waarde wordt toegekend aan de ondersteuning die betrekking heeft op de managementaspecten 'financiering', 'verkoop en marketing' en 'netwerken/samenwerking'. De betekenis van de ondersteuning op het aspect 'algemene strategie en beleid' valt wat lager uit. De overige aspecten zijn slecht beantwoord omdat daar – in de optiek van de ondernemers – nauwelijks of geen ondersteuning plaatsvindt van de informal investors.

7.4 Effecten van managementondersteuning voor bedrijven

Tot slot van dit hoofdstuk gaan we in op de betekenis van de managementondersteuning voor de bedrijven. Voordat we deze betekenis beschrijven, zullen we eerst aangeven hoeveel informal investors in de bedrijven participeren. We beschouwen daarbij met name de bedrijven waar ook sprake is van daadwerkelijke financiële participatie door informal investors. Dat zijn in totaal 35 bedrijven in onze steekproef.

Bij 40% van deze bedrijven was één informal investor in financiële zin betrokken, bij 20% twee informal investors, bij 23% drie tot vijf informal investors en bij 17% van deze bedrijven zes of meer informal investors. In die bedrijven waarbij er meerdere informal investors in financiële zin participeren is het niet zo dat alle afzonderlijke informal investors ook inhoudelijke ondersteuning bieden. Van de ondernemers die coaching en begeleiding ontvingen kreeg 55% ondersteuning via één informal investor, 19% via twee

informals en 26% via twee tot vijf informals. Het gemiddelde komt dan uit op 1,7 informal investor per bedrijf die coaching en begeleiding bieden.

In tabel 7.6 geven we inzicht in de betekenis die de geraadpleegde bedrijven toekennen aan de inbreng van de inhoudelijke ondersteuning op de onderneming.

Tabel 7.6 Beoordeling van de betekenis van de inhoudelijke inbreng van informal investors door de geraadpleegde bedrijven

Mate van belang	(N=29)
Van zeer groot belang	14%
Van groot belang	24%
Van redelijk belang	45%
Niet (echt) van belang	17%

Van de geraadpleegde bedrijven met coaching en begeleiding van informal investors gaf ruim een derde deel (38%) aan dat zij de inhoudelijke inbreng van deze personen van (zeer) groot belang voor de onderneming achten. Bijna de helft van de bedrijven (45%) acht deze ondersteuning van 'redelijk' belang. Ongeveer één op de zes bedrijven hecht echter weinig belang aan de begeleiding en coaching van de informal investors.

We hebben ook getracht om de betekenis van de inhoudelijke ondersteuning van de informal investors wat meer te concretiseren in termen van impact op zaken als werkgelegenheid en omzet van het bedrijf. In tabel 7.7 geven we de uitkomsten daarvan weer.

Tabel 7.7 Beoordeling van de invloed van de inhoudelijke inbreng van informal investors voor de ontwikkeling van de werkgelegenheid en omzet door de geraadpleegde bedrijven

Beoordeling invloed	Werkgelegenheid (N=29)	Omzet (N=28)
Veel positiever	21%	18%
(Redelijk) positief	34%	39%
Geen invloed	38%	36%
(Redelijk) negatief	7%	7%
Veel negatiever	0%	0%

Het blijkt allereerst dat de uitkomsten voor de indicatoren omzet en werkgelegenheid vrij goed met elkaar overeenkomen. Zo geeft een meerderheid van de bedrijven aan dat deze indicatoren voor hun bedrijf in positieve zin beïnvloed zijn door de inhoudelijke inbreng van de informal investors. Ruim een derde deel zag wat dit aangaat geen effecten van de inhoudelijke begeleiding en coaching door informals. Enkele bedrijven waren zelfs van mening dat de inhoudelijke bemoeienis van de informals negatief uitpakt had op de omzet en werkgelegenheid van het bedrijf.

Van de bedrijven die hierover een mening hadden (N=14) gaf ongeveer tweederde deel (64%) aan nog mogelijkheden te zien om de meerwaarde van de informal investor (verder) te vergroten. De volgende suggesties werden gedaan om de meerwaarde te vergroten:

- meer begeleiding (vier keer genoemd);
- meer open stellen van netwerk van informal (vier keer genoemd);
- duidelijker vastleggen van afspraken ondernemer-informal (twee keer genoemd);
- vergroten inlevingsvermogen van de informals (twee keer genoemd).

We hebben de bedrijven ook gevraagd welke kenmerken van informal investors de meeste meerwaarde – vanuit het perspectief van de bedrijven – opleveren (tabel 7.8)

Tabel 7.8 Door bedrijven genoemde kenmerken van informal investors die het meest belangrijk zijn (N=35)

Kenmerk	Aantal keer genoemd
Omvangrijk netwerk	16
Kennis van branche	14
Persoonlijk goed contact	13
Veel financiële middelen	12
Ervaring als ondernemer	9
Afstand houden tot ondernemer	7
Betrokkenheid	6
Ervaring als informal investor	6
Vertrouwen in ondernemer	4
Inlevingsvermogen	3
Eerlijkheid	3

We merken op dat er door de bedrijven veelal meerdere kenmerken werden genoemd waaraan de ideale informal investor zou moeten voldoen. Uit de resultaten blijkt dat ondernemers allereerst veel belang hechten aan een groot netwerk van de informal investors. De informal moet de onderneming toegang tot dit netwerk verschaffen. Een tweede belangrijk kenmerk is kennis van de branche of de markt waarin de ondernemer actief is. Verder werd veelvuldig genoemd dat het moet klikken tussen de informal investor en de ondernemers. Goed persoonlijk contact is volgen de ondernemers cruciaal om de meerwaarde van de informals investor optimaal tot zijn recht te laten komen. Ook wordt veel belang gehecht aan voldoende financiële middelen bij de informal investor.

Van de geraadpleegde bedrijven (N=48) gaf 27% aan ook nadelen te hebben ervaren van de participatie door informal investors. In aanvulling daarop kunnen we nog opmerken dat 35% van deze respondenten geen nadelen had ondervonden en dat 38% deze vraag niet kon beantwoorden.

De ervaren nadelen hebben we opgenomen in tabel 7.9. Hieruit blijkt dat als belangrijkste nadeel werd ervaren dat de informal investors niet of te weinig bereid waren tot coaching en begeleiding. Daarnaast werd meerdere malen naar voren gebracht dat de informal investors in de optiek van de bedrijven te veel gericht waren op het realiseren van rendement.

Tabel 7.9 Ervaren nadelen van de participatie door informal investors volgens de geraadpleegde bedrijven, in procenten

Nadeel	(N=13)
Weinig of geen bereidheid tot coaching en begeleiding	46%
Te veel gericht op rendement	38%
Coaching/begeleiding leverde geen meerwaarde op	23%
Te veel bemoeienis met de bedrijfsvoering	15%
Klikte persoonlijk niet	15%
Overig	46%

Er werden door de respondenten ook een aantal redenen genoemd die we onder de categorie overige hebben geschaard. Dit waren onder andere: hoge kapitaalkosten en de beperkte kennis van de branche.

Tot slot van deze paragraaf gaan we kort in op de geraadpleegde bedrijven die op dit moment niet meer actief zijn. We hebben in totaal zeven gestopte bedrijven in het onderzoek meegenomen. Vijf van deze zeven bedrijven gaven een reden voor het beëindigen van de onderneming. Drie respondenten gaven aan dat ze zelf gestopt waren en twee ondernemingen waren gestopt vanwege een faillissement. Vier van de vijf respondenten gaven aan dat de rol van informal investor invloed heeft gehad op het feit dat het bedrijf niet meer actief was. Twee respondenten noemden dat de informal investors te weinig inbreng hadden, waardoor het bedrijf niet goed van de grond kwam. De overige twee respondenten gaven aan dat de financiële inbreng door de informal werd teruggevorderd en dat de informal investor niet bereid was om meer te investeren.

8. BETEKENIS VAN DE FINANCIËLE PARTICIPATIE

8.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk hebben we aandacht besteed aan de inhoudelijke inbreng van een informal investor. In dit hoofdstuk beschouwen we (de betekenis van) de financiële inbreng van informals. Hierbij schenken we zowel aandacht aan de bedrijven als aan de informal investors. In paragraaf 8.2 staan de bedrijven centraal. In die paragraaf gaan we bijvoorbeeld in op de betekenis van de kapitaalinjectie door informal investors voor deze bedrijven. Paragraaf 8.3 staat in het teken van de informal investors. Hierin komen zaken aan de orde als het behaalde rendement en het beëindigen van participaties (de zogenaamde 'exits').

8.2 Relevantie van financiële participatie van informals voor bedrijven

We hebben de door ons ondervraagde bedrijven – die met één of meer informals in zee zijn gegaan – eerst de vraag voorgelegd waarom zij specifiek met die informal(s) een participatieovereenkomst aangegaan zijn. Deze argumenten – en de relevantie daarvan – hebben we in tabel 8.1 opgenomen. Deze argumenten bieden ook inzicht in de verwachtingen die de geraadpleegde bedrijven hebben ten aanzien van deze informal investor(s).

Tabel 8.1 Argumenten voor de geraadpleegde bedrijven om in zee te gaan met de huidige informal investor(s), in procenten (N=32, meerdere antwoorden mogelijk)

Argument	(N=32)
Met deze informal investor(s) klikte het persoonlijk het beste	47%
Alleen deze informal investor(s) was/waren bereid om te investeren in mijn bedrijf	31%
Van deze informal investor(s) verwachtte ik het meest qua begeleiding, advies en coaching	28%
Van deze informal investor(s) waren de financieringsvoorwaarden het meest gunstig	9%
Van deze informal investor(s) kon ik de meeste financiering krijgen	6%
Deze informal investor(s) vroeg(en) relatief het minst qua gegevens over het bedrijf/het bedrijfsplan	6%
Deze informal investor(s) eiste(n) tenminste niet zoveel invloed op de bedrijfsvoering	6%

De resultaten geven aan dat de belangrijkste reden voor de geraadpleegde bedrijven om met de huidige informal investor(s) in zee te gaan, bestond uit het feit dat het op het persoonlijke vlak het beste 'klikte' met deze personen. Op de tweede plaats komt dan een meer praktisch/financieel argument namelijk dat alleen deze informal investor(s) bereid was (waren) om in de onderneming te investeren. Een derde argument bestaat dan uit de advisering en coaching die van de betreffende informal investor(s) werd verwacht. Andere argumenten scoren per saldo veel minder. De 'top-drie' van argumenten komt vrij goed overeen met de meer algemene redenen die bedrijven geven om een informal investor bij de financiering van de onderneming te betrekken (zie paragraaf 5.2).

We zijn bij deze bedrijven ook nagegaan wat de totale omvang van het geïnvesteerde kapitaal door informal investors in hun bedrijf op het moment van het onderzoek (najaar

2002) was. Het gaat hier dus om het geïnvesteerde bedrag door alle informal investors gezamenlijk (zie tabel 8.2).

Tabel 8.2 Totale omvang van geïnvesteerd kapitaal door informal investor(s)

Geïnvesteerd kapitaal (in euro)	(N=35)
0-25.000	6%
25.001-50.000	3%
50.001-100.000	8%
100.001-250.000	6%
250.001-500.000	23%
500.001-1.000.000	23%
Meer dan 1.000.000	23%
Deze vraag wil ik niet beantwoorden	8%

Per saldo heeft bijna 70% van de bedrijven meer dan 250.000 euro verkregen via informal investors. De vorm waarin deze investeringen gegoten zijn staat in tabel 8.3 gepresenteerd.

Tabel 8.3 Vormen van financiële participatie door informals bij bedrijven

Type financiële participatie	(N=34)
Achtergestelde lening(en) met aandelenparticipatie	50%
Uitsluitend via aandelenparticipatie	29%
Uitsluitend met achtergestelde lening	9%
Overig	12%

Het meest voorkomende type financiële participatie blijkt de achtergestelde lening in combinatie met een aandelenparticipatie te zijn. Dit spoort met de bevindingen onder informal investors. Daaruit (zie paragraaf 4.4) kwam naar voren dat informals er de voorkeur aan geven om in ieder geval (ook) via een vorm van aandelenparticipatie deel te nemen. Risicodragende participatie via uitsluitend achtergestelde leningen komt in de praktijk weinig voor.

In het onderzoek is aan de bedrijven – met feitelijke participatie door informal investors – ook de vraag voorgelegd welk belang zij aan de financiële inbreng van informals toekennen. Daaruit komt een vrij eenduidig beeld (zie tabel 8.4) naar voren dat er op duidt dat een overgrote meerderheid (78%) van de bedrijven een (zeer) grote betekenis aan deze participatie toekent.

Tabel 8.4 Beoordeling van de betekenis van de financiële inbreng van informal investors door de geraadpleegde bedrijven

Mate van belang	(N=32)
Van zeer groot belang	28%
Van groot belang	50%
Van redelijk belang	22%
Niet (echt) van belang	0%
Weet niet/geen oordeel	0%

Om dit belang nog wat te concretiseren is – in het verlengde van bovenstaande vraagstelling – de bedrijven ook gevraagd wat de gevolgen geweest zouden zijn indien het aantrekken van risicodragende financiering door informal investors niet gelukt zou zijn (tabel 8.5).

