ERASMUS
CENTRE FOR
ENTREPRENEURSHIP

BUSINESS ANGELS IN NEDERLAND

Een verkenning naar een nieuwe onderzoeksmethode en beleidsaanpak

Uitgebracht op verzoek van het ministerie van Economische Zaken Directie Bedrijfsleven en Innovatie, afdeling Ondernemerschap

Rotterdam, 24 april 2017

ECE.NL

Rotterdam School of Management, Erasmus University (RSM), is een van Europa's top 10 internationaal georiënteerde onderzoeksuniversiteiten en biedt baanbrekend onderzoek en onderwijs op het gebied van alle aspecten van management. RSM is gevestigd in de internationale havenstad Rotterdam - een belangrijke hub van het bedrijfsleven, logistiek en handel. De primaire focus ligt op het ontwikkelen van zakelijke leiders met een internationale carrière die hun vernieuwende manier van denken meenemen in een duurzame toekomst, dankzij een eersteklas aanbod van bachelor, master, MBA, PhD en executive programma's. Studie informatie en activiteiten voor toekomstige studenten, executives en alumni worden daarnaast georganiseerd vanuit het RSM kantoor in Chengdu, China. www.rsm.nl

Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE), is het leidende ondernemerschapscentrum van Europa. Gedreven door de overtuiging dat ondernemerschap de belangrijkste voorwaarde is voor innovatie, streven we ernaar ondernemerschap in het DNA van mensen te verweven. Wij creëren geen bedrijven, maar we creëren ondernemend talent en zetten hierbij de kennis en het netwerk van de Erasmus Universiteit Rotterdam in; een universiteit opgericht door ondernemers meer dan 100 jaar geleden.

Met onze 35+ academische trainers en onderzoekers op het gebied van ondernemerschap, bieden we actiegerichte executive ondernemerschapstraining en -ontwikkelingscursussen aan, aan corporate teams en beginnende ondernemers. Dit vindt vaak plaats op de ECE Campus, een 10,000 m2 grote leeromgeving in de Rotterdam Science Tower en het thuis van onze community van 100+ innovatieve bedrijven. We hebben een duidelijk beeld van de succesvolle start- en groeifactoren van bedrijven; we monitoren en onderzoeken snelgroeiende bedrijven en presenteren de resultaten hiervan in het ScaleUp Dashboard. www.ece.nl

Rotterdam School of Management
Erasmus University
PO Box 1738
3000 DR Rotterdam
Nederland

Erasmus Centre For Entrepreneurship
Rotterdam Science Tower
Marconistraat 16 ECE Campus (11e verdieping)
Rotterdam 3029AK
Nederland

Disclaimer
Dit document is zo zorgvuldig mogelijk samengesteld. Desondanks kunnen onjuistheden voorkomen. Wij sluiten alle aansprakelijkheid uit voor enigerlei directe of indirecte schade, van welke aard dan ook, die voortvloeit uit of in enig opzicht verband houdt met het gebruik van de informatie in dit document.

Inhoud

1. Inleiding 4
1.1. Aanleiding van het onderzoek 4
1.2. Onderzoeksvragen en aanpak 4
1.3. Leeswijzer 6
2. Definitie 6
2.1. Te hanteren definitie 6
2.2. Verschillende definities 7
2.3. Aandachtsgebieden omtrent definitie 8
2.3.1. Het belang van het classificeren van business angels 8
2.3.2. Verschillende kanalen waarin business angels opereren 10
2.4 Conclusie 12
3. Business angels in Nederland 13
3.1. Bestaande onderzoeken 13
3.2. Recente ontwikkelingen in de Nederlandse business angel markt 14
3.2.1. Netwerkvorming 14
3.2.2. Lokale organisaties & accelerators 15
3.2.3. Nieuwe financieringsvormen 16
3.2.4. Banken met informele investeerdersclubs 16
3.3 Conclusie 16
4. Methodologie 17
4.1 Inleiding 17
4.2 Onderzoek aanpak en data collectie: een overzicht 17
4.2.1. Onderverdeling voorgaande onderzoeken 19
4.2.2. Extrapolatie van inzichten binnen kleine steekproef 19
4.2.3. Primaire dataverzameling via business angels, investeringen via netwerken en syndicaten 20
4.2.4. Primaire dataverzameling via belastingregelingen 20
4.2.5. Primaire dataverzameling via ondernemingen die investeringen ontvangen 21
4.3 Voor- en nadelen van reeds toegepaste data-verzameling 21
4.4 Mate van inzicht via reeds toegepaste data-verzameling 25
4.5 Naar een hybride onderzoeksaanpak 29
4.5.1. Extrapolatie op basis van ledenadministratie van BAN's 29
4.5.2. Primaire dataverzameling via business angels 30
4.5.3. Primaire dataverzameling via ondernemingen 31
4.6 Gelaagdheid en stappenplan van hybride onderzoeksaanpak 31
4.7 Moderne technieken dataverzameling 37
4.7.1 Moderne technieken voor het identificeren van business angels middels enquêtes 37
4.7.2 Alternatieve dataverzameling 39

4.8 Conclusie 43
5. Business angel beleid in het buitenland 44
5.1 Inleiding en leeswijzer 44
5.2 Beleidsinstrumentarium ter stimulering van de business angel markt 44
5.2.1. Business angel netwerken 45
5.2.2. Aanpassen van regelgeving 46
5.2.3. Trainingen voor ondernemers en investeerders 46
5.2.4. Co-investeringsregelingen 46
5.3 Compendium van belasting- en subsidieregelingen in het buitenland 48
5.3.1. Verschillende type fiscale maatregelen 51
5.3.2. Verenigd Koninkrijk 54
5.3.3. Duitsland 58
5.3.4. Frankrijk 59
5.3.5. België 60
5.3.6. Zweden 61
5.3.7. Finland 62
5.3.8. Turkije 63
5.4 Wetenschappelijk onderzoek naar de effectiviteit van fiscale regelingen 64
5.4.1. Problemen bij het vaststellen van de effectiviteit van de belastingmaatregel 64
5.4.2. Hoe effectief zijn belastingregelingen? 64
5.5 Conclusies en aanbevelingen 67
6. Conclusies en aanbevelingen 69
Literatuurlijst 72
Auteurs 76

1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt achtereenvolgens besproken: de aanleiding van het onderzoek, de totstandkoming, de onderzoeksvragen en tot slot een leeswijzer voor het vervolg van het onderzoeksrapport.

1.1. Aanleiding van het onderzoek

Op verzoek van het Ministerie van Economische Zaken, Directie Bedrijfsleven en Innovatie, afdeling Ondernemerschap voert het Erasmus Centre for Entrepreneurship en de Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit een verkennend onderzoek uit naar een nieuwe onderzoeksmethode om de Nederlandse Business angel markt in kaart te brengen en actief Business angel beleid en instrumenten welke in het buitenland worden toegepast. Een goed functionerende Nederlandse kapitaalmarkt is van groot belang voor het verder stimuleren en faciliteren van ondernemerschap. Business angels leveren namelijk een belangrijke bijdrage aan de verbreding van het financierings-aanbod. Zo wordt de afhankelijkheid van bankfinanciering verminderd en de toegang tot kapitaal verbeterd.

Het onderzoek dient een aanpak en onderzoeksmethodiek aan te leveren om de aard en omvang van de Business angel markt in Nederland te meten. Hierbij staan, naast de beschrijving van bestaande onderzoeksmethodieken, nieuwe haalbare onderzoeksmethodieken en het aanboren van nieuwe databronnen centraal. Daarnaast zal het onderzoek een internationale vergelijking bieden van het beleidsinstrumentarium dat in het buitenland wordt gebruikt om de business angel markt tot verdere wasdom te brengen. De toepasbaarheid van deze instrumenten in de Nederlandse context is daarbij het uitgangspunt. Dit onderzoek vormt daarmee een belangrijke bouwsteen voor het aanvullend actieplan MKB-financiering.

1.2. Onderzoeksvragen en aanpak

Dit onderzoek baseert zich op een grondige synthese van wetenschappelijke artikelen en rapporten. Deze zijn terug te vinden in de toegevoegde literatuurlijst. Hierbij is gebruik gemaakt van de verschillende (wetenschappelijke) databronnen die de Rotterdam School of Management tot haar beschikking heeft, zoals o.a. (maar niet gelimiteerd tot) ABI/Inform, Sciencedirect, Social Science Research Network, Google Scholar en Factiva. Daarnaast zijn er gesprekken gevoerd met de begeleidingscommissie om eerste inzichten te duiden en aanvullende informatie te vergaren.

Voor de uitvoering van dit onderzoek staan een aantal onderzoeksvragen centraal. Leidend in het onderzoek is het genereren van nieuwe inzichten en een beoordeling van de rol en impact van business angels op de financiering van het Nederlandse bedrijfsleven. Uit eerder onderzoek is gebleken dat de rol van business angels zich niet alleen beperkt tot het beschikbaar stellen van kapitaal, maar dat zij ook een belangrijke adviserende rol vervullen door eerder opgedane kennis en ervaring. Bovendien beschikken veel Business angels over waardevolle netwerken die geactiveerd kunnen worden voor additionele financiering en begeleiding van startups en scale-ups. Ondanks deze belangrijke invloed op het financieren en realiseren van nieuwe groeikansen binnen het Nederlandse bedrijfsleven, is de precieze rol en impact van Business angels in Nederland onduidelijk.

Dit onderzoek beoogt op basis van een evaluatie van bestaande methoden van dataverzameling en het identificeren van nieuwe databronnen te komen tot een meer geïntegreerde en effectieve dataverzameling en –analyse over de rol en impact van business angels op de toegang tot

financiering en kennis binnen het Nederlandse bedrijfsleven. Een belangrijke stap daarin is de aard en omvang van business angels in Nederland te achterhalen. Daarbij zal speciale aandacht worden gegeven aan hun rol in het ecosysteem van startups en scale-ups in Nederland en wordt nadrukkelijk draagvlak gecreëerd bij Business angels in Nederland. Om bovenstaande doelstelling te vervullen staan de volgende onderzoeksvragen centraal:

1. Wat is de rol van Business angels op de toegang tot financiering en kennis binnen het Nederlandse bedrijfsleven en hoe verhoudt dit zich met omringende landen?

a. Wat typeert een business angel? Welke kenmerken en achtergronden hebben Business angels en binnen welke netwerken zijn business angels actief?

b. In hoeverre komt het beeld van de aard, impact en spreiding van business angels in Nederland overeen met omringende landen?

c. Wat zijn de recente ontwikkelingen in de Nederlandse business angel markt?