Tabel 8.5 Gevolgen voor bedrijf bij ontbreken van financiering door informal investors (N=34, meerdere antwoorden mogelijk)

Hypothetisch gevolg	(N=34)
Dan had ons bedrijf nu niet bestaan	44%
Dan was ons bedrijf pas later in de tijd gestart	29%
Dan had het bedrijf niet kunnen (door)groeien	15%
Dan had ik het bedrijf moeten verkopen	6%
Dit had geen enkel effect gehad	3%

Tabel 8.5 laat zien dat het ontbreken van financiering door informal investors voor veel bedrijven vrij ingrijpende gevolgen zou hebben gehad. Bijna de helft van de bedrijven (44%) geeft aan dat hun bedrijf dan sowieso niet had bestaan. Andere bedrijven maken melding van het feit dat zij dan later in de tijd hadden kunnen starten en/of hun groeiambities niet hadden kunnen realiseren. Per saldo is er maar één van de 34 bedrijven dat stelt dat het ontbreken van deze vorm van financiering geen consequenties zou hebben gehad.

In aanvulling hierop kan nog worden gemeld dat (ruim) de helft van de bedrijven, zoals die in tabel 8.5 opgenomen zijn, melding maakt van het feit dat de financiële participatie van informals ook andere kapitaalverschaffers over de streep heeft getrokken. Daarmee gaat er van de financiële deelname van informals ook duidelijk een hefboomwerking uit. Tabel 8.6 laat zien welke kapitaalverschaffers ertoe zijn bewogen om, in navolging van informal investor(s), te investeren in de betreffende bedrijven. Het blijkt daarbij – buiten andere informal investors – met name om banken en participatiemaatschappijen te gaan.

Tabel 8.6 Kapitaalverschaffers die door participatie van informal investor(s) over de streep zijn getrokken om het geraadpleegde bedrijf mede te financieren

Kapitaalverschaffer	(N=18)
Bank(en)	50%
(Andere) informal investors	33%
Participatiemaatschappij(en)	17%
Overig	28%

Tenslotte hebben we de geraadpleegde bedrijven gevraagd of ze andere ondernemers zouden aanraden om van informal investors gebruik te maken. Vrijwel alle respondenten gaven hier een bevestigend antwoord op. Dit toont aan dat onder de geraadpleegde bedrijven een zeer positief gevoel heerst ten aanzien van de participatie door informal investors.

8.3 Financiële participatie vanuit het perspectief van informal investors

In de aanvullende telefonische interviews met informal investors hadden we ook de gelegenheid om door te vragen naar de beoordeling van het (feitelijke en verwachte) rendement van de participaties. We hebben daarbij een onderscheid gemaakt naar het rendement op de directe investeringen en het rendement van (beleggings)fondsen (die in niet-beursgenoteerde bedrijven investeren). Tabel 8.7 vat de uitkomsten daarvan samen. Voor alle duidelijkheid, de ondervraagde investeerders kunnen aan meerdere participaties deelnemen, of in meerdere (beleggings)fondsen investeren. De percentages die in tabel 8.7 weergegeven zijn, hebben daarom betrekking op de afzonderlijke participaties respectievelijk (beleggings)fondsen, en niet op de investeerders.

Tabel 8.7 Het (feitelijke of verwachte) rendement van de afzonderlijke, lopende participaties, beoordeeld door de informal investors (N=31) en de investeerders via een (beleggings)fonds (N=9)

Beoordeling	Directe investeringen	Indirecte investeringen via (beleggings)fondsen
Positief	40%	13%
Negatief	23%	6%
Weet het nog niet	37%	81%

Het blijkt dat deze private investeerders over het algemeen nog weinig zicht hebben op het (te verwachten) rendement van (beleggings)fondsen waarin ze geparticipeerd hebben. Dit heeft waarschijnlijk te maken met het feit dat bij dergelijke fondsen de investeringsbeslissing en de monitoring daarvan 'buiten' de private investeerder ligt. Op de risicodragende investeringen die men direct zelf heeft gepleegd, bestaat bij de private investeerder meer inzicht. Daaruit blijkt dat de private investeerders over 2 op de 5 participaties positief zijn, en bijna 1 op de 4 negatief.

Kijken we meer specifiek naar de mislukte participaties – iets wat we in de aanvullende telefonische interviews met informal investors hebben gedaan – dan heeft ruim de helft (55%) inmiddels al één of meerdere ervaringen met mislukte participaties opgedaan (N=29). Van de 17 personen met ervaring met mislukte participaties zijn 8 personen van mening dat dit achteraf gezien voorkomen had kunnen worden. 'Oplossingen' die daarbij worden genoemd zijn:

- beter management van de ondernemer (3 maal genoemd);
- andere ondernemer (2 maal genoemd);
- ondernemer had eerlijk moeten zijn (1 maal genoemd);
- betere 'voorselectie' door matchingspartij;
- meer tijd steken in businessplan/participatievoorstel (1x).

Naar het oordeel van de geraadpleegde informal investors, die ervaring hebben met mislukte participatie(s), zijn het voornamelijk de betrokken ondernemers die er voor verantwoordelijk zijn dat de participatie is mislukt. Dit spoot op zich wel met het belang dat informal investors toedichten aan de ondernemer en zijn of haar capaciteiten (zie hiervoor).

Tot slot van deze paragraaf schenken we nog aandacht aan de vraag in hoeverre informals knelpunten ervaren bij het (al dan niet noodgedwongen) beëindigen van de participatie (tabel 8.8). We hebben deze vraag voorgelegd in de aanvullende telefonische interviews waarbij uiteindelijk een zestiental personen deze vraag zinvol kon beantwoorden.

Tabel 8.8 Mate waarin knelpunten worden ervaren bij het beëindigen van participaties waarin direct geïnvesteerd is (meerdere antwoorden mogelijk)

Knelpunt	(N=16)
Wel knelpunt, namelijk:	63%
<i>Het is lastig om er zonder verlies uit te stappen*</i>	40%
<i>Ik kan er zelf gewoon moeilijk uitstappen (kan het bedrijf 'niet loslaten')*</i>	20%
<i>Het is lastig om kopers voor de aandelen te vinden*</i>	20%
<i>Financiële afhandeling bij exit-trajecten is complex*</i>	10%
<i>Overig: o.a. juridische afhandeling (1x), totale afhandeling (1x)*</i>	40%
Geen knelpunten	37%

* Gerelateerd aan respondenten met knelpunt (N=10).

Per saldo heeft ongeveer tweederde deel van informal investors knelpunten met de exit ervaren. Het belangrijkste knelpunt was het (dreigende) verlies dat met de exit gepaard zal gaan.

9. TOEKOMSTVERWACHTINGEN

9.1 Inleiding

In dit hoofdstuk gaan we in op de verwachtingen die de informal investors naar de toekomst hebben. In paragraaf 9.2 staan dan eerst de verwachtingen van de geraadpleegde groep daadwerkelijke investeerders centraal. In paragraaf 9.3 verleggen we dan de aandacht naar de geraadpleegde niet-investeerders, de zogenaamde virgin angels.

9.2 Algemene verwachtingen van de daadwerkelijke investeerders

In deze paragraaf staan de toekomstverwachtingen van de daadwerkelijke investeerders centraal, waarbij het onderscheid tussen directe investeringen (privé-personen die zelf direct in niet-beursgenoteerde bedrijven investeren) en indirecte investeringen (investeringen in beleggingsfonds die op hun beurt weer in niet-beursgenoteerde bedrijven investeren) in een aantal gevallen wordt gemaakt.

Voordat de toekomstverwachtingen verkend worden, presenteren we in tabel 9.1 de huidige en toekomstige beschikbaarheid van middelen van de groep daadwerkelijke investeerders. We hebben dit met name na kunnen gaan bij de private investeerders waarmee we een aanvullend telefonisch interview hebben kunnen afnemen.

Tabel 9.1 Huidige beschikbaarheid van middelen van daadwerkelijke investeerders om te investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven ten opzichte van (het gemiddelde in) de afgelopen drie jaar

Relatieve beschikbaarheid middelen	(N=32)
Nu meer middelen beschikbaar	22%
Nu ongeveer evenveel middelen beschikbaar	31%
Nu minder middelen beschikbaar	41%
Weet niet	6%

Tweevijfde deel van de respondenten heeft minder middelen beschikbaar ten opzichte van (het gemiddelde in) de afgelopen drie jaar terwijl een vijfde deel meer middelen in kan zetten. De respondenten die minder beschikbare middelen hebben geven daarbij veelal aan dat de huidige economische omstandigheden en het beursklimaat daar (mede) debet aan zijn.

In de schriftelijke enquête hebben we aan de respondenten die op dat moment al feitelijk geïnvesteerd hadden de vraag voorgelegd of zij verwachten dat zij in de komende drie jaar meer of minder risicodragend zullen gaan investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven. We hebben daarbij een onderscheid gemaakt in de hierboven genoemde directe en indirecte investeringen. De uitkomsten van deze vraagstelling hebben we in onderstaande tabel gepresenteerd.

Tabel 9.2 Toekomstverwachtingen van de geraadpleegde daadwerkelijke investeerders met betrekking tot direct en indirecte investeringen voor de komende drie jaar

Verwachting	Directe investeringen (N=90)	Indirecte investeringen (N=54)
Sterk stijgen	8%	0%
Stijgen	46%	26%
Gelijk blijven	21%	33%
Dalen	7%	13%
Sterk dalen	9%	13%
Weet niet	9%	15%

Over het algemeen kan hieruit de conclusie worden getrokken dat de private investeerders vrij positief zijn over hun toekomstverwachtingen. Verder valt op dat de verwachtingen ten aanzien van de directe investeringen positiever zijn dan die voor de indirecte investeringen via (beleggings)fondsen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat in economisch en financieel wat meer onzekere tijden investeerders het liefst 'dicht op de huid' van hun investeringen zitten.

Aan de respondenten die een daling van hun investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven verwachten hebben we ook naar de achtergronden en redenen gevraagd. Tabel 9.3 geeft hierin inzicht.

Tabel 9.3 Achtergronden voor daling van investeringen (meerdere antwoorden mogelijk)

Reden	Directe investeringen (N=14)	Indirecte investeringen (N=14)
Het slechte economische klimaat	64%	43%
Het rendement is mij tot nu toe tegengevallen	57%	29%
De malaise op de beurzen	29%	7%
Privé-omstandigheden	21%	7%
Begeleiding/advisering/coaching van bedrijven kost mij te veel tijd	21%	7%
Onenigheid met bedrijven waarin ik participeer/geparticipeerd heb	7%	7%
Matig beheer/management van dergelijke fondsen	-	43%
Ik wil zelf meer invloed op de participaties	-	43%
Overig	29%	7%

Voor de daling van de directe investeringen blijken de belangrijkste achtergronden te bestaan uit respectievelijk het slechte economische klimaat, de tegenvallende rendementen tot nu toe en de malaise op de beurzen. Dit zijn dus voornamelijk financiële redenen, zowel op macro- als op microniveau. Bij de indirecte investeringen worden naast het slechte economische klimaat en de tegenvallende rendementen, ook het gebrek aan invloed op de participaties en het matige beheer en management van (beleggings)fondsen frequent genoemd.

In het verlengde van het voorgaande is de groep daadwerkelijke investeerders gevraagd of de bereidheid om meer dan nu te gaan investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven ook afhankelijk is van bepaalde externe economische omstandigheden. Van de geraadpleegde daadwerkelijke investeerders (N=93) geeft 69% aan dat dit inderdaad het geval is. Hierbij kan een onderscheid worden gemaakt naar macro- en microniveau. De meest genoemde voorwaarden op **macroniveau** zijn:

- de economische vooruitzichten (20 maal genoemd);
- het fiscaal klimaat (7 maal genoemd);
- het beursklimaat (5 maal genoemd).

Op **microniveau** gaat het met name om de volgende zaken:

- goede ondernemers/goed management (7 maal genoemd);
- goede ondernemersplannen (7 maal genoemd).

Een deel van de daadwerkelijke investeerders in ons onderzoek investeert uitsluitend – of mede – in een indirecte vorm via (beleggings)fondsen. Aan deze groep hebben we nog eens specifiek de vraag voorgelegd hoe zij aankijken tegen directe vormen van investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven (tabel 9.4).

Tabel 9.4 Houding van indirecte daadwerkelijke investeerders t.o.v. directe vormen van investeringen

Intentie	(N=35)
Ja, ik doe dat nu al	77%
Ja, ik ben dat van plan	6%
Nee	11%
Weet niet	6%

Van de indirecte daadwerkelijke investeerders participeert een belangrijk deel nu ook al in directe vorm in niet-beursgenoteerde bedrijven. Naar de toekomst toe verwachten deze personen dan ook weinig verschuivingen.

Tot slot van deze paragraaf merken we op dat we in de aanvullende telefonische interviews ook aandacht hebben kunnen besteden aan de vraag in hoeverre informal investors (investeerders via directe wijze) naar de toekomst zelfstandig dan wel gezamenlijk met andere informal investors willen participeren (via syndicaten bijvoorbeeld). Ongeveer een kwart (26%) geeft aan in de komende drie jaar meer zelfstandig/alleen als informal investor op te willen treden. Circa eenderde deel (30%) zegt echter meer in een informeel samenwerkingsverband met andere informal investors te willen gaan opereren. Voor de resterende respondenten (44%) zal er in de komende drie jaar wat dit aangaat weinig veranderen. Geen van deze informal investors gaf aan de intentie te hebben om meer via (beleggings)fondsen te gaan investeren.

9.3 Algemene verwachtingen van de niet-investeerders

Na in de vorige paragraaf de daadwerkelijke investeerders belicht te hebben, richten we nu onze aandacht op de groep niet-investeerders. De niet-investeerders, de zogenaamde virgin angels, zijn investeerders die wel op zoek zijn naar een participatie maar tot op heden die stap nog niet feitelijk gezet hebben.