2. Welke methodieken zijn doeltreffend om de impact van business angels op de financiering en kennis binnen het Nederlandse bedrijfsleven (in het bijzonder de startups en scale-ups) in kaart te brengen?

a. Welke methodieken worden toegepast in omringende landen ten aanzien van business angels? Welke methodieken zijn tot dusver in Nederland toegepast?

b. Wat is de ervaring met deze methodieken?

c. Welke methodologie leent zich voor een systematisch en representatief onderzoek en geeft inzicht in relevante onderzoeksvragen, zoals bijvoorbeeld:

- Wat is de omvang van de business angel markt in Nederland? Hoeveel Business angels zijn actief?
- Wat is de gemiddelde en totale financieringsbehoefte waarom wordt verzien in Nederland? Hoeveel daarvan is gericht op startups en scale-ups?
- Wat is het potentiële aantal business angels in Nederland? In welk additionele financieringsbehoefte zouden zij kunnen voorzien?

3. Welke beleidsinstrumenten zijn doeltreffend om de impact van business angels binnen Nederland te vergroten?

a. Welke beleidsinstrumenten worden toegepast in omringende landen ten aanzien van business angels? Welke regelingen zijn van kracht binnen bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk, Turkije, Zweden, Finland, Duitsland en Frankrijk?

b. Wat is de ervaring met deze instrumenten? In hoeverre wordt daar gebruik van gemaakt? En wat is de effectiviteit van de instrumenten in het vergroten van de impact van business angels?

c. In hoeverre zijn deze instrumenten in het buitenland complementair aan bestaande beleidsinstrumenten ten aanzien van financiering binnen het Nederlandse bedrijfsleven? In hoeverre zouden ze geïmplementeerd kunnen worden?

d. Welke aanbevelingen kunnen worden opgesteld ten aanzien van de inventarisatie en effectiviteit van de beleidsinstrumenten?

1.3. Leeswijzer

In het volgende hoofdstuk staan we stil bij de definitie en classificatie van business angels. In Hoofdstuk 3 wordt een beeld geschetst van business angels in Nederland. In Hoofdstuk 4 inventariseren en beschrijven wij mogelijke methodieken om de Nederlandse business angel markt in kaart te brengen. In Hoofdstuk 5 vindt er een inventarisatie en indien mogelijk evaluatie plaats van buitenlandse beleidsmaatregelen om de business angel markt te stimuleren.. Tot slot worden er conclusies getrokken in Hoofdstuk 6 en aanbevelingen gepresenteerd op weg naar een nieuwe onderzoeksmethode en beleidsaanpak.

2. Definitie

In dit hoofdstuk wordt een definitie van een business angel opgesteld. Het is van belang vast te stellen wat onder een business angel wordt verstaan alvorens later de omvang en ontwikkelingen in de Nederlandse business angel markt in kaart te kunnen brengen. De te hanteren definitie is vastgesteld na inventarisering van verschillende definities en classificaties van business angels in (wetenschappelijk) onderzoek. Tot slot worden een aantal aandachtspunten met betrekking tot de definitie aangedragen.

2.1. Te hanteren definitie

De definitie van een business angel berust in dit onderzoek op vijf uitgangspunten. Business angels:

1. investeren eigen geld;
2. investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen (doen illiquide investeringen);
3. beslissen zelf in welke ondernemingen te investeren (dus kan ook via netwerken of in groepsverband);
4. ze zijn op zoek naar een rendement op investering (eventueel gecombineerd met een niet-financiële motivatie) en zijn geen familie of vriend van de ondernemer (geen love money);
5. de investeerder of co-investeerder is actief betrokken bij de onderneming (smart money).

Het gaat dus niet om personen die investeren in vrienden of familie of mensen die investeren in een crowdfunding platform zonder dat zij hier iets van hun relevante kennis, ervaring of netwerk bij gebruiken. Er is sprake van smart money, wanneer business angels naast financiële ondersteuning ook strategisch betrokken zijn bij het bedrijf en wanneer zij ervaring hebben met ondernemen in brede zin. Dit kan zowel expertise in een bepaald vakgebied zijn als ervaring in de industrie waarin geïnvesteerd wordt.

2.2. Verschillende definities

Onderstaande is een niet uitputtende opsomming van door wetenschappelijke onderzoekers en business angel organisaties (EBAN en BANN) gebruikte definities.

Mason en Harrison (2008) hanteren de definitie: "business angels handelen als een individu of in een formeel of informeel syndicaat en investeren eigen geld direct in een niet-beursgenoteerd bedrijf zonder familieverband, en pakken vervolgens een actieve rol in het bedrijf op als adviseur of commissaris".

De definitie van het Europese Business Angel Network (EBAN) luidt: "Een business angel is een individuele investeerder (gekwalificeerd zoals voorgeschreven in nationale voorschriften) die direct eigen kapitaal investeert, (of door hun persoonlijke holding) met name tijdens een idee (seed) of startup fase, in een niet-beurs genoteerd bedrijf zonder familiebanden. Business angels maken hun eigen investeringsbeslissingen en zijn financieel onafhankelijk, oftewel een verlies van een angel investering leidt niet tot een aanzienlijke wijziging in de economische situatie van hun activa. Daarnaast investeren zij voor de middellange tot lange termijn en zijn bereid om naast de geldsom strategische ondersteuning te bieden".

BAN Nederland hanteert de definitie: "een business angel is een vermogende particulier (meestal een ex-ondernemer die zijn bedrijf heeft verkocht) die een gedeelte van zijn geld actief investeert in veelbelovende bedrijven in ruil voor aandelen, een achtergestelde lening of een combinatie van beide". Verder maakt de organisatie onderscheidt in "smart money", business angels die naast kapitaal ook kennis, ervaring en hun netwerk ter beschikking stellen en "dumb money", investeerders die alleen maar een cheque uitschrijven en verder geen inhoudelijke kennis hebben van de branche of een relevant netwerk ontberen. Het EBAN ondersteunt dit door te erkennen dat business angels veelal investeringsbeslissingen nemen op basis van ervaring in een specifieke sector om vervolgens te investeren in bedrijven die aansluiten bij hun expertise.

Een belangrijke partij in het onderzoek naar business angels is de Global Entrepreneurship Monitor (GEM), een wereldwijd onderzoek naar ondernemerschap. Het onderzoek maakt echter geen onderscheid tussen business angels en andere vormen van informeel durfkapitaal (Landström en Mason, 2016). In andere woorden: álle investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven worden meegenomen. Dit betreffen dus ook investeringen in familie en vrienden, ook wel 'love money' genoemd. Een belangrijk verschil met angel investeringen is echter dat angel investeringen commercieel gericht zijn: zij zijn op zoek naar rendement.

Bovenstaande definities hebben een aantal zaken gemeenschappelijk: een business angel investeert eigen geld in een niet-beursgenoteerde onderneming, heeft ervaring met ondernemen en levert naast financiering ook strategisch advies. Er zijn echter nog een aantal verschillen in de gebruikte definities. Deze verschillen kunnen leiden tot uiteenlopende bevindingen en bemoeilijken de vergelijking van resultaten. Het OECD (2016) haalt dan ook terecht aan dat sommige studies alle informele investeringen meerekenen (oprichters, familie, vrienden plus angel investeerders), terwijl andere studies uitsluitend angel investeerders meerekenen. Het komt ook nog voor dat één business angel zowel 'love money' investeringen doet als angel investeringen, waardoor een angel investering moeilijk te onderscheiden is. In de volgende paragraaf bespreken we deze definitieproblemen in meer detail.

2.3. Aandachtsgebieden omtrent definitie

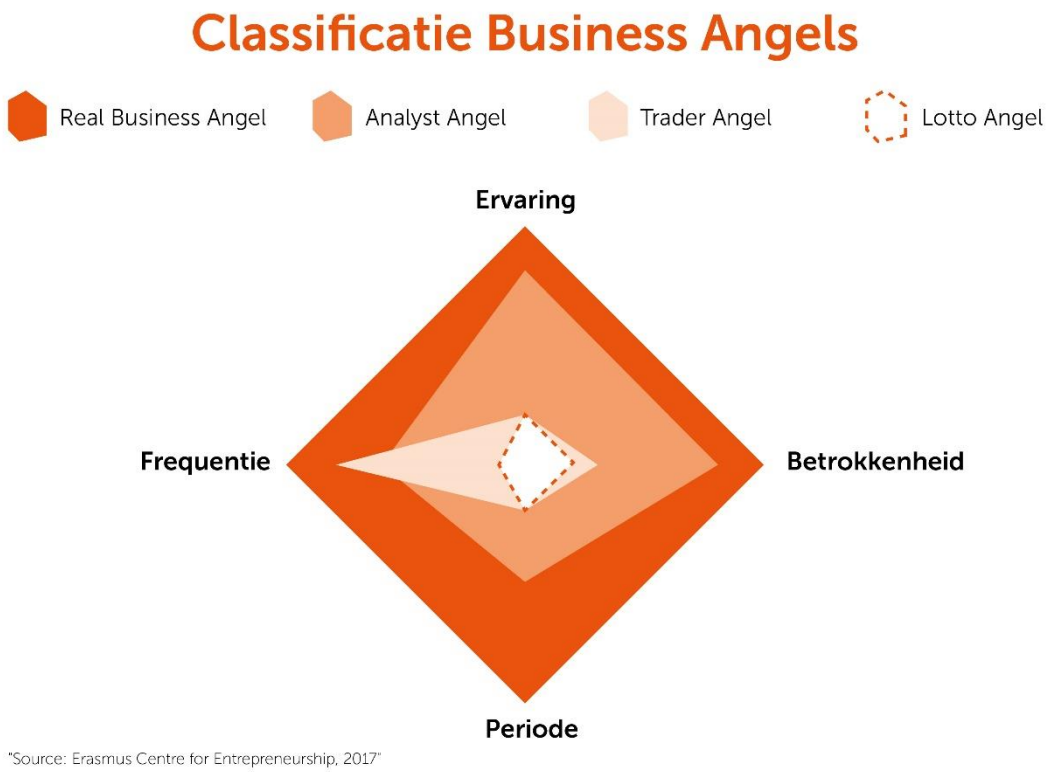
Mason (2016) benoemt in zijn recente handboek voor onderzoek naar business angels twee ontwikkelingen welke mogelijke definitieproblemen opleveren. Allereerst is de angel populatie niet homogeen: de literatuur identificeert verschillende type business angels, de één meer afwijkend van de definitie uit paragraaf 2.1 dan de ander. Een tweede ontwikkeling is het toenemend aantal manieren waarop business angels zich kunnen organiseren, waardoor angel investeringen moeilijker te onderscheiden zijn van andere vormen van investeringen. Deze twee ontwikkelingen worden onderstaand verder besproken.

2.3.1. Het belang van het classificeren van business angels

In de literatuur worden business angels op verschillende manieren ingedeeld. Mason en Harrison (2008) verdelen business angels op basis van investeringsfrequentie onder in vier basisvormen. De eerste vorm is een actieve angel, oftewel een vermogend persoon die ervaring heeft met investeren en open staat voor toekomstige investeringen. Een tweede vorm is de latente angel: passieve investeerders die de afgelopen drie jaar niet meer heeft geïnvesteerd. Dit zijn veelal investeerders die wachten tot een geschikte deal opduikt. Daarnaast bestaat de virgin angel: een vermogend persoon, bereid om te investeren, maar wie dit nog niet eerder gedaan heeft. Virgin angels zijn vaak al aangesloten bij een BAN, maar hebben nog geen juiste investering gevonden. Tot slot onderscheidt men de slapende angels: individuen die één à twee keer hebben geïnvesteerd, maar het daar bij laten, enerzijds omdat de liquide middelen niet toereikend meer zijn, anderzijds omdat het investeerder-zijn niet bij hen paste.

Mason (2016) benadrukt dat het meenemen van de laatste drie categorieën (latente, virgin en slapende angels) in de algemene definitie van business angels, het gevaar heeft om de business angel populatie te overschatten. Daarentegen levert het negeren van deze categorieën geen representatieve steekproef op. Een business angel loopt namelijk veelal meerdere stadia door: van virgin angel naar actieve, slapende en/of latente angel.

Sørheim en Landström (2010) suggereren een alternatieve indeling van business angels. Zij classificeren een viertal business angels. Al hoewel alle groepen waarde toevoegen aan een bedrijf, zijn er verschillen in investeringsactiviteit en competenties van de business angel te onderkennen. Het eerste type, een "Lotto Angel", is een investeerder met geringe ervaring die doorgaans een kleiner bedrag investeert. Zij handelen veelal op individuele basis en gebruiken media als informatiebron om investeringskansen te identificeren. Naast het verschaffen van financiering zijn zij in geringe mate betrokken bij de onderneming. Een tweede type is de "Trader Angel", een investeerder met geringe ervaring in management en ondernemerschap, maar wel een hoge investeringsfrequentie kent en relatief een groot deel van het vermogen investeert. In tegenstelling tot de Trader- en Lotto Angel, heeft een "Analyst Angel" veel ervaring en gebruikt dit om het bedrijf van strategisch advies te voorzien. Zij investeren veelal in groepen en vergaren investeringskansen via het eigen sociale netwerk. Een laatste type is de "Real business angel": een ervaren angel investeerder, die vaak investeert voor een relatief hoog bedrag en die actief betrokken is bij de onderneming. Net als Analyst Angels investeren zij veelal in samenwerking met andere investeerders en wenden zij het eigen sociale netwerk aan om investeringskansen op te sporen. De classificatie is grafisch weergegeven in figuur 1.



Figuur 1. Bron: Erasmus Centre for Entrepreneurship, 2017. Afgeleid van classificatie business angels o.b.v. investeringsactiviteiten en competentie van de business angel (Sørheim en Landström, 2010).

Een sterke aanwezigheid in het linkerdeel van de grafiek duidt op een actieve angel: de angel investeert ten minste vier keer per drie jaar met een relatief lange investeringshorizon (>3 jaar). Een sterke aanwezigheid in het rechter deel van de grafiek suggereert een hoge mate van professionaliteit: de investeerder heeft ervaring in management en ondernemerschap en is vervolgens actief betrokken bij de onderneming. Een 'echte' business angel voldoet volgens Sørheim en Landström (2010) aan al deze eigenschappen. Echter, de andere drie types voldoen nog steeds aan de te hanteren definitie van een business angel uit paragraaf 2.1: zij investeren eigen geld in een niet-beursgenoteerde onderneming. Daarnaast kan de investeringsfrequentie wisselen, afhankelijk van de persoonlijke situatie van de business angel. Oftewel: ook bij deze classificatie kan een angel verschillende stadia doorlopen.

Volgens Sahlman en Richardson (2010) is er nog een vijfde type: de 'Super Angel': een veel voorkomende term in de Verenigde Staten. De super angel opereert veelal in een fonds, gestuurd door een full time manager en waarbij er, evenals bij durfkapitaal fondsen, een managementvergoeding en percentage van de investeringswinsten wordt uitgekeerd. Echter, het komt steeds vaker voor dat de super angel ook andermans geld investeert, waardoor de grens tussen business angels en durfkapitalisten verder vervaagt. Dit roept de vraag op of een dergelijke investeerder nog wel als een business angel gezien mag worden. Daarbij komt dat business angels vaak op verschillende manieren tegelijk investeren (als individu en in een groep of netwerk) en in meerdere stadia (naast startups ook volwassen bedrijven), waardoor de grens tussen business angels en andere vormen van investeerders verder vervagen. De verschillen tussen business angels en durfkapitalisten worden verder besproken in onderstaand hoofdstuk "Verschillende kanalen waarin business angels opereren".

De verschillende stadia en typeringen van een business angel maken het lastig om een eenduidige definitie op te stellen. Zo kunnen love money en angel investeringen door elkaar heen lopen, kan een business angel zich verschillende rollen aanmeten gedurende de jaren en is het soms niet duidelijk wanneer er sprake is van smart money. Daarnaast zijn business angels zich steeds verder aan het professionaliseren: zij opereren via fondsen en investeren soms ook andermans geld. Dit roept de vraag op of zij nog wel business angels genoemd mogen worden. Bovengenoemde classificaties kunnen echter een houvast geven om de verschillende type business angels in kaart te brengen.

2.3.2. Verschillende kanalen waarin business angels opereren

De structuur van de business angel markt verschilt sterk per land. Zo beweegt de markt in België zich momenteel van een klein aantal angel netwerken naar twee grotere, meer gecentraliseerde partijen waar het grootste deel van de angels bij aangesloten is. Het OECD (2016) wijst er zelfs op dat investeringen via een groep of netwerk vaak beter uitpakken dan individuele investeringen. Eén van de redenen hiervoor is een vaak uitgebreider due diligence proces, professionele voorwaarden om lid te worden van een netwerk en het delen van de werklast[1]. Syndicaatvorming maakt het daarnaast makkelijker om toegang te krijgen tot individuele angels en maakt de business markt meer inzichtelijk.

Mason en Botelho (2014) benoemen echter dat het toenemend aantal syndicaten ertoe lijdt dat business angels investeringsbeslissingen niet altijd meer zelfstandig nemen. Vaak wordt een syndicaat namelijk geleid door een manager die deals screent en voorlegt aan de angels. Een business angel kan in dit geval worden beïnvloed door de groepsleider of door andere angels. Een voorbeeld hiervan is wanneer er in een besloten club wordt geïnvesteerd: een kleine kern van actieve investeerders benaderen passieve leden met een investeringskans. De passieve leden hebben in dit geval geen rol gehad in het identificeren, evalueren of onderhandelen en zal een zwakke betrokkenheid hebben in het te investeren bedrijf. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van pooling regelingen: business angels die hun investeringskapitaal bundelen tot één investeringsfonds en die investeringsbeslissingen delegeren aan syndicaatsleiders. Dit model komt vaak voor in de Verenigde staten en het Verenigd Koninkrijk. In Nederland is er een variant van samenwerking waarbij er middels stemmen beslist wordt of het gezamenlijke investeringsfonds wel of niet wordt aangewend voor de investering. Vervolgens wordt er één contactpersoon aangewezen voor de ondernemer (Mason en Harrison, 2008). Het niet zelfstandig beslissingen nemen roept de vraag op of een dergelijke investeerder nog wel als business angel gezien mag worden.

Daarnaast treedt syndicaatvorming veelal op in combinatie met VC-fondsen. Zoals reeds vermeld vervaagt de grens tussen business angels en durfkapitalisten. Zo zijn beide groepen naast het verschaffen van geld, betrokken bij de onderneming. Het meest belangrijke verschil tussen business angels en durfkapitalisten is dat business angels eigen geld ter beschikking stellen en zelfstandig beslissingen nemen. Onderstaande tabel weergeeft de traditionele karakteristieken van business angels en durfkapitalisten (Morrisette, 2007):

[1] http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/industry-and-services/financing-high-growth-firms_9789264118782-en#.WGtg8FxvDVJ

	Business angels	Durfkapitalisten
Investeringsbron	Eigen kapitaal	Investeerders
Aantal deals per jaar	Eenmaal per twee jaar	5-10 keer per jaar
Geïnvesteerd bedrag	$25-250,000, gemiddeld $50-75,000	$1-10 miljoen, gemiddeld $4 miljoen
Stadium	Klein, Startup fase	Groot, uitbreidingsfase
Geografische focus	Gemiddeld binnen twee uur van huis	Regionaal, nationaal
Industrie focus	Geen focus, maar voorkeur voor bekende industrieën	Vaak focus op één of twee industrieën
Informatiebron	Via angels, vrienden, business contacten	Ingediende verzoeken, andere VC's
Beslissingsnemer	Individu, ervaren ondernemers	Professionals, MBA's, commissies
Due Diligence	Minimaal, informeel, subjectief, oordelend	Uitgebreid, formeel, analytisch, spreadsheets
Betrokkenheid	Hands-on	Strategisch, board
Investeerperiode	Langer, ≥ 5 jaar	Korter, 3-5 jaar
Exit	Minder belangrijk, lange termijn horizon	Belangrijk, beursgang of verkoop van bedrijf
ROI verwachtingen	20-30%, echter geen strak gegeven	30-50%

Tabel 2.3.2: Het belang van het classificeren van business angels. Bron: Morrisette (2007), Aangepast

In landen als het Verenigd Koninkrijk en Duitsland is het business angel landschap echter een stuk gefragmenteerder, o.a. door de aanwezigheid van veel verschillende incubators, accelerators, crowdfundingpartijen en online investeerders platformen. De aanwezigheid van dergelijke partijen maakt het voor een business angel minder noodzakelijk om zich aan te sluiten bij een business angel netwerk om deal flow te creëren.