Van de virgin angels onder onze respondenten geeft 57% aan op dit moment ook echt concreet te zoeken naar niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven waarin rechtstreeks, dus zonder tussenkomst van een (beleggings)fonds, risicodragend geparticipeerd zou kunnen worden (N=23). De overige respondenten zeggen dit (nog) niet te doen.

In tabel 9.5 staan de intenties voor de toekomst met betrekking tot investeringen in niet-beursgenoteerde ondernemingen weergegeven door de virgin angels. Directe en indirecte investeringen zijn daarbij geaggregeerd.

Tabel 9.5 Intenties voor komende drie jaar qua investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven bij virgin angels

Intentie	(N=21)
Ja, ik ga dat zeker doen	24%
Ja, ik ga dat zeer waarschijnlijk doen	14%
Ja, ik ga dat misschien doen	29%
Nee, ik ga dat (vrijwel) zeker niet doen	19%
Weet niet	14%

Tabel 9.5 laat zien dat ongeveer een kwart van de respondenten er vrij van overtuigd is dat zij de feitelijke stap tot participatie gaan zetten. Bij diverse virgin angels bestaat nog twijfel in die zin dat zij het 'waarschijnlijk' of 'misschien gaan doen' of het nog niet weten. Eén op de vijf verwacht dat zij nog niet de feitelijke stap zullen zetten.

Aan de groep niet-investeerders hebben we nog eens specifiek de vraag voorgelegd hoe zij aankijken tegen directe vormen van investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven (tabel 9.6).

Tabel 9.6 Houding van niet-investeerders t.o.v. directe vormen van investeringen

Houding	(N=23)
Positief	83%
Negatief	13%
Weet niet	4%

Uit tabel 9.6 blijkt duidelijk dat de intentie van niet-investeerders om in de toekomst direct te investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven groot is.

10. ONDERSTEUNING EN STIMULERING VAN INFORMAL INVESTORS

10.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de beoordeling van fiscale en organisatorische ondersteuningsvormen voor (investerings door) informal investors centraal. In paragraaf 10.2 gaan we eerst in op de beoordeling van de Durfkapitaalregeling als financiële stimuleringsregeling. Deze regeling wordt ook wel aangeduid met de term ‘Tante Agaath regeling’, de voorloper van de Durfkapitaalregeling. In paragraaf 10.3 beschouwen we de behoeften aan meer organisatorische vormen van ondersteuning bij de informal investors. Daarbij zal met name ook aandacht besteed worden aan de vraag of er behoefte bestaat aan een soort ‘brancheorganisatie’ voor informal investors en de typen activiteiten die door een dergelijke organisatie geïnitieerd zouden kunnen worden. Tenslotte gaan we in paragraaf 10.4 in op de belangrijkste knelpunten die op de markt voor informal investors worden ervaren. In het verlengde daarvan komen ook mogelijke oplossingsrichtingen aan bod.

10.2 Fiscale ondersteuning via de Durfkapitaalregeling

Op dit moment bestaat er een specifieke fiscale regeling – de Durfkapitaalregeling – om risicodragende investeringen in startende bedrijven te stimuleren (zie paragraaf 2.5 voor een beschrijving). Van de geraadpleegde informal investors die daadwerkelijk geïnvesteerd hebben (N=100), is op zich een ruime meerderheid (87%) bekend met de Durfkapitaalregeling (de voormalige Tante Agaath regeling). Dit betekent dat per saldo toch nog 13% van deze respondenten de regeling niet kent. Onder de geraadpleegde virgins angels valt de bekendheid van de regeling iets lager uit. Van de virgin angels konden 17 respondenten deze vraag beantwoorden. Ongeveer driekwart (76%) van deze personen gaf aan de regeling te kennen en een kwart (24%) niet.

De groep informal investors, die al daadwerkelijk geïnvesteerd heeft in niet-beursgenoteerde bedrijven, hebben we vervolgens gevraagd of zij in het verleden al eens feitelijk gebruik hebben gemaakt van de Durfkapitaalregeling. Hiermee samenhangend zijn we nagegaan op welke wijze de Durfkapitaalregeling dan is gebruikt (tabel 10.1). De regeling kan namelijk direct ‘in privé’ worden aangewend als men zelf rechtstreeks aan startende bedrijven een achtergestelde lening verstrekt. Daarnaast bestaat er ook een indirecte variant. Hierbij wordt geld geïnvesteerd in een speciaal fonds van een bank. Dit fonds zal vervolgens de middelen gaan uitzetten aan de doelgroep van starters. Het bleek overigens dat niet alle respondenten in staat waren om aan te geven of zij van de regeling gebruik hebben gemaakt. De verklaring hiervoor is dat informal investors specifieke fiscale zaken dikwijls overlaten aan fiscale deskundigen.

Tabel 10.1 Mate van gebruik (verdeeld naar type) van de Durfkapitaalregeling door geraadpleegde investeerder, in procenten

Manier	(N=81)
Direct gebruik van de regeling	9%
Indirect gebruik van de regeling	3%
Geen gebruik van de regeling	88%

Van de geraadpleegde respondenten bleek slechts een beperkt deel (circa één op de tien) de Durfkapitaalregeling te gebruiken. Negen van de tien respondenten gebruikte de regeling dus niet. In de gevallen dat de regeling werd gebruikt, gebeurde dit meestal via de **directe** manier (rechtstreeks verstrekken van achtergestelde lening aan starters).

Slechts één informal investor gaf aan dat hij geïnvesteerd had in één van de zogenaamde Tante Agaath fondsen die bij banken bestaan.

Van de zeven respondenten die direct zelf gebruik maakten van de regeling, hadden vier personen minder dan 10% van de middelen die zij risicodragend in niet-beursgenoteerde middelen hebben geïnvesteerd onder de Durfkapitaalregeling gebracht. Voor de overige drie respondenten kwam dit percentage dan boven de 10% uit.

We hebben de informals – die bekend waren met de Durfkapitaalregeling – ook gevraagd in welke mate zij minder risicodragend zouden investeren indien deze regeling op zou houden te bestaan. Maar een zeer beperkt aantal informal investors – namelijk drie – maakten melding van negatieve consequenties. Gezamenlijk zouden deze personen dan 50.000 euro minder investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven.

Om na te gaan of bepaalde voorwaarden of modaliteiten van de Durfkapitaalregeling invloed hebben op het gebruik van deze regeling hebben we de respondenten hierover een aantal specifieke vragen voorgelegd. Deels hebben we deze vragen in de schriftelijke vragenlijst aan de orde gesteld en deels in de telefonische interviews (om een nadere verdieping en toelichting te verkrijgen). We beginnen met de schriftelijke enquête omdat hiervoor het aantal waarnemingen het grootst is. Waar mogelijk maken we een onderscheid tussen de groep investeerders en niet-investeerders.

In tabel 10.2 geven we aan in welke mate de respondenten het als een handicap hebben ervaren dat investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven via niet-natuurlijke rechtspersonen (zoals BV's) niet onder de Durfkapitaalregeling kunnen vallen. De respondenten die de vraag niet konden beantwoorden zijn niet in de uitkomsten meegenomen.

Tabel 10.2 Mate van handicap van de voorwaarde dat investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven door niet-natuurlijke rechtspersonen niet onder de Durfkapitaalregeling vallen, uitgesplitst naar investeerder, niet-investeerder en totaal (in procenten)

Mate van handicap	Investeerders (N=82)	Niet-investeerders (N=15)	Totaal (N=97)
Ja, een grote handicap	34%	33%	34%
Ja, een handicap	39%	33%	38%
Ja, een kleine handicap	9%	13%	9%
Geen handicap	18%	21%	19%

Per saldo kon worden geconcludeerd dat zowel feitelijke private investeerder als de virgin angels het als een (grote) handicap ervaren dat de Durfkapitaalregeling alleen van toepassing is voor natuurlijke personen. In totaal geeft namelijk bijna driekwart (73%) van deze personen aan dit als een (grote) handicap te ervaren terwijl slechts één op de vijf respondenten dit niet als een handicap ziet. Dit heeft er natuurlijk ook mee te maken dat een aanzienlijk deel van de informal investors de risicodragende investeringen vanuit een persoonlijke BV pleegt of wil gaan plegen.

In tabel 10.3 geven we aan welke gevolgen het 'oprekken' van de Durfkapitaalregeling voor niet-natuurlijke rechtspersonen voor het investeringsgedrag van de respondenten zou hebben. Hieruit wordt duidelijk dat in totaal circa 40% van de ondervraagde private investeerders (veel) meer zou gaan investeren. In aanvulling daarop zou eenderde deel van deze respondenten in beperkte mate meer gaan investeren. Ongeveer één op de drie private investeerders zou niet door een dergelijke aanpassing beïnvloed worden. Als we de uitkomsten tussen de verschillende onderzoeksgroepen met elkaar vergelijken dan blijken de daadwerkelijke investeerders (nog) iets gevoeliger voor een dergelijke wijziging

van de Durfkapitaalregeling te zijn dan de virgin angels.

Tabel 10.3 Mate waarin openstellen Durfkapitaalregeling voor niet-natuurlijke rechtspersonen leidt tot (toename) van investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven, uitgesplitst naar investeerder, niet-investeerder en totaal (in procenten)

Verwachting ten aanzien van investeringen	Investeerders (N=83)	Niet-investeerders (N=14)	Totaal (N=97)
Ja, veel meer	13%	14%	13%
Ja, meer	25%	36%	27%
Ja, maar in beperkte mate	32%	7%	28%
Nee	30%	43%	32%

In de aanvullende telefonische interviews zijn we nog nagegaan hoeveel extra middelen ingezet zouden worden als de Durfkapitaalregeling opengesteld zou worden voor niet-natuurlijke rechtspersonen. Voor de meeste personen bleek het moeilijk om een dergelijke kwantificering te maken. Per saldo konden dan ook maar vier respondenten deze slag maken. Hun inschatting was dat zij gemiddeld 250.000 euro per persoon extra zouden investeren.

In de telefonische interviews zijn we ook nog specifiek ingegaan op het effect van het eventueel laten vervallen van de heffingskorting binnen de Durfkapitaalregeling. Dit was namelijk een voornemen van het kabinetsbeleid in de afgelopen maanden (najaar 2002). In totaal tien personen waren zodanig bekend met dit onderdeel van de regeling dat zij deze vraag ook zinvol konden beantwoorden.

Tabel 10.4 Mate waarin schrappen heffingskorting in Durfkapitaalregeling consequenties zal hebben voor gebruik durfkapitaalregeling volgens investeerders (in procenten)

Verwachting ten aanzien van verandering	(N=10)
(Zeer) grote consequenties	10%
Wel (wat) consequenties	10%
Weinig consequenties	10%
Geen consequenties	70%

In totaal verwachten drie van tien respondenten gevolgen van het schrappen van de heffingskorting op hun investeringsgedrag. Twee van deze drie respondenten konden nu al aangeven dat zij door de aanpassing minder zouden gaan investeren. Eén respondent kon dat op dit moment nog niet met zekerheid zeggen. Overall gezien kan dus wel worden gesteld dat de gevolgen van het eventueel schrappen van de heffingskorting naar verwachting voor de informal investors beperkt zullen zijn. Dat heeft er waarschijnlijk ook mee te maken dat een groot deel van deze doelgroep de Durfkapitaalregeling in haar huidige vorm sowieso niet gebruikt (zie ook tabel 10.1).

Tot slot van de paragraaf geven we inzicht in de knelpunten die de respondenten met de Durfkapitaalregeling ervaren, anders dan de eventuele knelpunten met de voorwaarden zoals we die hiervoor al hebben behandeld. De uitkomsten geven we weer in tabel 10.5. Omdat een groot deel van de respondenten inhoudelijk onvoldoende bekend was met de regeling is het aantal waarnemingen op deze vraag beduidend lager dan het totaal aantal geraadpleegde personen. Alleen personen die deze vraag daadwerkelijk konden beant-

woorden hebben we dan ook meegenomen in onderstaande tabel.

Tabel 10.5 Mate waarin andere knelpunten (verdeeld naar type) werden ervaren rond Durfkapitaalregeling uitgesplitst naar investeerders, niet-investeerders en totaal (in procenten)

Mate waarin knelpunten werden ervaren/ type knelpunt	Investeerders (N=53)	Niet-investeerders (N=8)	Totaal (N=61)
Ja, knelpunt, vanwege	57%	50%	56%
<i>Administratieve ballast*</i>	73%	75%	74%
<i>Onduidelijke regelgeving*</i>	47%	25%	44%
<i>Overige reden*</i>	47%	50%	47%
Nee, geen knelpunt	43%	50%	44%

* Mate waarin knelpunten voorkomt (in procenten) gerelateerd aan het aantal respondenten dat knelpunt ervaart.

Van alle respondenten ondervond meer dan de helft nog andere knelpunten met de Durfkapitaalregeling. Veruit het belangrijkste knelpunt is de administratieve belasting rondom de regeling. Deze respondenten gaven daarbij veelvuldig aan dat de administratieve verplichtingen die rondom de regeling gelden niet opwegen tegen de financiële voordelen. Verder heeft een aanzienlijk deel van de respondenten problemen met de duidelijkheid van de (verplichtingen en voorwaarden van de) Durfkapitaalregeling. Men geeft aan hier zelf nauwelijks uit te komen en zodoende gebruik te moeten maken van externe deskundigheid. Doordat volgens de respondenten het financiële voordeel van de regeling maar beperkt is, wegen de externe advieskosten hier nauwelijks tegenop. Het geringe financiële voordeel wordt ook het meest genoemd onder de overige knelpunten. Er blijken zich tussen de groep investeerders en niet-investeerders maar in beperkte mate verschillen voor te doen wat de zojuist genoemde typen knelpunten aangaat.