Hoewel het toenemend aantal syndicaten en netwerken de business angel markt inzichtelijker maakt, vervaagt deze ontwikkeling de mate waarin business angels zelfstandig beslissingen maken. Hierdoor zijn angel investeringen moeilijker te onderscheiden van andere vormen van informele investeringen. Het identificeren van business angels via BAN's kan met name problematisch zijn, wanneer een business angel zowel op individuele basis opereert als in een groep of wanneer virgin angels al zijn aangesloten bij een BAN, zonder een investering te hebben gedaan. Dit heeft tot gevolg dat de data analyse gecompliceerder wordt. De Nederlandse business angel structuur en de methodologische gevolgen worden verder besproken in Hoofdstuk 3 'Business angels in Nederland' en in Hoofdstuk 4 "Methodologie".

2.4 Conclusie

De professionalisatie, verschillende stadia en typeringen van een business angel maken het lastig om een eenduidige definitie op te stellen. Zo kunnen love money en angel investeringen door elkaar heen lopen, kan een business angel zich verschillende rollen aanmeten gedurende de jaren en is het soms niet duidelijk wanneer er sprake is van smart money. Enerzijds dient de definitie dan ook niet te breed dient te zijn, gezien er mogelijke overschatting plaats kan vinden van de omvang van de business angel markt (bijvoorbeeld love money is geen angel investering). Anderzijds dient de definitie niet te eng te zijn, waardoor bepaalde groepen zoals slapende angels mogelijk buiten beschouwing gelaten worden, en de omvang van de business angel markt juist onderschat wordt. Om deze redenen berust de definitie van een business angel in dit rapport op vijf uitgangspunten. Business angels:

1. investeren eigen geld;
2. investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen (doen illiquide investeringen);
3. beslissen zelf in welke ondernemingen te investeren (dus kan ook via netwerken of in groepsverband);
4. ze zijn op zoek naar een rendement op investering (eventueel gecombineerd met een niet-financiële motivatie maar geen love money);
5. de investeerder of co-investeerder is actief betrokken bij de onderneming (smart money).

3. Business angels in Nederland

In dit hoofdstuk wordt er aan de hand van bestaande onderzoeken een beeld geschetst van business angels in Nederland. Onder andere de structuur en relevante ontwikkelingen ten behoeve van stimulering van business angel activiteiten in Nederland worden besproken.

3.1. Bestaande onderzoeken

De afgelopen zes jaar zijn er een vijftal onderzoeken uitgevoerd die getracht hebben het Nederlandse business angel klimaat in kaart te brengen. Algemene bevindingen zijn dat slechts een beperkt deel van informele investeerders kwalificeert als business angel en dat vermoedelijk een groot deel van de angel investeringen via het onzichtbare deel van de markt loopt. De bevindingen zijn schematisch weergegeven in onderstaande tabel.

Onderzoeksbureau	Jaar van uitvoering	Bevindingen	Aantal business angels in Nederland (schatting)
Bureau Bartels[2]	2010	• Nulmeting: 90% van de business angels is oud-ondernemer • 22% van de informele investeerders heeft een beschikbaar kapitaal tussen de €500.000 en €1.000.000 • Geïnvesteerd bedrag hangt af van levensfase bedrijf en type investeerder (love money versus VC)	n.v.t.
BAN Nederland[3] (laten uitvoeren)	2010	• Nederland telt 2.000 actieve informals die gezamenlijk 1,5 à 2 miljard euro hebben geïnvesteerd. • Er zijn 5.000 à 10.000 potentiële angels (virgin angels) zijn, die wel het geld en de achtergrond hebben, maar nog niet actief hebben geïnvesteerd	12.000
Tornado Insider[4]	2012	• 58% van de informals hebben een totaalbedrag tot en met €500.000 geïnvesteerd en 16% investeerde in totaal tussen de €500.000 en €1 miljoen • Informele investeerders en ondernemers hebben moeite met het vinden van elkaar	n.v.t.

[2] Zie http://www.bureaubartels.nl/site/assets/files/1022/0391_nulmeting_ban_eindrapport.pdf
[3] Zie http://www.bannederland.nl/wp-content/uploads/2016/12/HoeVindIkEenInvesteerder_978-90-89590725.pdf
[4] Zie http://docplayer.nl/2520121-April-2013-tornado-insider-in-opdracht-van-agentschapnl-2013-emerging-technology-research-europe-7-meting-nederlands-investeringsklimaat.html

Centre for Strategy and Evaluation Services[5]	2013	• Zo'n 45% van de business angels is een actieve angel • Een BAN heeft gemiddeld 216 business angels in haar netwerk • Het totaal aantal business angels in Nederland is circa 30.000. Hiervan zijn er ongeveer 4.470 (14%) aangesloten bij een BAN	30.000
Panteia[6]	2014	• Gemiddeld geïnvesteerd bedrag loopt terug sinds 2010 (gemiddeld €54.500) • Slechts 8% van informele investeerders is een echte business angel • Aandeel informele investeerders in Nederland ligt onder het EU-gemiddelde	n.v.t.

Tabel 3.1. Bestaande onderzoeken

Opvallend is dat de bevindingen van de bestaande onderzoeken behoorlijk uiteenlopen. Zo geeft BAN Nederland een schatting af van circa 12.000 angels in 2010, terwijl het Centre for Strategy and Evaluation Services een schatting geeft van totaal 30.000 angels in 2013. De uiteenlopende resultaten zijn onder andere te wijten aan de verschillende gebruikte onderzoeksmethoden. Zo baseert één onderzoek de resultaten op een vragenlijst welke is uitgezet onder BAN-leden, terwijl een ander onderzoek enquêtes via bedrijvenpanels uitzet. De verschillende methodologieën en de implicaties voor vervolgonderzoek zal verder worden uitgewerkt in Hoofdstuk 4 'Methodologie'.

3.2. Recente ontwikkelingen in de Nederlandse business angel markt

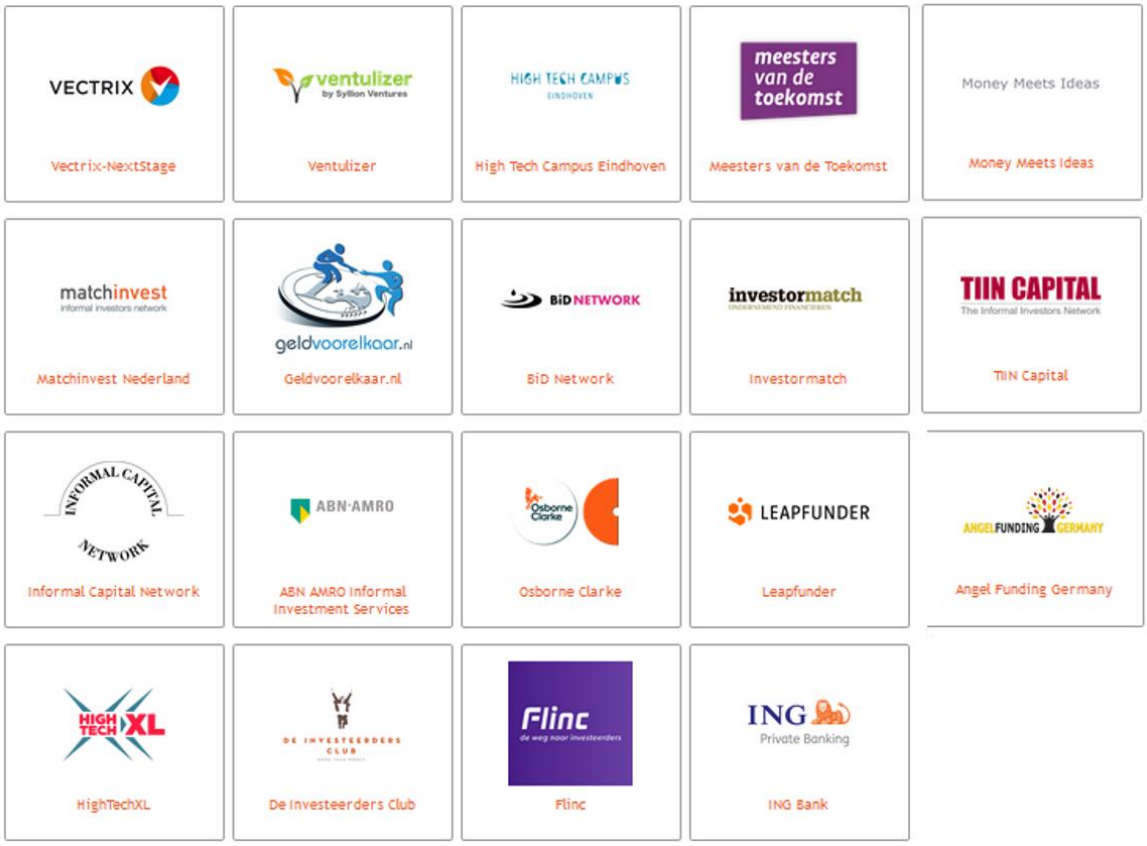
De Nederlandse business angel markt is sterk veranderd de afgelopen jaren. Onderstaand worden een viertal recente ontwikkelingen besproken.

3.2.1. Netwerkvorming

Business angels gaan zich door verdere professionalisering steeds vaker organiseren in netwerken en syndicaten[7]. Zo laat het onderzoek van EBAN in 2015 zien dat het aantal business angels en de totale omvang van investeringen is gestegen, maar dat het totaal aantal investeringen is afgenomen. Dit lijkt een gevolg van het toegenomen aantal syndicaten binnen de business angel markt. Syndicaat vorming treedt tevens op in combinatie met durfkapitaal fondsen. Deze worden beheerd door en gefinancierd door institutionele investeerders en ervaren angels[8]. Zoals besproken in Hoofdstuk 2 ontstaat er steeds meer overlap tussen business angels en durfkapitalisten: beide groepen leveren niet alleen geld, maar zijn tevens vaak betrokken bij het bedrijf.

[5] Zie http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf
[6] Zie http://ondernemerschap.panteia.nl/main/pressrelease/perid/4751
[7] Zie https://www.equidam.com/business-angels-or-venture-capital/
[8] Zie https://angel.co/syndicates

Daarnaast is er een toename van, vaak kleinere gespecialiseerde, BAN's. Thema's zoals Clean Tech en Life Sciences zijn veelvoorkomende specialisaties[9]. Door het aantrekken van een bepaalde groep investeerders wordt het risico verder verlaagd door te investeren in één specifieke industrie, waarvan veel kennis aanwezig is. Veel van deze BAN's hebben zich in de loop der jaren aangesloten bij het overkoepelende netwerk BAN Nederland. Waar in 2010 14 BAN's waren aangesloten[10], zijn dit er momenteel al 23. Een overzicht van recentelijk aangesloten BAN's[11] is weergegeven in figuur 2.



Figuur 2 BAN-leden van BAN Nederland, 2017. Bron: bannederland.nl/leden

3.2.2. Lokale organisaties & accelerators

In een onderzoek van Business Angels Europe (BAE) wordt echter aangehaald dat er naast het vormen van netwerken een wildgroei aan kleinere clubs bestaat die zelfstandig opereren[12]. Zo zijn er lokale organisaties zoals de Ontwikkelingsmaatschappij Noord-Nederland (NOM) en de Brabantse Ontwikkelingsmaatschappij (BOM) die een mediërende rol op zich nemen tussen de BAN's, lokale valorisatieprogamma's (o.a. van universiteiten) en participatiefondsen. In de participatiefondsen nemen business angels een rol in als co-investeerder. Daarnaast zijn er in het Nederlandse ecosysteem meerdere accelerators (o.a. Rockstart, StartupBootcamp en World Startup Factory), incubators (UtrechtINC en YesDelft) en private clubs (o.a. APEC's Monkey's Den[13]) actief waarin individuele business angels een rol spelen. Tevens kunnen professionele familiebedrijven in aanmerking komen als angel investering.

[9] Zie https://www.youtube.com/watch?v=WHLYYYUanvM
[10] Zie http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf
[11] Zie http://www.bannederland.nl/profielen/
[12] Zie http://www.businessangelseurope.com/Knowledge%20Centre/Research%20%20Data/BAE,%20The%20European%20Business%20Angel%20Market.pdf
[13] Zie https://www.apec.nl/default.aspx?id=58

3.2.3. Nieuwe financieringsvormen

In de afgelopen jaren zijn in Nederland verschillende nieuwe financieringsvormen ontwikkeld. Zo kunnen ondernemingen geld ophalen via crowdfunding. In het geval van equity-based crowdfunding zoals Symbid[14] nemen investeerders een aandelenbelang in de onderneming. Het is voor business angels ook mogelijk om via equity-based crowdfunding platforms in bedrijven te investeren. Bij andere crowdfunding platforms zoals Leapfunder[15] halen ondernemingen geld op bij investeerders, waaronder business angels, via de uitgifte van een converteerbare obligatielening. Een andere nieuwe financieringsvorm wordt geboden door samenwerkingsverbanden van investeerders, waarbij er middels stemmen beslist wordt of het gezamenlijke investeringsfonds wel of niet wordt aangewend voor de investering. Vervolgens wordt er één contactpersoon aangewezen voor de ondernemer[16]. Verder is peer to peer lenen steeds meer in opkomst. Dit betekent letterlijk: gelijke aan gelijke, oftewel: financiering zonder tussenkomst van een bank[17]. Een voorbeeld hiervan is Geldvoorelkaar[18]: zij bemiddelen naast crowdfunding tevens in peer to peer financiering.

3.2.4. Banken met informele investeerdersclubs

Ook hebben de Nederlandse banken de rol van informele investeerders onderkend. De lage rente op spaargeld en staatsobligaties zorgen ervoor dat banken inspelen op alternatieve vormen van financiering[19]. Het doel is om financiering te stapelen. Door middel van stapelfinanciering kan een onderneming gebruik maken van een combinatie van verschillende financieringsvormen zoals debiteurenfinanciering, voorraadfinanciering, business angels, crowdfunding en/of bancaire financiering. Het voordeel voor de financiers is dat door stapelfinanciering is het risico gedeeld wordt[20]. Zo werkt Rabobank samen met twee crowdfundingplatformen en organiseert speciale bijeenkomsten om ondernemers met investeerders in contact te brengen. Hiertoe hebben zij de speciale investeringstak 'Money meets Ideas' opgericht. Daarnaast hebben ook ABN AMRO en ING informele investeringstakken opgericht, respectievelijk 'Informal Investment Services' en 'Private Banking'. Zoals in bovenstaand overzicht van BANN-leden te zien, hebben alle drie zich recentelijk aangesloten bij BAN Nederland.

3.3 Conclusie

De opkomst van meerdere kleinere partijen zorgt ervoor dat Nederland, ondanks de toename van het aantal BANN-leden, nog relatief gefragmenteerd blijft. Daarnaast zijn er nieuwe investeringskanalen, zoals crowdfunding, bijgekomen waar business angels gebruik van kunnen maken. Deze nieuwe ontwikkelingen brengen methodologische uitdagingen met zich mee die in het volgende hoofdstuk worden besproken.

[14] Zie https://www.symbid.nl/pages/how_it_works
[15] Zie https://www.leapfunder.com/
[16] http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13691060802380098
[17] Zie https://www.iexgeld.nl/Artikel/161513/Geld-verdienen-aan-peer-to-peer-leningen-Dit-moet-je-weten.aspx
[18] Zie http://fintechnews.ch/p2plending/europes-top-11-peer-to-peer-lending-platforms/4960/
[19] Zie https://www.businessinsider.nl/stapelfinanciering-de-trend-enkele-mogelijkheden-rabobank-642952/
[20] Zie http://www.deuniekeondernemer.nl/financiering/stapelfinanciering-gedeelde-smart-is-halve-smart/

4. Methodologie

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk evalueert bestaande methoden van dataverzameling en het identificeert nieuwe databronnen om zo te komen tot een meer geïntegreerde en effectieve dataverzameling en –analyse inzake de business angel markt in Nederland. Het systematisch in kaart brengen van de (omvang van) business angels en het uitvoeren van onderzoek in Nederland door een onafhankelijke partij is van groot belang. Business angels vormen een belangrijke groep aan investeerders die niet alleen kapitaal beschikbaar stellen, maar ook bedrijven kunnen adviseren en ondersteunen door gerichte adviezen en het aanreiken van netwerken. Om een goed beeld te krijgen van de omvang en de impact van business angels zijn er in het verleden verschillende onderzoeken uitgevoerd. Deze hebben geleid tot eerste inzichten, echter, belangrijke knelpunten hebben de dataverzameling en -analyses bemoeilijkt. Om deze knelpunten weg te nemen, wordt in dit hoofdstuk een geïntegreerde aanpak in de dataverzameling en -analyse voorgesteld.

4.2 Onderzoek aanpak en data collectie: een overzicht

Onderstaande tabel betreft een overzicht van reeds gebruikte methodieken in Nederland:

Onderzoeksbureau	Jaar van uitvoering	Methode	Respons (Aantallen)
Bureau Bartels[21]	2010	Vragenlijst via BAN-leden	130
BAN Nederland[22] (laten uitvoeren)	2010	Aanname van Marianne Hudson (Business Angel Capital Association) 8% van de business angels is zichtbaar + extrapolatie o.b.v. aantal BAN-leden in Nederland	n.v.t.
Tornado Insider[23]	2012	Enquête + vervolg interviews	Enquête: 88, vervolg-interviews: 9
Centre for Strategy and Evaluation Services[24]	2013	EBAN survey uit 2010 + GEM-data + extrapolatie o.b.v. input BAN's	11 BAN's
Panteia[25]	2014	Hybride aanpak: Aanbodzijde: Enquête + bedrijvenpanels (MKB-beleidspanel + topsectorenpanel) Vraagzijde: GEM-data	773

Tabel 4.2: Overzicht reeds gebruikte methodieken in Nederland

[21] Zie http://www.bureaubartels.nl/site/assets/files/1022/0391_nulmeting_ban_eindrapport.pdf
[22] Zie http://www.bannederland.nl/wp-content/uploads/2016/12/HoeVindIkEenInvesteerder_978-90-89590725.pdf
[23] Zie http://docplayer.nl/2520121-April-2013-tornado-insider-in-opdracht-van-agentschapnl-2013-emerging-technology-research-europe-7-meting-nederlands-investeringsklimaat.html
[24] Zie http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf
[25] Zie http://ondernemerschap.panteia.nl/main/pressrelease/perid/4751

Het onderzoek van Panteia is het eerste Nederlandse onderzoek waarbij er zowel naar de aanbod- als vraagkant van de markt wordt gekeken. Het bureau heeft onder andere een enquête verspreid onder hun eigen MKB-beleidspanel en topsectorenpanel (respons 773) met als doel het identificeren van bedrijven die gebruik hebben gemaakt van angel financiering. Uitkomsten zijn vervolgens geëxtrapoleerd naar de totale bedrijvenpopulatie in Nederland. Gegevens inzake de vraagkant zijn verzameld via de Global Entrepreneurship Monitor-survey (GEM), een grootschalig onderzoek naar ondernemerschap. Het nadeel hiervan is dat dit onderzoek geen onderscheid maakt in business angels en andere vormen van financiering. Het grootste gedeelte van de Nederlandse informele investeerders investeert in bedrijven die zijn gestart door een familielid van de investeerder.[26] Hierdoor ligt de focus op het bredere aspect van financiering.

Gezien het feit dat bestaande onderzoeken vaak beperkt zijn en doordat zij zich baseren op meer kleinschalig, kwalitatief onderzoek is het cruciaal om in kaart te brengen welke mogelijkheden er zijn om nieuwe onderzoeksmethoden te ontwikkelen welke meer berusten op (grote hoeveelheden) kwantitatieve data. Daarnaast zijn de reeds uitgevoerde onderzoeken gedateerd en ligt de focus veelal op het 'zichtbare deel' van de business angel markt, waardoor er een vertekend beeld kan ontstaan. Om uitkomsten nauwkeuriger te maken dient zowel het zichtbare als het onzichtbare deel van de business angel markt in kaart te worden gebracht middels een representatieve steekproef.