In de gesprekken met de sleutelpersonen werd vrijwel unaniem aangegeven dat de Durfkapitaalregeling volgens deze personen geen wezenlijke stimulans is om informal investors aan te zetten tot investeringen. Deze personen kennen in hun eigen omgeving dan ook nauwelijks of geen informal investors die van deze regeling gebruik maken. Daarbij werd vooral gewezen op het feit dat de (financiële) voordelen van de regeling te beperkt zijn in verhouding tot de 'baten'. Bovendien speelt mee dat veel informals niet alleen of zozeer via achtergestelde leningen willen participeren maar via aandelenparticipaties. Daar bestaat de kans op waardevermeerdering. Daarnaast wordt de voorwaarde dat alleen via privé ingelegd vermogen voor de regeling in aanmerking komt als belemmerend ervaren. Dit omdat een deel van de informal investors via een Besloten Vennootschap investeert (zie ook tabel 4.5).

Per saldo zijn de sleutelpersonen van mening dat de Durfkapitaalregeling in haar huidige vorm vooral interessant is voor 'vrienden en bekenden' van de ondernemer die een beperkte financiële inbreng willen plegen.

Een drietal sleutelpersonen brachten verder nog naar voren dat het lastig is om als particulier initiatief als Tante Agaath fonds te mogen opereren. De eisen die aan dergelijke fondsen worden gesteld zijn in de beleving van deze respondenten zwaar en de procedure om in aanmerking te komen, wordt als onduidelijk ervaren (zoals de te verkrijgen verklaring van het Ministerie van Financiën).

10.3 Organisatorische ondersteuningsvormen

In deze paragraaf gaan we in op het in organisatorische zin ondersteunen van informal investors. We zullen daarbij specifiek aandacht besteden aan de behoeften die onder de informal investors aan een brancheorganisatie bestaan en de mogelijke activiteiten van een dergelijke organisatie.

Zoals gezegd, hebben we in het onderzoek getoetst of er behoefte bestaat aan een brancheorganisatie van informal investors. Deze organisatie zou bijvoorbeeld de volgende zaken op kunnen pakken;

- gezamenlijke belangenbehartiging naar de overheid;
- geven van voorlichting over vraagstukken waar veel informal investors mee te maken hebben;
- advisering aan de individuele leden van de brancheorganisatie.

Dit zijn overigens zaken die ter illustratie ook aan de informal investors voorgelegd zijn.

In tabel 10.6 laten we eerst zien in hoeverre er bij de ondervraagde informal investors draagvlak voor een dergelijke brancheorganisatie bestaat.

Tabel 10.6 Attitude van informal investors over eventuele brancheorganisatie voor informal investors, in procenten

Attitude	(N=90)
Positief	41%
Neutraal	50%
Negatief	9%

De helft van de geraadpleegde informal investors staat neutraal tegenover een dergelijke brancheorganisatie. Zo staan in feite indifferent tegenover een dergelijk initiatief. Van de overige personen die wel een meer uitgesproken mening hebben is een ruime meerderheid positief over een dergelijk initiatief terwijl slechts een klein deel negatief is.

De respondenten die positief staan tegenover de gedachte van een brancheorganisatie voor informal investors noemen desgevraagd spontaan verschillende taken die de door zo'n organisatie zouden kunnen worden opgepakt. In tabel 10.7 geven we de meest genoemde taken weer.

Tabel 10.7 Door informal investors genoemde taken van een brancheorganisatie die de meeste meerwaarde zouden opleveren (N=37)

Taken	Type taak	Aantal keer genoemd
Delen van ervaringen	Netwerken	12
Belangenbehartiging richting overheid	Lobby	12
Opbouwen netwerk	Netwerken	9
Individuele ondersteuning/vraagbaak	Advies	9
Vergroten bekendheid/imago informal investors	Lobby	6
Beschikbaarstellen modelcontracten	Advies	5
Afstemming met andere financiers	Netwerken	3
Overige	-	4

In de bovenstaande tabel hebben we aangegeven hoe de genoemde taken het best kunnen worden getypeerd. Hieruit blijkt dat de meerwaarde in feite op een drietal thema's betrekking heeft. In de eerste plaats zou een brancheorganisatie het **'netwerken'** tussen informal investors onderling en met andere partijen (financiers) kunnen stimuleren en faciliteren. Zodoende kunnen kennis en ervaringen worden gedeeld en kan ook bevorderd worden dat er syndicaten ontstaan voor het doen van investeringen. In de tweede plaats zou een brancheorganisatie volgens de respondenten een **lobbyfunctie** kunnen vervullen. Er zou gelobbyd moeten worden richting de overheid (bijvoorbeeld ter verbetering van het fiscale klimaat) en richting ondernemers en andere betrokkenen (bijvoorbeeld voor het vergroten van de bekendheid van informals). In de derde plaats bestaat er bij een deel van de informals ook behoefte aan een **adviesfunctie** van een brancheorganisatie voor individuele informals. Zo zou een brancheorganisatie bijvoorbeeld ook standaarddocumenten (zoals contracten) kunnen opstellen die voor meerdere informals relevant kunnen zijn.

Naast de taken die door de respondenten zelf spontaan werden aangedragen hebben we de respondenten ook gevraagd om hun oordeel te geven over de mate waarin enkele van te voren benoemde taken van een brancheorganisatie relevant zijn in de optiek van informals. In de tabel hebben we aangegeven welk deel van de respondenten de relevantie beoordeelde met een rapportcijfer 6 of hoger (tabel 10.8).

Tabel 10.8 Beoordeling van relevantie van mogelijke activiteiten van brancheorganisatie door informal investors (rapportcijfer 1=totaal niet relevant, 10=uitermate relevant)

Activiteit	Aandeel respondenten met rapportcijfer zes of hoger
Belangenbehartiging naar de overheid	78% (N=73)
Geven van voorlichting over zaken die voor informals relevant zijn	76% (N=71)
Bevorderen van kennisuitwisseling tussen informals	77% (N=71)
Creëren van mogelijkheden om in contact te komen met andere informals	78% (N=73)
Geven van (deels betaalde) advisering aan leden	53% (N=68)

De resultaten van deze tabel bevestigen in feite de zaken die door de informals spontaan naar voren worden gebracht. Het geven van (deels betaalde) advisering scoort echter

wat lager. Waarschijnlijk heeft dat te maken met het feit dat in tabel 10.8 gerept wordt over 'betaalde advisering' terwijl informals die zelf spontaan 'adviesing' als taak van een brancheorganisatie genoemd hebben niet direct aan betaling dachten.

We hebben de respondenten ook gevraagd of zij tegen betaling van bijvoorbeeld 250 euro per jaar lid zouden willen worden van een dergelijke brancheorganisatie. Van de respondenten die hierover een oordeel hadden (N=67) gaf een ruime meerderheid (64%) aan tegen een dergelijke vorm van betaling lid te willen worden van een brancheorganisatie. Iets meer dan een derde deel (36%) zou dat dus niet doen. Respondenten die deze vraag niet hebben beantwoord, wezen er met name op dat ze eerst meer inzicht wilden hebben in de vraag wat een brancheorganisatie hun precies zou kunnen bieden, voordat ze toe wilden zeggen om lidmaatschapsgeld te betalen.

In de aanvullende telefonische interviews met een kleinere groep informal investors zijn we nog wat dieper ingegaan op de behoefte aan een brancheorganisatie. Zo zijn we nagegaan of de respondenten bekend waren met Partinvest. Dit omdat Partinvest op dit moment al als een soort overkoepelende organisatie voor informal investors fungeert. Van de telefonisch geraadpleegde informal investors (N=29) gaf 59% aan bekend te zijn met Partinvest en 41% niet. Van de respondenten die met Partinvest bekend waren, was 38% ook bij Partinvest aangesloten. 62% was niet bij Partinvest aangesloten.

De respondenten die bekend waren met Partinvest hebben we gevraagd of het naar hun mening mogelijk zou zijn om Partinvest uit te bouwen naar een brancheorganisatie. Van de respondenten die hierover een oordeel hadden (N=13) was een meerderheid (62%) van mening dat dit mogelijk was. Van de overige respondenten gaven vier personen aan dat dit in hun optiek niet mogelijk was. Door deze respondenten werd ondermeer naar voren gebracht dat informals zich sowieso niet laten organiseren en formaliseren. Eén respondent was van mening dat de NeBIB beter deze rol zou kunnen vervullen.

We zijn in de telefonische interviews ook nagegaan welke voorwaarden er volgens de respondenten zouden moeten worden ingevuld om Partinvest tot een brancheorganisatie uit te kunnen bouwen. De uitkomsten hiervan zijn in tabel 10.9 weergegeven.

Tabel 10.9 Aspecten die volgens de geraadpleegde informal investors nodig zijn voor de uitbouw van Partinvest of een andere organisatie tot brancheorganisatie, in procenten

Aspect	(N=17)
Niets, PartInvest en/of een andere organisatie op dit gebied functioneren al goed	6%
Het opzetten van een bureau/loket dat continu bereikbaar is voor vragen vanuit informal investors	12%
Meer capaciteit en aandacht voor belangenbehartiging naar de overheid	12%
Meer aandacht voor voorlichting	18%
Meer aandacht voor (deels betaalde) advisering aan de leden	12%
Vergroten van de mogelijkheden om in contact te komen met andere informal investors	18%
Overig	18%

Gevraagd naar de wenselijkheid van een brancheorganisatie voor informal investors schetsen de geraadpleegde sleutelpersonen over het algemeen een genuanceerd beeld. Vrijwel alle gesprekspartners gaven aan dat een informal investor zich juist kenmerkt doordat men zich niet makkelijk laat organiseren. Met dit gegeven zou bij een eventuele vormgeving van een 'brancheorganisatie' dus terdege rekening gehouden moeten worden. Het woord 'brancheorganisatie' op zich kan wat dit aangaat wat negatieve associaties oproepen.

Toch ziet per saldo het merendeel van de sleutelpersonen wel een meerwaarde van een overkoepelende organisatie voor informal investors. Dit is echter wel sterk afhankelijk van de taken die een dergelijke organisatie zou uitvoeren. Een drietal taken wordt naar voren gebracht waarvoor in de optiek van deze sleutelpersonen wel een vrij groot draagvlak zal bestaan. In de eerste plaats wordt dan de 'lobbyfunctie' richting de overheid genoemd. Op deze wijze zouden, meer dan nu het geval is, fiscale aspecten naar voren gebracht kunnen worden die met name relevant zijn voor informal investors. Ten tweede wordt genoemd het bieden van individuele ondersteuning of advisering aan de informal investors die daar behoefte aan hebben. Deze ondersteuning zou bijvoorbeeld betrekking kunnen hebben op juridische en fiscale aspecten van het investeren. In de derde plaats gaven nog enkele informals aan dat een overkoepelende organisatie een rol zou kunnen spelen als 'platform' waar informals onderling ervaringen kunnen uitwisselen en waar inzicht wordt gegeven in de belangrijkste valkuilen bij het investeren.

10.4 Belangrijkste knelpunten en oplossingsrichtingen

Tot slot van dit hoofdstuk geven we in deze paragraaf nog een overzicht van de belangrijkste knelpunten die zich op de markt voor informal investors voordoen. Ook geven we inzicht in de oplossingsrichtingen die door de respondenten worden voorgesteld.

In tabel 10.10 geven we de belangrijkste knelpunten die door de geraadpleegde investeerders en niet-investeerders zelf spontaan naar voren werden gebracht bij het investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven.

Tabel 10.10 Door (niet)investeerders genoemde belangrijkste belemmeringen bij het investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven (N=125)

Belemmering	Investeerders (N=101)	Niet-investeerders (N=24)	Totaal (N=125)
Grote risico's van investeren	16	5	21
Vinden van de juiste bedrijven	13	8	21
Slechte kwaliteit van ondernemingsplannen	16	3	19
Kwaliteit/betrouwbaarheid ondernemers	12	4	16
Ongunstige fiscale klimaat	12	-	12
Gebrek transparantie markt	7	3	10
Grote tijdinzet zoeken/screenen/begeleiden	8	1	9
Geringe financiële inbreng ondernemer	5	-	5
Gebrek aan exitmogelijkheden	5	-	5
Gebrek aan medefinanciers	5	-	5
Administratieve rompslomp	4	-	4
Slecht economisch klimaat	4	-	4
Overige	3	-	3

De meest genoemde knelpunten waren de grote risico's bij het investeren en het vinden van de juiste bedrijven. Het vinden van de juiste bedrijven blijkt vooral voor niet-investeerders een groot knelpunt te zijn. De participatievoorstellen die zij krijgen aangeleverd blijken veelal niet goed aan te sluiten bij hun zoekprofiel, zodat na een eerste screening al wordt besloten om niet te investeren. Een veel ervaren knelpunt is ook de slechte kwaliteit van ondernemingsplannen. Vaak wordt relevante informatie niet

voldoende duidelijk gepresenteerd en zijn de plannen onvoldoende financieel onderbouwd. De kwaliteit en betrouwbaarheid van de ondernemers blijkt ook een belangrijk knelpunt te zijn. Andere relatief veel genoemde knelpunten zijn het ongunstige fiscale klimaat (fiscale verrekening verliezen, Durfkapitaalregeling), gebrek aan transparantie van de markt (welke partijen vragen en wie bieden wat aan), en de grote tijdsinzet die verbonden is aan het zoeken, screenen en begeleiden van bedrijven.