De uitdagingen en knelpunten bij het verzamelen van gedegen informatie en inzichten over business angels komen uitgebreid aan bod in de literatuur over business angels en in verschillende onderzoeken over business angels binnen en buiten Nederland (Mason en Harrison, 2008; 2013). Business angels kenmerken zich door te investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Ze beschouwen deze investeringsactiviteiten veelal als privé en business angels zijn er dan ook op gesteld om anoniem te blijven wanneer zij investeren in bepaalde ondernemingen.

Ondanks de recente opkomst van business angel netwerken in Europa, blijkt de markt van business angels veelal nog ongeorganiseerd en ontbreekt het veelal aan een eenduidig aanspreekpunt voor het verzamelen van informatie en inzichten over business angels. Eén van de belangrijkste bronnen voor het creëren van inzichten over de aard en omvang van de business angel markt vormen de business angel netwerken (BAN's), die primair toegang kunnen bieden tot de zichtbare markt van business angels. Deze netwerken bieden een platform voor kennisontwikkeling, uitwisseling en het samenbrengen van business angels en ondernemingen. Daarnaast zijn er groepen van business angels, of syndicaten, waarbinnen individuele business angels hun eigen investeringsbeslissingen nemen, maar gezamenlijk investeren in bepaalde ondernemingen (Cerullo en Sommer, 2002).

De toegang tot maar een deel van de business angel markt, het zichtbare deel, is een belangrijke barrière om de omvang van de markt in kaart te brengen. Veel studies hebben gebruik gemaakt van ad-hoc definities van business angels of informele investeerders en hebben geleund op uiteenlopende methoden. Ondanks deze hiaten hebben verschillende onderzoekers aangetoond dat business angels één van de grootste aanbieders van kapitaal vormt gedurende de eerste fasen van een onderneming. Naast de inbreng van risicokapitaal, vervult een business angel ook een belangrijke rol in mentoring, advisering, het aanbrengen van waardevolle contacten en andere vormen van niet-financiële waarde toevoeging. In zijn algemeenheid wordt aangenomen van de business angel markt groter is dan de venture capital markt, voornamelijk in het financieren van de vroege-fase van ontwikkeling (Mason en Harrison, 2013).

Hoewel venture capitalists een eenduidige groep vormen die zichtbaar en gedocumenteerd is, handelen business angels meer in de anonimiteit en zijn geen gedegen lijsten samengesteld van

[26] Zie ondernemerschap.panteia.nl/main/download/id/A201426

business angels zoals dat geldt voor venture capitalists. Onderzoeken naar de aard en omvang van business angels zijn dan ook veelal gebaseerd op imperfecte en meer gevarieerde bronnen die het moeilijk maken om de representativiteit te testen (Mason en Harrison, 2008b). De onderzoeken maken gebruik van 'convenience' steekproeven zoals de leden van BAN's of door gebruik making van sneeuwbal technieken om business angels te identificeren. Deze laatste methode maakt gebruik van de contacten en netwerken van een relatief kleine groep aan business angels en stelt onderzoekers in staat om via deze netwerken andere business angels te identificeren. Daarnaast omvat een substantieel deel van de onderzoeken naar business angels meer kwalitatieve methoden. Hoewel deze onderzoeken belangrijke inzichten kunnen bieden in de achtergrond van business angels en de manier waarop zij investeringsbeslissingen nemen, is de generaliseerbaarheid relatief beperkt.

4.2.1. Onderverdeling voorgaande onderzoeken

De eerdere methoden en aanvullende bronnen die gebruikt worden voor het in kaart brengen van de business angel markt hebben geleid tot niet-representatieve steekproeven en bemoeilijken het vormen van een goed beeld van de business angels. Daarnaast zijn de onderzoeken gebaseerd op relatief kleine steekproeven dat het extrapoleren naar meer brede conclusies bemoeilijkt danwel onmogelijk maakt. De methodieken van de onderzoeken die in het verleden zijn uitgevoerd, kunnen worden onderverdeeld naar gelang de gebruikte bronnen, zowel aan de aanbodzijde alsmede de vraagzijde van de business angel markt (Mason en Harrison, 2008b).

Aanbodzijde	Vraagzijde
• Extrapolatie van inzichten binnen kleine steekproef • Primaire dataverzameling via business angels • Primaire dataverzameling van investeringen via netwerken • Primaire dataverzameling via syndicaten van business angels • Primaire dataverzameling via belastingregelingen	• Primaire dataverzameling via ondernemingen die investeringen hebben ontvangen

Tabel 4.2.1 Dataverzameling over business angels

4.2.2. Extrapolatie van inzichten binnen kleine steekproef

Eerdere onderzoeken naar de aard en de omvang van de business angel markt in Nederland en Europa hebben op basis van aannames over een deel van de markt uitspraken gedaan over de gehele omvang. Deze benaderingen en aannames zijn gebaseerd op eerdere onderzoeken en studies in verschillende landen en komen voort uit ervaringen van experts binnen verschillende landen. Doordat deze extrapolaties gebaseerd waren op brede aannames, heeft het OECD deze methoden eerder aangemerkt als "more art than science" (OECD, 2011). Ondanks deze kritiek, is de extrapolatie van inzichten op basis van een kleine, zichtbare groep belangrijk geweest om de aard en omvang van de business angel markt in te schatten en het belang van deze groep in het financieren van ondernemingen binnen verschillende landen.

In Nederland heeft de BAN in 2010 een inschatting gemaakt van de totale omvang van de business angel markt. Op basis van het ledenaantal in Nederland is gesuggereerd dat Nederland ongeveer

2.000 business angels heeft met een totale omvang van de investeringen van ongeveer 2 miljard euro. BAN Nederland is tot deze cijfers gekomen door aan te nemen dat de onzichtbare markt van business angels tussen de 7 tot 10 maal de zichtbare markt omvat[27], maar deze cijfers zijn onmogelijk te verifiëren.

4.2.3. Primaire dataverzameling via business angels, investeringen via netwerken en syndicaten

Naast de studies die de aard en omvang van de business angel markt in kaart hebben gebracht door extrapolatie, hebben verschillende onderzoeken zich gebaseerd op primaire dataverzameling via business angels, investeringen via netwerken en/of syndicaten. Deze studies hebben op basis van het zichtbare deel van de business angel markt kenmerken verzameld over business angels en hun investeringsgedrag. Voorbeelden van deze onderzoeken in Nederland zijn onder meer het onderzoek van bureau Bartels in 2011 en het onderzoek van Tornado Insider. Beide onderzoeken hebben gebruik gemaakt van vragenlijsten die zijn verstuurd naar business angels. Ondanks de inschatting in Nederland dat er meer dan 2.000 actieve business angels zijn, is de steekproef van de onderzoeken relatief lag (respectievelijk 130 en 88 respondenten). Ondanks dat de primaire dataverzameling door middel van vragenlijsten tot interessante inzichten kan leiden, is de response veelal relatief laag en neemt de betrouwbaarheid en de validiteit van de beoogde resultaten en inzichten af.

De jaarlijkse vragenlijst onder business angels in Europe, dat wordt uitgevoerd door de EBAN, vormt een belangrijke bron van informatie in verschillende Europese landen. Via de vragenlijst worden verschillende aspecten en activiteiten van business angels in kaart gebracht. De BAN's in de verschillende Europese landen zijn verantwoordelijk voor de dataverzameling. Ondanks dat het jaarlijkse onderzoek van de EBAN heeft geleid tot belangrijke inzichten per land, is de response van de vragenlijst relatief laag en blijken regelmatig vragen over te worden geslagen. De betrouwbaarheid van de resultaten verschillen dan ook per land, aangezien de participatiegraad nogal verschillend is.

Een ander voorbeeld van dataverzameling onder business angels vormt het business angel panel onderzoek in Duitsland[28]. Ieder kwartaal wordt het panel van 50 ervaren business angels gevraagd naar de laatste ontwikkelingen op het gebied van angel investeringen, de focus op bepaalde industrieën en het aantal verzoeken tot financiering. Door het gebruik van een panel neemt de betrouwbaarheid en participatiegraad toe.

4.2.4. Primaire dataverzameling via belastingregelingen

De afgelopen jaren zijn er binnen verschillende landen allerlei fiscale maatregelingen geïmplementeerd om investeringen van business angels te stimuleren. Verschillende onderzoeken hebben gebruik gemaakt van de data en informatie die via deze fiscale regelingen over investeringen van business angels beschikbaar kwamen. In Noorwegen is er bijvoorbeeld onderzoek gedaan naar de aard en de omvang van de business angel markt door gebruik te maken van zulke bronnen. Uit de gegevens van de belastingdienst in Noorwegen bleken er in 2009 2.400 actieve business angels te acteren die gezamenlijk investeerden in meer dan 4.500 private ondernemingen[29]. Gegevens vanuit deze fiscale maatregelen kunnen relatief betrouwbare inschattingen opleveren over de omvang van investeringen vanuit informele investeerders. Er vanuit gaande dat een relatief groot deel van de business angels ook daadwerkelijk gebruik maakt van de fiscale regels, kunnen onderzoekers

[27] Zie http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf
[28] Zie http://www.business-angels.de/en/market-intelligence/business-angel-panel/
[29] Zie http://www.menon.no/wp-content/uploads/12f4494d01.pdf

op basis van deze data uitspraken doen op basis van gegevens van een groot deel van de gehele populatie in plaats van een relatief kleine steekproef zoals in bovenstaande manieren van dataverzameling.

4.2.5. Primaire dataverzameling via ondernemingen die investeringen ontvangen

Naast de dataverzameling die voornamelijk gericht is op de aanbodzijde van de business angel markt, zijn er ook onderzoeken uitgevoerd naar de aard en omvang van de business angel markt via data op basis van de vraagzijde in de markt. Op basis van bedrijvenpanels zoals van Panteia (2014) en de Global Entrepreneurship Monitor, zijn inzichten verkregen in hoeverre ondernemingen gebruik maken van investeringsmogelijkheden via business angels. De response van dit soort primaire dataverzameling bepaalt in belangrijke mate de inzichten die verkregen worden. Op basis van deze primaire onderzoeksaanpak is geconcludeerd dat slechts een beperkt aantal informele investeerders als echte business angel kan worden beschouwd. Ongeveer 8 procent kan worden gedefinieerd als business angel, dat overeenkomt met 0.3% van de Nederlandse bevolking.