In de gesprekken met de sleutelpersonen werden de hiervoor genoemde knelpunten in grote lijnen onderschreven. Daarnaast werden er echter een tweetal meer juridische knelpunten naar voren gebracht die niet door informele investoren zelf en/of de bedrijven werden aangevoerd. In de eerste plaats werd door één respondent genoemd dat organisaties die zich bezighouden met het bij elkaar brengen van vraag en aanbod op de markt voor informele investoren in principe onder de wetgeving rondom financiële organisaties vallen. Dit houdt in dat dergelijke makelaars aan bepaalde voorwaarden moeten voldoen. De Autoriteit Financiële Markten houdt hier toezicht op. Om in aanmerking te komen voor een vergunning is het volgens deze respondent nodig om een complexe procedure te volgen. Het verkrijgen van een vrijstelling voor organisaties die zich alleen bezighouden met het makelen en schakelen van informele investoren en bedrijven, zou dit knelpunt kunnen oplossen.

Een tweede juridisch knelpunt is dat het bij het opzetten van een investeringsfonds wettelijk verplicht is om een prospectus op te stellen. Volgens een aantal geraadpleegde sleutelpersonen blijkt dit als een grote belemmering te worden gezien, vooral vanwege de administratieve belasting. Dit speelt vooral in gevallen waarbij het gaat om wat kleinschalige fondsen.

De (niet)investeerdere zijn ook gevraagd om aan te geven wat de overheid zou kunnen doen om de ervaren knelpunten op te lossen. In tabel 10.11 rubriceren we de antwoorden op deze vraagstelling.

Tabel 10.11 Door (niet-)investeerdere genoemde belangrijkste initiatieven van overheid om ervaren knelpunten op te lossen (N=125)

Oplappingsrichting	Investeerdere (N=101)	Niet-investeerdere (N=24)	Totaal (N=125)
Verbeteren fiscaal klimaat	36	6	42
Cofinanciering door overheid/garantiefonds	7	3	10
Vergroten transparantie markt	7	-	7
Subsidies aan starters	4	1	5
Ondersteunen brancheorganisatie	4	-	4
Verminderen administratieve belast	4	-	4
Stimuleren/verbeteren ondernemersschap	2	2	4
Overige	6	1	7

Verreweg het meest zien de informele investoren in het verbeteren van het fiscale klimaat rondom het investeren. Met name blijkt er daarbij behoefte te zijn aan extra voorzieningen waarmee eventuele verliezen, die bij dit type risicodragende investeringen worden geleden, in fiscale zin kunnen worden gecompenseerd. In het verlengde daarvan wordt bijvoorbeeld ook gepleit voor het 'verruimen' van de Durfkapitaalregeling zodanig dat deze meer toegesneden wordt op de behoeften van de informele investoren. De regeling biedt door gestelde limieten qua risicodragende inbreng te weinig financieel voordeel en daarnaast worden de voorwaarden als belemmerend ervaren (zie paragraaf 10.2). Een ander oplossingsrichting die meerdere malen wordt geopperd om de risico's

die gemoeid zijn met investeren te verkleinen, is het opstellen van een soort garantiefonds door de overheid. Vanuit een dergelijk fonds zou dan cofinanciering plaats kunnen vinden.

De respondenten is ook gevraagd naar oplossingsrichtingen die partijen, anders dan de overheid, op zouden kunnen pakken. Opgemerkt moet worden dat het aantal aangereikte ideeën beduidend lager lag dan voor de initiatieven waarbij de overheid een rol zou kunnen spelen. Een tweetal oplossingsrichtingen sprongen er echter uit. In de eerste plaats zou er meer afstemming met banken moeten worden gerealiseerd, ondermeer voor doorverwijzing en medefinanciering. In de tweede plaats zou een brancheorganisatie voor informal investors meer voorlichting moeten bieden (zowel aan informals als aan andere geïnteresseerden).

In tabel 10.12 geven we inzicht in de oplossingsrichtingen die de overheid volgens de geraadpleegde **bedrijven** zou kunnen oppakken om de markt voor informal investors te verbeteren.

Tabel 10.12 Door bedrijven genoemde belangrijkste initiatieven van overheid om markt voor informal investors te verbeteren (N=48)

Oplossingsrichting	Aantal keer genoemd
Verbeteren fiscaal klimaat	12
Stimuleren en uitbouwen platform bedrijven en informals	12
Voorlichting over mogelijkheden informal investors	5
Opzetten garantiefonds	4
Ondersteunen ondernemers op juridisch gebied	4
Uitbouwen Twinning-achtige initiatieven	4
Opstellen standaardcontracten voor ondernemers	3
Overige	2

In grote lijnen zien de bedrijven het meest in een tweetal initiatieven. In de eerste plaats scoort ook hier het verbeteren van het fiscaal klimaat relatief hoog. Een deel van de bedrijven verwacht dat informal investors hierdoor eerder bereid zullen zijn om in hun bedrijf te gaan investeren. In de tweede plaats wordt hier genoemd het stimuleren en uitbouwen van een platform van bedrijven en informals. Deels zou hierbij voortgeborduurd kunnen worden op initiatieven zoals de Nebib. Acties die volgens de bedrijven nodig zijn betreffen: voorlichting aan bedrijven over de waarde van informal investors, het opzetten van een garantiefonds, het adviseren van ondernemers (juridisch, standaardcontracten) en het opzetten van Twinning-achtige initiatieven.

Ook door de ondernemers werd nog een aantal initiatieven genoemd die partijen buiten de overheid om zouden kunnen oppakken. In de eerste plaats werd aangegeven dat initiatieven, zoals de Nebib, verder gestructureerd en geprofessionaliseerd zouden kunnen worden. In de tweede plaats zou vanuit bestaande kanalen, die zich bezighouden met het ondersteunen van starters (Syntens, Kamer van Koophandel), meer aandacht moeten worden besteed aan voorlichting over het belang van informal investors als financieringsbron. Dit past overigens bij een eerdere constatering die we in deze rapportage gedaan hebben namelijk dat een aanzienlijk deel van de bedrijven bij haar zoektocht naar informals ook bij dit type organisaties aanklopt.

Door de geraadpleegde sleutelpersonen werd een drietal hoofdpunten naar voren gebracht daar waar het gaat om het verbeteren van de markt voor informal investors. In

de eerste plaats zijn initiatieven van de overheid wenselijk om met name de **risico's** voor investeerders in vooral **startende ondernemingen te verkleinen**. De overheid zou hiertoe de fiscale stimulansen voor risicodragende investeringen in starters moeten verbeteren. Gedacht wordt bijvoorbeeld aan het bieden van meer fiscale compensatiemogelijkheden in het geval van verliezen bij dergelijke investeringen. De huidige vormgeving van de Durfkapitaalregeling wordt daarbij over het algemeen als weinig relevant bestempeld voor informal investors. Naast de fiscale stimulansen werd ook de suggestie gedaan om vanuit de overheid een zogenaamd matchingsfonds op te zetten, waarbij de overheid bij investeringen van informal investors in starters cofinancieert. Naast deze initiatieven werd ook een aantal maal het opzetten van een borgstellingsregeling voor informal investors als optie genoemd.

In de tweede plaats werd geopperd om de samenwerking en afstemming tussen de verschillende initiatieven, die een platform willen bieden voor informal investors enerzijds en bedrijven anderzijds, te versterken. In het verlengde daarvan zou namelijk de samenwerking tussen informals investors (intern) kunnen worden bevorderd alsmede die met externe partijen.

Tenslotte werd door een aantal respondenten de suggesties gedaan om in de toekomst meer aandacht te besteden aan het koppelen van informal investors aan spin-offs van kennisinstellingen. In dit kader werden ook aanpalende initiatieven gewenst zoals het voorlichten van (potentiële) spin-offs over de juridische aspecten rond het voeren van een onderneming, kennisbescherming en financieringen.

11. CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

11.1 Inleiding

In dit rapport zijn de resultaten gepresenteerd van het onderzoek naar de markt voor informal investors. Als afsluiting geven we in dit hoofdstuk eerst de belangrijkste conclusies weer (paragraaf 11.2). In paragraaf 11.3 presenteren we vervolgens onze aanbevelingen.

11.2 Conclusies

Internationaal

Vergelijken we ontwikkelingen op de markt van informal investors in Nederland met trends zoals die zich in enkele andere Europese landen voordoen dan kunnen hieruit de volgende conclusies worden getrokken. Allereerst zien we dat in **Nederland** privépersonen – waartoe ook **informal investors** behoren – momenteel fors **minder middelen** ter beschikking stellen voor risicodragende investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Ook in ander Europese landen is overigens een vergelijkbare trend gaande, maar in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk is wel sprake van een minder sterke daling dan in Nederland.

Beschouwen we het fiscale klimaat voor informal investors dan is een eerste conclusie dat het zeer lastig is om landen op dit aspect adequaat te vergelijken. Dit wordt bijvoorbeeld veroorzaakt door het feit dat de exacte fiscale uitwerking van een groot aantal aspecten afhankelijk is. Voorbeelden daarvan zijn het percentage van het aandelenkapitaal dat in een bedrijf aangehouden wordt en de duur van het aandelenbezit. Het materiaal zoals dat hier naar voren is gebracht lijkt er echter niet op te duiden dat Nederland nu in positieve of negatieve zin 'uit de ban' zou springen. Op zich heeft Nederland niet echt veel initiatieven of voorzieningen die zich specifiek op het bevorderen van investeringen van informal investors richten, maar dat geldt ook voor landen als België en Duitsland. Alleen in het Verenigd Koninkrijk lijken in dit opzicht wat meer prikkels 'uitgedeeld te worden'.

Kijken we naar de netwerkvorming of samenwerking tussen (platforms van) informal investors en bedrijven dan blijkt dit in andere Europese landen wat verder ontwikkeld te zijn dan in Nederland. Zo hebben in België, Duitsland en zeker het Verenigd Koninkrijk verschillende Business Angel Netwerken (BAN's) zich in de afgelopen jaren verenigd in een meer overkoepelende organisatie. Daarbij vindt – bijvoorbeeld via de afzonderlijke internetsites – ook onderlinge doorverwijzing plaats. Sowieso is binnen Europa de ontwikkeling van het aantal en typen BAN's in het Verenigd Koninkrijk het meest uitgekristalliseerd. Dat heeft ook te maken met het feit dat daar – samen met de Verenigde Staten – al een relatief lange historie bestaat met de markt van informal investors.

Belang van informal investors in Nederland

De resultaten van onze analyses laten zien dat op de markt van risicodragend vermogen voor niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven informal investors in Nederland (nog altijd) een belangrijke rol spelen. Vooral rondom de startfase, dat wil zeggen de pré-startfase, de feitelijke start en direct na de start, spelen informals een belangrijke complementaire rol ten opzichte van andere financiers zoals banken, participatiemaatschappijen en venture capital fondsen. Dit beeld wordt ook door het bedrijfsleven zelf bevestigd. Een aanzienlijk deel van de door ons geraadpleegde bedrijven blijkt zich namelijk in het verleden (noodgedwongen) tot informal investors te hebben gewend. Een belangrijke reden hiervoor was het gebrek aan interesse bij andere typen financiers. Informal investors kunnen dan een complementaire rol spelen ten opzichte van andere typen financiers omdat deze wel meer bereid zijn om in vervolgfases van ondernemingen te investeren.

Een andere beleidsmatig relevante conclusie is dat informal investors in veel gevallen ook in **(innovatieve) starters** investeren. Juist voor dit type bedrijven is de laatste jaren de trend zichtbaar dat andere financieringsbronnen veel minder bereid zijn om hier geld in steken. Deze terugtrekkende beweging wordt dus allereerst veroorzaakt door het feit dat andere financiers zich wat minder zijn gaan oriënteren op deze eerste ondernemingsfasen (zie hierboven). Ook vereist de begeleiding van dit type bedrijven vaak specifieke deskundigheid waarin informal investors – op basis van hun eigen kennis en ervaringen – dikwijls in kunnen voorzien. Verder speelt ook de omvang van het financieringsbedrag een rol. Bij (innovatieve) starters gaat het in eerste instantie vaak om relatief kleine bedragen terwijl – ook vanuit het oogpunt van beheerskosten – partijen zoals participatiemaatschappijen en venture capital kosten primair zoeken naar wat meer grootschaliger financieringsopties.

Naast de financiële meerwaarde blijkt uit het onderzoek dat informal investors ook een belangrijke **inhoudelijke meerwaarde** voor bedrijven genereren. We hebben het dan met name over zaken als advies, begeleiding en de inbreng van contacten of netwerken. Deze zaken blijken voor de bedrijven ook in economische zin een duidelijke toegevoegde waarde te hebben.

Uit het onderzoek blijkt dat de markt voor informal investors nog **niet optimaal** functioneert. Dit wordt ondermeer duidelijk uit het feit dat er personen zijn die wel als informal investor willen optreden maar daar nog niet in geslaagd zijn (de zogenaamde virgin angels). Ook zien we dat zowel de daadwerkelijke informal investors (die al wel geïnvesteerd hebben) als de bedrijven knelpunten ervaren bij (het realiseren van) investeringen door informal investors in bedrijven.

Voor een deel zijn de ervaren knelpunten conjunctureel van aard en voor een deel meer structureel. De **conjuncturele knelpunten** worden veroorzaakt door de economische situatie op dit moment. Dit heeft er toe geleid dat (potentiële) informal investors momenteel een afwachtende houding innemen bij risicodragende investeringen in (startende) bedrijven. Veel investeerders hebben namelijk in de afgelopen periode verliezen geleden of willen hun aandelen nu niet liquide maken omdat dat 'verlies nemen' zou impliceren. Bovendien is de snelheid waarmee de economie zich weer zal weten te herstellen nog te ongewis. Er zijn overigens ook enkele indicaties die er op duiden dat deze onzekerheid bij (een deel van) de informal investors ook leidt tot het mijden van de vroege fase financiering van bijvoorbeeld (innovatieve) starters.

Naar de toekomst toe zijn de verwachtingen echter vrij positief. Op macroniveau zijn er verwachtingen dat de verkoop van bestaande bedrijven in de komende jaren zal toenemen. Daardoor zal het potentieel aan informal investors toenemen. Op microniveau geeft meer dan de helft van de door ons ondervraagde informal investors aan dat zij verwachten dat zij in de komende drie jaar meer gaan investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven.

De **structurele knelpunten** zijn divers van aard. In het onderstaande zullen we deze knelpunten naar voren brengen. Alvorens hierop in te gaan, presenteren we eerst enkele algemene conclusies over het investeringsgedrag van informal investors. Vervolgens komen de conclusies en knelpunten per onderdeel van het investeringsproces aan bod. In het verlengde daarvan gaan we ook in op mogelijke fiscale en organisatorische ondersteuningsvormen.

Investeringsgedrag van informal investors

Uit het onderzoek blijkt dat circa de helft van de informal investors meer dan 500.000 euro beschikbaar heeft voor investeringen in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven en de helft minder. De virgin angels hebben in vergelijking met de informal investors minder middelen beschikbaar. De resultaten geven aan dat momenteel (lang) niet alle beschikbare middelen – ook van feitelijke private investeerders – feitelijk 'weggezet' zijn in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven. Wat dit aangaat kunnen we concluderen dat er ook in de huidige context nog aanzienlijke middelen aan 'informal capital' beschikbaar zijn. De belangrijkste redenen voor het 'achter de hand houden' van beschik-

bare middelen zijn het gebrek aan interessante mogelijkheden en de 'pas op plaats' die een deel van de informal investors momenteel doet als gevolg van de economische malaise. Ook voor de virgin angels zijn dit belangrijke redenen om (nog) niet te investeren. In aanvulling daarop blijken virgin angels vaak weinig zicht te hebben op interessante bedrijven en ervaren zij de investeringsrisico's als te groot. Het beperkte zicht op investeringsopties wordt met name veroorzaakt doordat virgin angels een 'relatief grote afstand' hebben tot netwerken van bedrijven en informal investors.

Per saldo komt uit het onderzoek naar voren dat informal investors meer op een directe wijze (rechtstreeks) dan op een indirecte wijze (zoals via (beleggings)fondsen) in niet-beursgenoteerde bedrijven investeren. Binnen de directe wijze valt het grote aandeel op van investeringen via een (persoonlijke) BV. Ook naar de toekomst toe lijken zich hierin geen grote wijzigingen voor te gaan doen. Eerder lijkt daarbij het accent nog wat sterker op de directe vorm te komen liggen. Dit heeft waarschijnlijk ook te maken met het feit dat de rendementen momenteel onder druk staan en de informal investor dus zelf meer rechtstreeks invloed wil uitoefenen op zijn of haar investeringen.

Een meerderheid van de informal investors doet, eventueel naast meer omvangrijke investeringen, (ook) kleinere investeringen (tot 50.000 euro). Als het te investeren bedrag groter wordt haken steeds meer informals af. Met name vindt er bij een bedrag van boven de 200.000 euro per participatie een aanzienlijke 'uitdunning' plaats van het aantal informal investors dat dan nog bereid is om te participeren. Het blijkt dat informal investors vaak samen optrekken bij hun risicodragende investeringen. Participaties van informal investors komen namelijk vaker gezamenlijk met ander informals – in ad-hoc samenwerkingsvormen – voor dan dat er alleen geïnvesteerd wordt. Belangrijkste voordelen van gezamenlijk investeren zijn dat de mogelijkheden voor het vinden van geschikte bedrijven vergroot worden, de inhoudelijke inbreng versterkt kan worden (doordat de kennis en kunde van meerdere informals ingebracht kan worden) en dat de risico's aldus beter – over meer informal investors – gespreid kunnen worden.

Vanuit het perspectief van de informal investors zijn financiële argumenten het belangrijkste motief om als informal op te treden. Daarbij gaat het dan niet om het realiseren van korte termijn 'gewin' maar primair om het behalen van goede rendementen op lange termijn. Daarnaast zijn ook inhoudelijke aspecten zoals het bieden van (management)ondersteuning en de contacten met de ondernemers een drijfveer van belang.

Zoekproces

Het zoeken en vinden van een informal investors blijkt bij ongeveer de helft van de bedrijven (zeer) lastig te verlopen. De problemen hangen vooral samen met de onbekendheid met (de mogelijkheden van) informal investors, het aanleveren van de gewenste gegevens (ondernemingsplannen), de tijdsduur die met het gehele traject is gemoeid en de 'hoeveelheid' informals waarmee overlegd moet worden alvorens succes wordt behaald. Ook de informal investors ondervinden vaak knelpunten in het zoekproces naar mogelijk interessante bedrijven. Zij hebben vooral problemen met de kwaliteit van de ondernemer of businessplannen en de participatievoorstellen die niet passen bij wat men zoekt. Veel participaties ketsen dan ook af vanwege aspecten die met de ondernemer te maken hebben (of met zijn of haar plan) maar ook vanwege zaken die betrekking hebben op de markt. Daarbij kan het dan zowel gaan om de kennis van de markt zelf bij de ondernemer als om de (beperkte) commerciële vaardigheden die – in de optiek van de informal investors – bij de ondernemer aanwezig zijn om de marktkansen adequaat te benutten.

Het eigen netwerk is voor zowel bedrijven als informal investors cruciaal in het zoekproces. Bedrijven zoeken daarnaast vooral zelf of via gespecialiseerde matchingsorganisaties en intermediaire partijen zoals Kamers van Koophandel, Syntens en regionale ontwikkelingsmaatschappijen. Voor investeerders zijn intermediaire partijen en matchingsorganisaties minder van belang dan voor bedrijven. Een merendeel van de investeerders krijgt maar in beperkte mate geschikte bedrijven aangeleverd via partijen die actief voor hun zoeken

Matchingsproces

Eerder hebben we geconcludeerd dat het behalen van rendement op lange termijn voor de informal investors een belangrijke drijfveer is. Gemiddeld gezien liggen de rendementseisen in hoofdzaak tussen de 10 en 30 procent. Om deze rendementseisen te realiseren hebben informal investors in de afgelopen jaren relatief vaak in de eerste levensfasen van bedrijven geïnvesteerd. Mede door de economisch stagnatie en het knappen van de 'internet-zeepbel' zijn lang niet alle rendementsverwachtingen uitgekomen. Mede daardoor blijkt dat de huidige voorkeur van informal investors meer opschuift naar investeringen in jonge bedrijven met exponentiële groei (en dus wat minder in de vroege fase financiering).

Virgin angels blijken geen duidelijk uitgesproken voorkeur te hebben voor investeringen in startende of bestaande bedrijven. Virgin angels zijn echter wel een stuk terughoudender als het gaat om investeringen in innovatieve starters. De informal investors hebben in de afgelopen jaren wel vrij sterk in innovatieve starters geïnvesteerd. Dat heeft vooral te maken met de rendementsmogelijkheden van dit type bedrijven en met de 'uitdaging' die uitgaat van het ontwikkelen van nieuwe producten en diensten. Het valt echter niet te verwachten dat virgin angels wat dit aangaat hetzelfde pad zullen bewandelen. Hoge risico's zijn de belangrijkste drempels die virgin angels ervaren om in innovatieve starters te participeren.

Van de **virgin angels** verwacht ongeveer een kwart in de **toekomst** vrijwel zeker te gaan investeren. Ongeveer de helft twijfelt hier nog in meer of mindere mate over. Eén op de vijf angels verwacht de komende drie jaar (nog) niet te investeren. De voorkeur van virgin angels gaat uit naar directe investeringen en niet naar indirecte investeringen via (beleggings)fondsen.

Fysieke afstand tussen informal investors en bedrijven blijkt met name voor een belangrijk deel van de informal investors (ongeveer de helft) een 'issue' te zijn. Dit deel van de private investeerders prefereert geografische nabijheid van de bedrijven omdat dit extra mogelijkheden voor persoonlijke begeleiding en advisering biedt.

Met de **contractfase** ervaren de bedrijven meer problemen dan de informal investors. Knelpunten van bedrijven hebben vooral te maken met onervarenheid met dergelijke contracten.

De bedrijven die **geen informal investor(s)** hebben gevonden blijken **harde consequenties** te hebben ondervonden van het uitblijven van dergelijke financiering. Daarbij gaat het bijvoorbeeld om het niet van de grond komen van het bedrijf, het later of het in afgeslankte vorm kunnen starten, enzovoort. Hieruit komt naar voren dat de financieringsbehoefte om de plannen te kunnen uitvoeren blijkbaar moeilijk via andere bronnen kan worden ingevuld.

Advisering, coaching en begeleiding

Informal investors voorzien in de praktijk meerdere bedrijven van **coaching en begeleiding**. Naast een adviesrol komt het ook veel voor dat de informal zijn (contacten) **netwerk** 'ter beschikking' stelt aan de ondernemer.

De **inhoudelijke inbreng** (en ook van het contactennetwerk) draagt veelal ook in positieve zin bij aan het (economisch) functioneren van de betreffende bedrijven. Het merendeel van de bedrijven signaleert wat dit aangaat bijvoorbeeld positieve impulsen op omzet- en werkgelegenheidsontwikkeling. Kritische succesfactoren van informal investors – vanuit het perspectief van bedrijven – zijn vooral het kunnen beschikken over een omvangrijk contactennetwerk, kennis van de branche, een goed persoonlijk contact en voldoende financiële middelen.

Aan **starters** zijn de informal relatief iets meer tijd kwijt dan aan de begeleiding en coaching van bestaande bedrijven. Dat uit zich ook op de managementgebieden waarop ondersteuning wordt geboden. Starters worden door informal investors op meer gebieden ondersteund dan bestaande bedrijven. Prominent zijn een sterke ondersteuning op de

aspecten netwerken/samenwerken en verkoop/marketing. Vooral voor starters zijn dit cruciale zaken voor het vergroten van de slaagkans.

Rendement en exit

Van de geraadpleegde informal investors kon een groot deel nog geen inschatting maken van het rendement van de investering, omdat het hiervoor nog te vroeg was. Bij de informal investors die deze inschatting wel konden maken overheersen de positieve oordelen. Bij het beëindigen van de participatie ervaart een aanzienlijk deel van de informal investors knelpunten, met name als de participatie een verlies oplevert.

Fiscale ondersteuning via de Durfkapitaalregeling

Zowel de informal investors als de virgin angels – maar ook de bedrijven zelf – zien het verbeteren van het fiscale klimaat als het belangrijkste middel voor de overheid om een extra impuls aan de markt voor informal investors te geven. Daarmee samenhangend worden ook andere financiële ‘oplossingen’ aangedragen zoals het opzetten van een garantiefonds en cofinanciering door de overheid. Met deze maatregelen zou de overheid in kunnen schieten op één van de belangrijkste knelpunten die informal investors (en virgin angels) vaak van daadwerkelijke participaties weerhouden: een reductie van de financiële risico’s die samenhangen met dit type investeringen.

De Durfkapitaalregeling, zoals die op dit moment bestaat, blijkt informal investors niet of nauwelijks aan te zetten tot extra investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. De regeling wordt vooral beschouwd als interessant voor de categorie ‘vrienden en bekenden’ van de starter, maar over het algemeen niet voor informal investors. Een belangrijk knelpunt is dat investeringen via een BV niet voor de regeling in aanmerking komen. Veel informals blijken juist op deze wijze te investeren. Bovendien blijken de inspanningen die verricht moeten worden om voor de regeling in aanmerking te komen (zoals administratieve handelingen, extra inzet van externe adviseurs) niet op te wegen tegen de financiële voordelen die met de regeling kunnen worden gerealiseerd.

Organisatorische ondersteuningsvormen

Er blijkt bij een aanzienlijk deel van de informal investors draagvlak te bestaan voor de totstandkoming van een eventuele brancheorganisatie of ‘koepelorganisatie’ voor informal investors. Uit de analyses komt dan een drietal mogelijke vormen van ‘meerwaarde’ van een dergelijke organisatie naar voren. In de eerste plaats zou een ‘brancheorganisatie’ het netwerken en de kennisoverdracht tussen informal investors onderling en met andere partijen (cofinanciers) kunnen stimuleren. In de tweede plaats kan een dergelijke organisatie invulling geven aan een lobbyfunctie richting de overheid maar daarbij tegelijkertijd ook als een soort ‘sparring partner’ van diezelfde overheid fungeren. Juist in een relatief ‘ondoorzichtige markt’ als die van de informal investors kan dit ook voor de overheid zelf van belang zijn. In de derde plaats kan de meerwaarde bestaan uit een adviesfunctie richting (individuele) leden.

11.3 Aanbevelingen

We zullen nu overgaan tot het formuleren van een aantal aanbevelingen die naar onze mening voortvloeien uit de uitkomsten van de evaluatie. Bezien we deze resultaten dan kan een viertal **hoofdthema’s** onderscheiden worden die specifieke aandacht verdienen en wel de volgende:

- a. Het functioneren van netwerken.
- b. De wenselijkheid van een branchevereniging.
- c. De stimulering van de investeringen van informal investors.
- d. De informatievoorziening en communicatie.