In het Verenigd Koninkrijk zijn verschillende onderzoeken uitgevoerd op basis van gegevens van het Companies House'. Ondernemingen zijn verplicht om een melding te maken van veranderingen in het eigendom van de onderneming. Hierdoor kunnen ondernemingen worden geïdentificeerd die een bepaalde investering hebben ontvangen in ruil voor aandelen (Mason en Harrison, 2008).

De meeste onderzoeken over de aard en de omvang van de business angel markt in Nederland en Europa hebben gebruik gemaakt van data en informatie van de aanbodzijde van de markt. Eerste inschattingen op basis van extrapolatie van gegevens van selectie steekproeven zijn de afgelopen jaren aangevuld met primaire inzichten die verkregen zijn van business angels, netwerken en syndicaten. Relatief weinig onderzoek is uitgevoerd op basis van data verkregen vanuit de vraagzijde van de markt. Inzichten over de distributie van kapitaal verstrekt door business angels, de belangrijkheid en de mate waarin financiering wordt gecombineerd met mentoring en advies zijn door de eenzijdige focus op de aanbodzijde van de markt relatief beperkt.

4.3 Voor- en nadelen van reeds toegepaste data-verzameling

De meer precieze knelpunten rondom het verzamelen van hoogwaardige (kwantitatieve) data over de business angel markt hangen grotendeels samen met de manier waarop die markt opereert. Sommige business angels markten zijn in hogere mate formeel georganiseerd. Zo beweegt de markt in België zich momenteel van een klein aantal angel netwerken naar twee grotere, meer gecentraliseerde partijen waar het grootste deel van de angels bij aangesloten is. Dit maakt het makkelijker om toegang te krijgen tot individuele angels. In landen als het Verenigd Koninkrijk en Duitsland is het landschap van business angels echter gefragmenteerd georganiseerd, o.a. door de aanwezigheid van veel verschillende incubators, accelerators, crowdfundingpartijen en online investeerders platformen. De aanwezigheid van dergelijke partijen maakt het voor een business angel minder noodzakelijk om zich aan te sluiten bij een business angel netwerk om deal flow te creëren.

Om te komen tot een geïntegreerde aanpak van de dataverzameling is een gedegen afweging van de voor- en nadelen van bestaande benaderingen gewenst. Op basis van verschillende aspecten zullen eerdere onderzoeken dan ook met elkaar vergeleken worden. Daarbij staat een aantal uitgangspunten centraal. De kwaliteitscriteria die voor de evaluatie van bestaande methoden en technieken zullen worden gebruikt, zijn (Van Burg, 2011):

1. *Validiteit*. Een onderzoek meet wat het beoogt te meten. Ook zijn er geen systematische fouten gemaakt. Bij valide onderzoek worden de juiste conclusies getrokken bij de beantwoording van de onderzoeksvragen.

2. *Betrouwbaarheid*. Het onderzoek moet vrij zijn van (toevallige) fouten en bij herhaling tot dezelfde resultaten komen.

3. *Informativiteit*. Het informatiegehalte van uitspraken moet maximaal zijn. Hoe groter het domein (het gebied waarop het onderzoek betrekking heeft), des te informatiever de uitspraken.

4. *Generaliseerbaarheid*. De mate waarin de behaalde onderzoeksresultaten geldig of toepasbaar zijn voor een bredere groep of populatie.

5. *Haalbaarheid*. De methode of techniek dient ook redelijkerwijs haalbaar te zijn en binnen een redelijke termijn afgerond kunnen worden.

Methode	*Validiteit*	*Betrouwbaarheid*	*Informativiteit*	*Generaliseerbaarheid*	*Haalbaarheid*
Aanbodzijde					
Extrapolatie van inzichten binnen kleine steekproef	-- Kleine steekproef; onduidelijke aannames	- Vertekening in steekproef; andere kenmerken voor leden/niet-leden	- Slechts aantal business angels	-- Kleine steekproef; vertekening; onduidelijke aannames	++ Relatief eenvoudige analyse; informatie voorhanden
Primaire dataverzameling via business angels, investeringen via netwerken en syndicaten	+ Bestaande meetschalen; potentiële bias in beantwoording	++ Bestaande meetschalen; vertrouwelijkheid	++ Uitgebreide informatie	-/+ Afhankelijk van steekproef	+ Via aangesloten netwerken toegang; response is cruciaal
Primaire dataverzameling via belastingregelingen	++ Eenduidige gegevens	++ Vaststaande meetmethode	+ Gefocust op hoogte investering; afhankelijk van richtlijnen van belastingregeling	++ Zeer grote steekproef	+ Toegang tot belastingdienst is bepalend
Vraagzijde					
Primaire dataverzameling via ondernemingen die investeringen ontvangen	+ Bestaande meetschalen; potentiële vertekening	++ Bestaande meetschalen; vertrouwelijkheid	++ Uitgebreide informatie	-/+ Afhankelijk van steekproef	+ Adresgegevens via KvK; eventueel voorselectie op die bedrijven die investeringen hebben verkregen

Tabel 4.3: kwaliteit van onderzoeksmethoden (-- zeer beperkt / ++ zeer uitgebreid)

Ondanks dat de haalbaarheid van extrapolatie groot is, scoort deze methode een relatief lage score op het gebied van validiteit, betrouwbaarheid, informativiteit en generaliseerbaarheid. Extrapolatie is gebaseerd op onduidelijke aannames over de verhouding tussen het zichtbare en onzichtbare deel van de business angel markt. De betrouwbaarheid en de informativiteit zijn tevens beperkt. Doordat bepaalde business angels kunnen besluiten om juist lid te worden van een vereniging, kunnen conclusies op basis van het zichtbare deel van de markt een vertekend beeld geven. Bijvoorbeeld wanneer juist relatief onervaren en minder vermogende business angels zich aansluiten bij een BAN. Extrapolatie op basis van de kenmerken van leden kan er dan toe leiden dat de inschatting van de gemiddelde financiering en/of investering te laag wordt ingeschat voor de gehele populatie in Nederland. De informativiteit van extrapolatie is relatief beperkt. De inzichten die voort kunnen komen uit extrapolatie zijn met name gerelateerd aan het aantal business angels dat actief is in Nederland. Er kunnen geen uitspraken gedaan worden over de gemiddelde financiering en/of investering die business angels doen.

Daarentegen bieden de andere methoden een hogere mate van valide inzichten, echter, hangt de haalbaarheid sterk af van de toegang tot primaire bronnen en de bereidheid van bijvoorbeeld business angels, bedrijven en/of de belastingdienst om hun medewerking te verlenen. Primaire dataverzameling via business angels is zeer effectief in het achterhalen van kenmerken van business angels, hun investeringsgedrag, en de manier waarop zij beslissingen nemen over bepaalde investeringen. Op basis van de huidige literatuur over investeringsgedrag en besluitvorming kunnen valide meetschalen worden opgenomen in een korte en bondige vragenlijst. Daarmee kan een variëteit aan inzichten worden verschaft over business angels in Nederland.

Primaire dataverzameling via belastingregelingen kan een zeer betrouwbaar beeld geven van de aard en de omvang van de business angel markt in Nederland. Daarbij wordt aangenomen dat de participatiegraad van de belastingregeling zeer hoog is en business angels een beperkt aantal kenmerken van hun financiering / investering moeten invullen om bepaalde belastingvoordelen te behalen. De betrouwbaarheid is groot van de dataverzameling, maar de informativiteit kan beperkt zijn door de focus op de financiering / investering en niet op de business angel. De haalbaarheid van de dataverzameling hangt sterk samen met de toegang tot de gegevens van de belastingdienst.

De effectiviteit van primaire dataverzameling om inzichten te bieden in de aard en de omvang van de business angel markt in Nederland is dus groot, maar onderzoekers zullen slimme methoden en technieken moeten inzetten om de haalbaarheid te vergroten.

4.4 Mate van inzicht via reeds toegepaste data-verzameling

Het is noodzakelijk dat de gekozen onderzoeksaanpak voldoende inzicht kan bieden inzake de Nederlandse Business angel markt. Het gaat dan niet alleen om de aard en de omvang van de business angel markt in Nederland, maar ook de mate waarin naast kapitaal, ook aanvullende aspecten zoals mentoring en advisering of het beschikbaar stellen van netwerken centraal staan. In onderstaande tabel zijn de methoden dan ook beschreven aan de hand van de inzichten en oplossingen die ze kunnen bieden voor het inzichtelijk maken van de business angel markt in Nederland. De onderzoeksvraag die centraal staat bij de beoogde methodologie is:

Wat is de impact van business angels op de financiering en kennis binnen het Nederlandse bedrijfsleven, en in het bijzonder de startups en scale-ups?

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden, dienen de volgende vragen beantwoord te worden:

a. *Wat is de omvang van de business angel markt in Nederland? Hoeveel business angels zijn actief?*

b. *Wat is de gemiddelde en totale financieringsbehoefte waarin wordt verzien in Nederland? Hoeveel daarvan is gericht op startups en scale-ups?*

c. *Wat is het potentiële aantal business angels in Nederland? In welke additionele financieringsbehoefte zouden zij kunnen voorzien?*

d. *Waaruit bestaat de financiering van business angels? Wat is het aandeel van business angels binnen syndicaten, investeringsfondsen en/of fintech initiatieven zoals crowdfunding? Is de rol van business angels complementair aan nieuwe initiatieven op het gebied van financiering van startups en scale-ups?*

e. *In welke sectoren zijn business angels actief? Wat is de relatieve belangrijkheid van business angels ten opzichte van alternatieve financieringsmogelijkheden?*

In onderstaande tabel is weergegeven in hoeverre en op welke manier de verschillende onderzoeksmethoden bovenstaande onderzoeksvragen kunnen beantwoorden.