In het navolgende zullen we per thema één of enkele aanbevelingen presenteren. Daar waar sprake is van meerdere aanbevelingen zullen we de ons inziens meest prioritaire aanbeveling(en) het eerst formuleren. We starten met de aanbevelingen die betrekking hebben op het (verder) verbeteren van het functioneren van netwerken op de informal

investor markt.

A. HET FUNCTIONEREN VAN NETWERKEN

1. Faciliteer regionale netwerken en stimuleer tegelijkertijd de koppeling van de profielen van bedrijven en informal investors van de verschillende netwerken.

Achtergrond

Hoewel dat niet voor alle informal investors van toepassing is, heeft een aanzienlijk deel van deze doelgroep wel een (duidelijke) voorkeur om te participeren in bedrijven die zich in de eigen regio bevinden. Dit bevordert voor deze informal investors de mogelijkheden voor persoonlijke interactie en coaching van de bedrijven waarin wordt geparticipeerd. Om het zoekproces van deze categorie van informal investors te faciliteren, zouden dan ook **regionale netwerken of platforms** van informal investors en bedrijven gestimuleerd kunnen worden. Uiteraard zouden deze regionale netwerken weer gelinkt of gekoppeld kunnen worden aan landelijke netwerken of platforms. Dit zou bevorderen dat informal investors die regionaal willen opereren beter afgestemde 'zoeksleutels' aangereikt krijgen terwijl informal investors die geen regionale voorkeuren hebben 'breed' kunnen (blijven) zoeken. Hieraan kan bijvoorbeeld invulling worden gegeven door de verschillende bestanden aan elkaar te koppelen, zodat er **één overkoepelende marktplaats op internet** ontstaat. In het Verenigd Koninkrijk is een dergelijk initiatief al van de grond gekomen. Hierdoor kunnen private investeerders ook makkelijker het ondernemingsprofiel vinden dat aan hun eisen voldoet en vice versa. Uit het onderzoek blijkt namelijk dat de participatievoorstellen vaak niet aansluiten bij de wensen en eisen van de investeerders terwijl ook de bedrijven veel inspanningen moeten plegen om de juiste informals te vinden.

2. Benut intermediaire organisaties meer bij het zoekproces van informal investors en bedrijven door deze organisaties een doorverwijsfunctie te laten vervullen.

Achtergrond

Uit de analyse blijkt dat een deel van de informal investors – en dan met name ook de virgin angels – moeite hebben om op het spoor van geschikte bedrijven en bijbehorende participatievoorstellen te komen. Anderzijds komt naar voren dat met name bedrijven ook via intermediaire organisaties, zoals Syntens, Kamers van Koophandel en regionale ontwikkelingsmaatschappijen, informal investors trachten te traceren. Doordat het Ministerie van Economische Zaken betrokken is bij dit type organisaties zou zij kunnen bevorderen dat de doorverwijzing in alle afzonderlijke vestigingen van deze intermediaire organisaties systematisch opgepakt en gestructureerd wordt. De doorverwijzing zou dan met name plaats moeten vinden naar die typen partijen die een platform willen bieden voor het matchen van informal investors en bedrijven. Overigens kunnen deze intermediaire organisaties ook een belangrijke doorverwijsfunctie richting (nieuwe) regionale netwerken (zie voorgaande aanbeveling) vervullen. Dit vanwege het feit dat deze organisaties regionaal opereren. De ambitie zou dus niet moeten zijn dat deze intermediaire organisaties zelf aan de slag gaan met het matchen van deze doelgroepen. Daartoe zijn in Nederland immers al diverse andere partijen actief. Veel meer zou het accent moeten liggen op het professionaliseren en structureren van de doorverwijsfunctie.

- 3. Probeer tot een sterkere vervlechting tussen enerzijds informal investors en anderzijds andere typen financiers zoals banken, participatiemaatschappijen en venture capital fondsen te komen.*

Achtergrond

Gebleken is dat informal investors en andere typen financiers (zoals banken, participatiemaatschappijen en venture capital fondsen) elkaar kunnen aanvullen. Dit kan zowel in financiële als in meer inhoudelijke zin. Zo hebben we bijvoorbeeld kunnen constateren dat zich in de praktijk bij een redelijk deel van de bedrijven een financiële hefboomwerking voordoet. Nadat eerst informal investors besloten hadden om deel te nemen, stapten ook andere typen financiers in. Ook spelen informal investors vaak een belangrijke rol bij 'vroege fase' financieringen terwijl andere typen financiers meer in 'tweede ronde financieringen' naar voren komen. Om samenwerking en 'vervlechting' tussen informal investors enerzijds en andere typen financiers anderzijds te stimuleren, zouden nieuwe initiatieven of initiatieven van reeds bestaande organisaties die zich hierop richten, ondersteund kunnen worden.

B. DE WENSELIJKHEID VAN EEN BRANCHEVERENIGING

- 4. Ondersteun initiatieven die er op gericht zijn om tot een branche- of koepelorganisatie voor informal investors te komen.*

Achtergrond

In het onderzoek hebben we ook systematisch aandacht geschonken aan het draagvlak bij informal investors om tot een 'branche- of koepelorganisatie' voor informal investors te komen. Dit blijkt bij een aanzienlijk deel van de informal investors inderdaad het geval te zijn. Daarbij zijn eveneens verschillende mogelijke taken geïdentificeerd die – vanuit het perspectief van de informal investors – een toegevoegde waarde kunnen genereren.

Daarnaast kan een branche- of koepelorganisatie van informal investors echter ook vanuit het perspectief van de overheid een meerwaarde bieden. Dit omdat daarmee op een gestructureerde wijze een 'gesprekspartner' of 'spreekbuis' namens de informal investors ontstaat. Daarmee kunnen bijvoorbeeld beleidsinitiatieven besproken en getoetst worden. Juist bij informal investors is dit van belang omdat het hier om een groep gaat die zich in de praktijk moeilijk laat identificeren.

Gelet op bovenstaande overwegingen kan overwogen worden om initiatieven die zich richten op het van de grond trekken van een dergelijke organisatie te ondersteunen.

C. DE STIMULERING VAN DE INVESTERINGEN VAN INFORMAL INVESTORS

- 5. Overweeg om investeringen van informal investors (fiscaal) te stimuleren, bijvoorbeeld door aanpassingen in de Durfkapitaalregeling door te voeren.*

Achtergrond

Een belangrijke 'hobbel' voor daadwerkelijke risicodragende investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven door informal investors bestaat uit de risico's die gepaard gaan met dergelijke investeringen. Gelet op de economische situatie spelen (de inschattingen van) deze risico's momenteel een nog meer geprononceerde rol dan in een periode van economische groei. Ook teleurstellende resultaten uit het verleden zijn daar overigens debet aan. Dit leidt er bijvoorbeeld ook toe dat een deel van de informal investors momenteel voorzichtiger en meer terughoudender wordt ten aanzien van vroege fase investeringen en investeringen in (innovatieve) starters. En juist daar ligt – ook beleidsmatig gezien – vaak een belangrijke toegevoegde waarde van de informal investors.

Het bovenstaande maakt dat aanpassingen in het financiële en fiscale regime – die zich richten op het **reduceren van risico's van investeringen door informal investors** – het overwegen waard zijn. Ook de geraadpleegde sleutelpersonen, bedrijven en informal investors zien dit overigens als één van de belangrijkste mogelijkheden om een impuls aan de markt voor informal investors te geven.

Wellicht kan het al bestaande instrument van de Durfkapitaalregeling benut worden om dergelijke aanpassingen door te voeren. Dit ook al gezien het feit dat deze regeling, zoals die nu is vormgegeven, nauwelijks relevant blijkt te zijn voor informal investors. Daarom zou overwogen kunnen worden om wijzigingen in deze regeling door te voeren die enerzijds de huidige beperkingen voor de informal investors opheffen en anderzijds inspringen op de behoeften aan uitbreiding van het financiële cq. fiscale ondersteuningsregime.

Bij deze aanpassingen kan aan een combinatie van de volgende opties worden gedacht:

- Verhoging van het bedrag waarover fiscaal voordeel kan worden genoten, nu is 48.441 euro de limiet. Dit terwijl we gezien hebben dat investeringen van informal investors dikwijls veel hoger liggen.
- Vereenvoudiging van de administratieve ballast, zodat – in combinatie met het verruimen van limiet – de baten opwegen tegen de kosten.
- De mogelijkheid om ook investeringen van niet-natuurlijke rechtspersonen, zoals BV's, onder de regeling te brengen. Diverse informal investors investeren namelijk vanuit hun (persoonlijke) BV's waardoor ze dus geen gebruik kunnen maken van de huidige Durfkapitaalregeling.
- Verbreding van de regeling tot alle typen risicodragende investeringen. Op dit moment vallen alleen achtergestelde leningen onder de regeling terwijl informal investors veelal de voorkeur geven aan (in ieder geval) investeringen in aandelenkapitaal.

6. Schenk extra aandacht aan het stimuleren van investeringen van informal investors in die fasen – pré-start, startfase en direct na de start – waarin zij in financiële zin een grote complementaire rol hebben ten opzichte van andere investeerders.

Achtergrond

In financieel opzicht kunnen informal investors met name een 'witte vlek' invullen in die fasen die betrekking hebben op de pré-startfase, de startfase en de fase direct na de start. Dit zijn fasen die enerzijds relatief hoge risico's met zich meebrengen en waar het anderzijds om relatief kleine bedragen gaat. We hebben kunnen constateren dat deze fasen voor partijen als banken, participatiemaatschappijen en venture capital fondsen relatief onaantrekkelijk zijn. Deze partijen zijn dan ook steeds meer opgeschoven naar latere ondernemingsfasen.

Deze trend maakt dat informal investors potentieel een nog belangrijkere meerwaarde in deze eerste fasen kunnen spelen. In die zin kunnen informal investors en andere financiers een complementaire rol voor elkaar hebben. Andere partijen komen, zoals gezegd, meer in beeld bij bijvoorbeeld 'tweede ronde' financieringen. Er zijn echter signalen – zie ook de voorgaande aanbeveling – die er op duiden dat ook informal investors wat minder geneigd zijn om in deze fasen te investeren. Dit alles maakt dat er veel voor te zeggen valt om initiatieven te ontplooien die er aan kunnen bijdragen dat deze categorie van investeerders gestimuleerd wordt om juist ook in te stappen in deze eerste ondernemingsfasen. Fiscale of andere vormen van financiële prikkels (zie aanbeveling 5) zouden daarom bijvoorbeeld toegespitst kunnen worden op deze initiële fasen.

7. Benut intermediaire organisaties voor het informeren van (toekomstige) virgin angels over de markt voor informal investors en ondersteun initiatieven die virgin angels aanzetten om daadwerkelijk te investeren.

Achtergrond

Voor de komende jaren bestaat de verwachting dat de verkoop van bedrijven zal stijgen. Daardoor zal het potentieel aan informal investors toenemen. Om deze potentie maximaal te benutten zouden gerichte acties ondernomen kunnen worden om deze doelgroep te mobiliseren. Uiteraard moet daarbij de keuze aan de personen zelf blijven of zij al dan niet als informal op willen optreden en zal er dus een realistisch beeld van het functioneren als informal geschetst moeten worden. Wel zouden deze personen echter – rond het moment van verkoop – in ieder geval goed en systematisch geïnformeerd kunnen worden over de mogelijkheden van het opereren als informal investor en over de typen organisaties die in dit veld actief zijn en verdere informatie en ondersteuning kunnen bieden. Verwacht kan worden dat bijvoorbeeld de Kamers van Koophandel een vrij goed en actueel inzicht hebben in ‘verkopen’ die zich voordoen. Daar zou dan ook een mogelijk aangrijpingspunt kunnen liggen voor het kanaliseren van dit type acties.

In het verlengde hiervan zouden er ook aanvullende initiatieven genomen kunnen worden om (huidige en toekomstige) virgin angels daadwerkelijk tot participaties aan te zetten. Dit zou bijvoorbeeld kunnen door als overheid (financiële) ondersteuning te bieden aan die gremia of platforms die specifieke initiatieven ontplooiën om syndicaten van ervaren informals en virgin angels te ‘engineeren’. Ook een op te zetten branche- of koepelorganisatie voor informals zou hier een rol in kunnen krijgen.

8. Bevorder de benutting van informal investors voor het financieren van spin-offs van kennisinstellingen.

Achtergrond

Informal investors kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het ontstaan van technostarters door de financiële en inhoudelijke meerwaarde die zij kunnen bieden. Uit het onderzoek blijkt dat een deel van de informal investors een voorkeur voor investeringen in innovatieve starters heeft. Ook in het overheidsbeleid wordt veel belang gehecht aan het stimuleren van innovatieve of technostarters. Daarom zou extra ondersteuning kunnen worden geboden aan initiatieven van bijvoorbeeld kennisinstellingen en/of intermediaire partijen op de markt voor informal investors die als doel hebben om spin-offs van kennisinstellingen in contact te brengen met informal investors.

9. Overweeg de inzet van aanvullende financiële en/of fiscale instrumenten om risicodragende investeringen van informal investors te stimuleren.

In het voorgaande is al ingegaan op mogelijkheden om de risico's van investeringen door informal investors te reduceren (aanbeveling 5). Aansluitend hierop kan nog een verdere impuls worden gegeven aan de markt voor informal investors. Hiertoe zouden de volgende mogelijkheden overwogen kunnen worden:

- Verruimen van de mogelijkheden voor compensatie van verliezen op risicodragende investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. Opties hiervoor zijn het verruimen van de fiscale voorzieningen voor verliezen en/of het opzetten van een garantieregeling voor dit type investeringen. Met deze laatstgenoemde optie zouden eventuele verliezen van afzonderlijke participaties deels via een soort garantiefonds gecompenseerd kunnen worden.
- Het inbouwen van eventuele ‘top-ups’ of het opzetten van een matchingsfonds waarbij extra fiscale of financiële ondersteuning mogelijk is indien de risicodragende investeringen van informal investors aansluiten bij de beleidsprioriteiten van de nationale overheid. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan prioritaire doelgroepen (technostarters) en/of prioritaire technologievelden.

Voor de bovenstaande opties geldt zeer nadrukkelijk dat de ondersteuning die met dergelijke initiatieven wordt verstrekt – vanuit de overheid bezien – op een zorgvuldige verantwoording en controle vragen. Dit brengt met zich mee dat er extra administratieve ballast voor de informal investors gegenereerd wordt. Voor informal investors zou dit – afhankelijk van de omvang van het voordeel van de ondersteuning – een belemmering kunnen zijn om van een dergelijke ondersteuningsvorm gebruik te maken. Uit onze analyses is namelijk gebleken dat (juist) voor informal investors de aantrekkingskracht van een stimuleringsinstrumentarium staat of valt met de toegankelijkheid daarvan.

D. DE INFORMATIEVOORZIENING EN VOORLICHTING

10. Besteed continu aandacht aan het verstrekken van algemene up-to-date informatie over de markt voor informal investors (zoals partijen die op deze markt actief zijn) aan bedrijven en informal investors.

Achtergrond

Uit het onderzoek komt naar voren dat een deel van de bedrijven en de informal investors (met name virgin angels) nog moeite heeft om 'elkaar te vinden'. Anderzijds blijkt ook dat het voor bedrijven dikwijls (zeer) belangrijk is om informal investors te vinden, juist omdat informals regelmatig bereid zijn om te participeren daar waar reguliere financiers nog niet in beeld zijn. Het aanbieden van up-to-date informatie – via bijvoorbeeld internet en brochures – over partijen die op de markt van informal investors actief zijn (en hun werkwijze, doelgroepen, contactpersonen) kan voor een deel van deze doelgroepen dan ook zinvol zijn om tot een succesvolle matching te komen. Dergelijke informatie kan dan via bestaande partijen op de markt van informal investors verspreid worden, maar kan ook ondersteunend werken bij een aantal andere aanbevelingen (en dan met name de aanbevelingen 1, 2 en 7).

11. Bevorder de wederzijdse verspreiding van kennis over de ervaringen en knelpunten waarmee zowel informal investors als bedrijven te maken hebben.

Achtergrond

Uit de analyses blijkt dat er sprake is van een vrij systematisch verschil in perceptie tussen bedrijven enerzijds en informal investors anderzijds daar waar het gaat om de inspanningen van deze laatste categorie. Anderzijds zullen ook informal investors weer lang niet altijd op de hoogte zijn van de inspanningen van de bedrijven (bijvoorbeeld om een informal investor te vinden). Het vergroten van het wederzijdse inzicht in de ervaringen en knelpunten waarmee beide partijen worden geconfronteerd, kan een eerste stap zijn in het reduceren van deze verschillen in percepties. Zo kunnen bedrijven bijvoorbeeld de rendementseisen van informal investors ook beter beoordelen – en in een beter perspectief plaatsen – indien zij adequaat inzicht hebben in de feitelijke inspanningen van informal investors. Dit kan er vervolgens dan toe leiden dat bedrijven minder snel van oordeel zullen zijn dat er 'overvraagd' wordt door informal investors. Dergelijke kennis en informatie kan – bijvoorbeeld in de vorm van 'geanonimiseerde' casebeschrijvingen en best-practices – verspreid worden via bestaande partijen op de markt van informal investors, een eventuele branche-/koepelorganisatie en intermediaire partijen zoals de Kamers van Koophandel en Syntens.

In het bovenstaande hebben we – binnen de vier onderscheiden thema's – een nadere prioritering van de aanbevelingen gemaakt. Bezien we het belang of de betekenis van de onderscheiden thema's en de bijbehorende aanbevelingen onderling, dan kunnen we hierover het volgende concluderen. Uit de (bottom-up) analyses en behoeften van de Nederlandse informal investors markt komt een tweetal belangrijke punten naar voren.

In de eerste plaats gaat het dan om de **versterking van de netwerkvorming** in deze markt. In feite hebben de aanbevelingen 1, 2 en 4 hier betrekking op, terwijl aanbeveling 11 'ondersteunend' kan werken. Bezien we dit punt van netwerkvorming in internationaal

perspectief dan duiden de resultaten er op dat Nederland wat dit aangaat inderdaad (wat) 'achterblijft' bij ontwikkelingen in de ons omringende landen. Ook dit geeft dus voeding aan de wens om juist deze typen aanbevelingen met prioriteit aan te pakken.

Een tweede belangrijke rode draad zijn de **behoeften** die er bij informal investor(s) bestaan aan **extra fiscale of andere typen financiële prikkels**. Aanbevelingen 5 en 9 hebben hierop betrekking. We kunnen ook deze behoeften in internationaal perspectief plaatsen. Daaruit blijkt dat het op zich vrij lastig is om het fiscale regime voor informal investors in verschillende landen nauwkeurig tegen elkaar af te zetten. Voor zover er echter gegevens achterhaald konden worden, duiden deze er niet op dat Nederland het op dit punt nu relatief veel slechter zou doen dan de ons omringende landen. Bovendien speelt hierbij mee dat voor een echt effectieve aanpak vrij rigoureuze aanpassingen doorgevoerd zullen moeten in bijvoorbeeld een instrument als de Durfkapitaalregeling. Dit gelet op het huidige marginale gebruik van deze regeling door de informal investors en (daarmee samenhangend) de bedragen die geïnvesteerd worden door deze personen. Daarbij dient dan tegelijkertijd bedacht te worden dat de huidige Durfkapitaalregeling momenteel al door de EU 'onder de loep' wordt genomen. Dit om na te gaan of er in de optiek van de EU sprake is van (ongeoorloofde) steun. Dit maakt dat het zeer waarschijnlijk – zeker op kortere termijn – niet haalbaar zal zijn om in deze regeling drastische wijzingen door te voeren.

LITERATUUR

- Andersen and GrowthPlus, 2001
'Not just peanuts 2001', the annual pan-European benchmark on Funding, People and the Business Environment
- Britisch Venture Capital Association (BVCA), 2001
Sources of Business Angel Capital
- Bureau Bartels, 2002
Syntens éénmeting
- European Business Angels Network (EBAN), 1998
Dissemination report on the potential for business angels investment and networks in Europe
- European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), 2002
EVCA YEARBOOK 2002, Annual survey of pan-European private equity & venture capital activity
- Europese Unie, Directoraat-Generaal Ondernemingen, 2002
Benchmarking business angels
- Horst, P. & P. Krüger, 1999
Business Angels, Genussrechtskapital in jungen wachstumorientierten Unternehmen, Muntervertragswerk met Erläuterungen
- Jenniskens, VU, 2000
Corporate Venture Capital versus Informal Investors in the Netherlands
- K+V organisatie adviesbureau, 1996
De rol van informal investors op de Nederlandse markt voor risicodragende vermogen
- Mason, C. and R. Harrison, 2000
'The size of the informal venture capital market in the UK', Small Business Economics, 15 p. 137-148
- Mason, C., 2002
Report on Business Angels Investment Activity 2001-2002
- Nebib en Stichting Partinvest, 2001
De Gids Startkapitaal
- Quote, 2002
Quote Venture Capital gids
- Small Business Service, 2001
Investment Readiness, Bidding Guidance for demonstration projects
- Stedler, prof.dr. H.R en prof.dr. H.H. Peters, Fachhochschule Hannover, 2002
Business Angels in Deutschland

BIJLAGE I GERAADPLEEGDE SLEUTELPERSONEN

G.J. Wanrooy	Triad Informal Investor Network (TIIN)
Drs. S.J. Alleman	Astor Participaties BV
A.A. van der Lecq	Astor Participaties BV
P.de Leeuw	K+V organisatieadviesbureau
M. Joenje	Money Meets Ideas
Drs. J. Blaak	Partinvest
Drs. M.A. de Haan	
Drs. R.W.O. Metz	Ecart Invest
Drs. R. de Boeck	Antea Participaties
Drs. J. van der Maale	ABN Amro, informal investment services
Drs. G. Schilte	ABN Amro, informal investment services
F.G. van Beuningen	PYMWYMIC
J. Kazatzidis	Zuid-Hollands Investeringsfonds
Drs. P.H. den Bok	Venturion
Drs. M.W. Noordzij	Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen
Drs. R.T. Brokking	Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen
J.W. Kimmel	Participatiemaatschappij Ondernemingsfonds Rotterdam
E.J.C. Ottevanger	De Participatieclub
Ir. W.H. van den Berg	Innofonds Twente BV
Drs. A.S. Sijsma	Shell Participatie Maatschappij voor Kleine Ondernemingen (SPMO)
L.W. Wildervanck	Twinning
Mw. drs. P.W. Geerdink	Ministerie van Economische Zaken
E.V. van Scherrenburg	Ministerie van Economische Zaken
Drs. M. Kreijen	Ministerie van Economische Zaken

BIJLAGE II DEFINITIES

Definitie informal investor

Onder een informal investor verstaan we hier een individueel persoon:

- die zelfstandig als privé-persoon (of via bijvoorbeeld een eigen BV) direct zelf – of samen met andere informal investors (bijvoorbeeld in een zogenaamd gelegenheids-syndicaat) – risicodragend investeert in één of meerdere niet-beursgenoteerde ondernemingen (of voorbereidingen op een onderneming);
 - die steeds zelfstandig een besluit kan nemen of hij (of zij) wel of niet wil participeren in een specifieke niet-beursgenoteerde onderneming. De investeringsbeslissing is – of wordt – dus niet geheel overgelaten aan andere partijen zoals bijvoorbeeld het management van een collectief (beleggings)fonds/fondsen of aan adviseurs of andere investeerders;
 - die naast inbreng van financiële middelen dergelijke (voorbereidingen op) ondernemingen ook voorziet van advies, begeleiding en/of coaching;
 - die investeert in bedrijven die niet worden geleid door familie en/of vrienden.
-

Definitie (beleggings)fondsen voor investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven

Hieronder verstaan we:

- (beleggings)fondsen die gericht zijn op het investeren in niet-beursgenoteerde (startende) bedrijven;
 - daartoe middelen van particulieren mobiliseren (de 'inleg' kan daarbij vanuit 'privé' plaatsvinden of bijvoorbeeld vanuit een persoonlijke BV). In het navolgende duiden we deze particulieren aan met de term 'beleggers';
 - namens de beleggers besluiten om al dan niet te participeren in specifieke (startende) bedrijven (er wordt dus niet per bedrijf aan alle individuele beleggers afzonderlijk gevraagd of zij al dan niet willen instappen).
 - tot de (beleggings)fondsen rekenen we ook samenwerkende investeerders (pools) waarbij de investeerders de beslissing om wel of niet te participeren niet zelf nemen, maar dit bijvoorbeeld over laten aan adviseurs of andere investeerders.
-

BIJLAGE III TABELLEN

Tabel I.1 Verdeling geraadpleegde investeerders (telefonisch) naar leeftijdscategorie (N=34)

Leeftijdscategorie	(N=34)
20-30 jaar	-
31-40 jaar	6%
41-50 jaar	29%
51-60 jaar	56%
61-70 jaar	6%
70+	3%

Tabel I.2 Verdeling geraadpleegde investeerders (telefonisch) naar branche(s) waarin men kennis en ervaring heeft opgedaan (exclusief branche waarin men als informal investeert) (N=34)

Branche	(N=34)
Industrie	29%
Commerciële dienstverlening	29%
(Groot)handel	26%
ICT	24%
Bank- of verzekeringswezen	18%
Bouw	14%
Transport	14%
Overheid	9%
Overige	9%
Landbouw	3%

Antwoorden tellen op tot meer dan 100%, omdat meerdere branches per respondent mogelijk zijn.

Tabel I.3 Verdeling geraadpleegde investeerders (telefonisch) naar managementgebied waarin men kennis en ervaring heeft opgedaan (exclusief branche waarin men als informal investeert) (N=34)

Managementgebied	(N=34)
Strategie en beleid	88%
Financieringen	65%
Verkoop en marketing	50%
Personeel en organisatie	29%
Techniek/technologische innovaties	29%
Netwerken en samenwerken	28%
Import/export	24%
Logistiek	21%

Antwoorden tellen op tot meer dan 100%, omdat meerdere managementgebieden per respondent mogelijk zijn.

Tabel I.4 Verdeling geraadpleegde bedrijven naar branche (N=48)

Branche	(N=48)
ICT	35%
Industrie	23%
Commerciële dienstverlening	15%
Overige	15%
(Groot)handel	10%
Transport	2%

Tabel I.5 Verdeling geraadpleegde bedrijven naar ondernemingsvorm (N=48)

Ondernemingsvorm	(N=48)
Besloten Vennootschap (BV)	81%
Eenmanszaak	9%
Commanditaire Vennootschap (CV)	6%
Vennootschap onder Firma (VOF)	4%

Tabel I.6 **Verdeling geraadpleegde bedrijven naar aantal werknemers (exclusief ondernemer) (N=48)**

Aantal werknemers	(N=48)
0	13%
1	6%
2-5	46%
6-10	17%
11-25	10%
25 en meer	8%