Methode	Extrapolatie van inzichten binnen kleine steekproef	Primaire dataverzameling via business angels	Primaire dataverzameling via belastingregelingen	Primaire dataverzameling via ondernemingen die investeringen ontvangen
a. Wat is de omvang van de business angel markt in Nederland? Hoeveel business angels zijn actief?	+	+	++	-/+
b. Wat is de gemiddelde en totale financieringsbehoefte waarin wordt verzien in Nederland? Hoeveel daarvan is gericht op startups en scale-ups?	--	-		++
c. Wat is het potentiele aantal business angels in Nederland? Welk additionele financieringsbehoefte zouden zij in kunnen voorzien?	--	-/+	++	++
d. Waaruit bestaat de financiering van business angels? Wat is het aandeel van business angels binnen syndicaten, investeringsfondsen en/of fintech initiatieven zoals crowdfunding? Is de rol van business angels complementair aan nieuwe initiatieven op het gebied van financiering van startups en scale-ups?	--	++	-	++
e. In welke sectoren zijn business angels actief? Wat is de relatieve belangrijkheid van business angels ten opzichte van alternatieve financieringsmogelijkheden?	--	++	--	++

Tabel 4.4: Onderzoeksmethoden en de mate waarin zij de onderliggende onderzoeksvragen kunnen beantwoorden (-- zeer beperkt / ++ zeer uitgebreid)

1. Wat is de omvang van de business angel markt in Nederland? Hoeveel business angels zijn actief?

Om de omvang van de business angel markt in Nederland in kaart te brengen, kunnen de methoden aan de aanbodzijde voor een groot deel voldoen. Door het in kaart brengen van de leden van de BAN's kan door extrapolatie berekend worden hoeveel business angels actief zijn (grove inschatting). Deze inschatting zou vervolgens verder geverifieerd kunnen worden door triangulatie van inzichten vanuit primaire dataverzameling via business angels en via belastingregelingen. Een belangrijk aspect daarbij is de mate waarin sprake is van 'smart money'. Hoewel via primaire dataverzameling via business angels de mate waarin zij denken ook als mentor te hebben gefungeerd en hun netwerken hebben ingezet voor de specifieke onderneming kan worden vastgesteld, is het wenselijk deze informatie te verifiëren.

Dit kan het beste worden gedaan door primaire dataverzameling via ondernemingen die investeringen ontvangen. Ondernemingen zijn immers diegene die het beste kunnen inschatten in hoeverre de betreffende business angel actief betrokken is geweest als mentor of in hoeverre hij of zij ook zijn of haar netwerken heeft ingezet ten behoeve van de onderneming. Een eerste inschatting van de omvang van de business angel markt in Nederland en het aantal business angels kan dus worden gedaan door extrapolatie en primaire dataverzameling van het zichtbare deel van de markt, echter, om een eenduidig beeld te krijgen van de aard en de omvang is het zeer wenselijk om dit ook via ondernemingen te achterhalen.

2. Wat is de gemiddelde en totale financieringsbehoefte waarin wordt verzien in Nederland? Hoeveel daarvan is gericht op startups en scale-ups?

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden dient primaire data en informatie verzameld te worden via de vraagzijde van de business angel markt. Er dient een representatieve steekproef te worden getrokken op basis van sector, bedrijfsgrootte en levensfase om te achterhalen wat de gemiddelde en totale financieringsbehoefte is waarin door business angels wordt voorzien. Om daarbij een onderscheid te maken in hoeverre financiering wordt verleend of investeringen worden gedaan in startups, scale-ups of gevestigde bedrijven dient binnen de steekproef rekening te worden gehouden met deze verschillende groepen aan bedrijven. De steekproef kan worden getrokken uit actieve bedrijven in het bedrijvenregister die aan deze initiële kenmerken voldoen, of juist uit die bedrijven die de afgelopen periode een wijziging hebben doorgemaakt in de eigendomsstructuur. Bij die laatste groep zou achterhaald kunnen worden in hoeverre business angels betrokken zijn geweest bij de investering binnen het bedrijf en in hoeverre deze investering ook daadwerkelijk voldoet aan de definitie van business angels in termen van 'smart money'.

3. Wat is het potentiële aantal business angels in Nederland? In welke additionele financieringsbehoefte zouden zij kunnen voorzien?

Deze onderzoeksvragen dienen beantwoord te worden door zowel via de aanbodzijde alsmede de vraagzijde data te verzamelen. Allereerst dient een afbakening te worden gemaakt door een profiel te ontwikkelen waaraan een gemiddelde business angel voldoet. Dit kan op basis van meer algemene kenmerken zoals ondernemer/niet-ondernemer, inkomen, vrij vermogen etc. Op basis van dit profiel zou via de gegevens vanuit de belastingdienst een inschatting gemaakt kunnen worden hoeveel individuen aan het gemiddelde profiel van een business angel voldoen. Daarnaast publiceert het CBS jaarlijks een overzicht van welvaart in Nederland[30]. Daaruit blijkt in 2016 dat huishoudens met een hoofdkostwinner tussen de 55 en 65 jaar oud het vaakst welgesteld zijn. Deze welgestelden hebben

[30] Zie https://www.cbs.nl/-/media/_pdf/2016/26/2016welvaartinnederland.pdf

een hoog inkomen of een hoog vermogen dat zij gedurende de loopbaan hebben opgebouwd of beide. Met een kwart welgestelden ligt hun aandeel ruim boven het landelijk gemiddelde van bijna 17 procent. De inzichten vanuit het rapport van het CBS kunnen aanvullend worden gebruikt om een inschatting te maken van het aantal potentiele business angels in Nederland.

Deze methode van dataverzameling via de aanbodzijde van de business angel markt is relatief grofmazig. Via de vraagzijde zou door dataverzameling bij ondernemingen de additionele financieringsbehoefte kunnen worden achterhaald. Op basis van die gegevens kan vervolgens een gedegen inschatting worden gemaakt hoeveel business angels zouden kunnen voldoen in de vraag naar financiering en investeringen bij het Nederlandse bedrijfsleven.

4. Waaruit bestaat de financiering van business angels? Wat is het aandeel van business angels binnen syndicaten, investeringsfondsen en/of fintech initiatieven zoals crowdfunding? Is de rol van business angels complementair aan nieuwe initiatieven op het gebied van financiering van startups en scale-ups?

Evenals bij de voorgaande onderzoeksvraag, dient bij de beantwoording van deze onderzoeksvraag zowel aan de vraagzijde alsmede aan de aanbodzijde data verzameld te worden. Om een goed beeld te vormen van de aspecten waaruit de financiering van business angels bestaat en wat het aandeel is van business angels binnen syndicaten, investeringsfondsen en crowdfunding platforms, biedt een vragenlijst die worden verspreid onder business angels uitkomst. Op basis van de vragenlijst kan een goed beeld worden gevormd over de manieren waarop business angels financiering aanbieden aan ondernemingen. Daarnaast kan worden achterhaald via welke kanalen business angels actief zijn. Om te achterhalen in hoeverre de rol van de business angels complementair zijn aan die van andere stakeholders of adviseurs van ondernemingen, dient via de vraagzijde, dus via ondernemingen, informatie te worden verkregen over de verschillende behoeften die ondernemingen hebben en de adviezen die ze ervaren vanuit verschillende stakeholders.

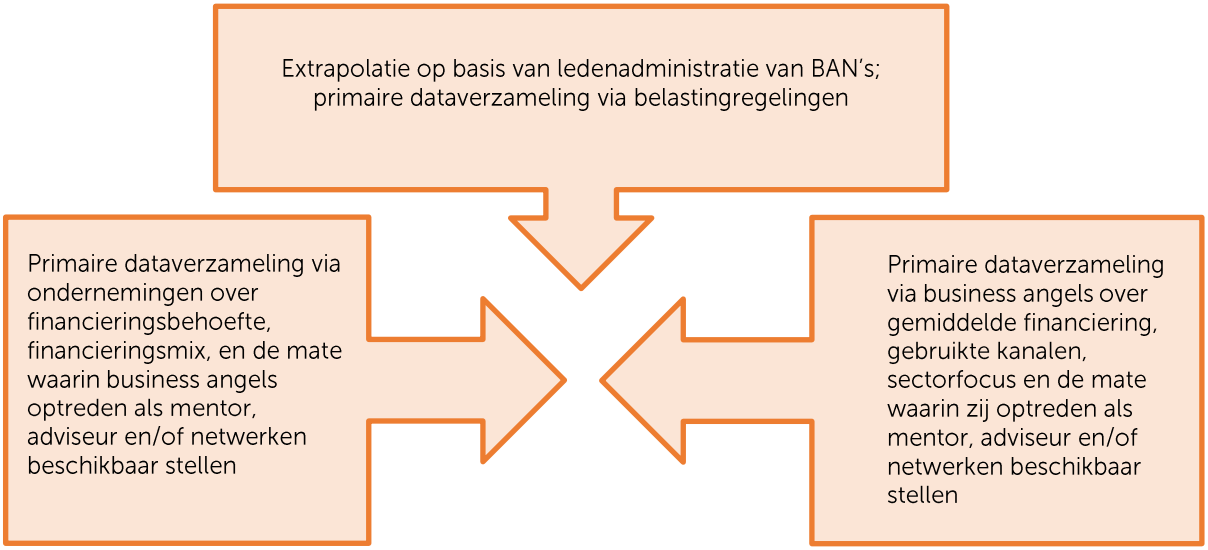
5. In welke sectoren zijn business angels actief? Wat is de relatieve belangrijkheid van business angels ten opzichte van alternatieve financieringsmogelijkheden?

Om te onderzoeken in welke sectoren business angels actief zijn en om te achterhalen wat de relatieve belangrijkheid is van financiering vanuit business angels ten opzichte van andere financieringsmogelijkheden kan gebruik worden gemaakt van primaire dataverzameling via business angels dat wordt aangevuld met primaire dataverzameling via ondernemingen. Met name de relatieve belangrijkheid van business angels, zeker als het gaat om verschillende groepen aan ondernemingen, kan het beste worden achterhaald via financieringsgegevens bij ondernemingen. Op deze manier kan niet alleen de relatieve belangrijkheid van business angels worden bepaald, maar ook in hoeverre deze varieert bij verschillende ondernemingen zoals startups en scale-ups alsmede binnen verschillende sectoren.

4.5 Naar een hybride onderzoeksaanpak

Zoals bovenstaand beschreven, is voor de beantwoording van de onderzoeksvragen zowel vanuit de aanbod- als vraagzijde van de business angel markt data en informatie noodzakelijk. Dit houdt in dat een hybride onderzoek aanpak zeer wenselijk is. Een hybride onderzoeksaanpak voldoet aan de kwaliteitseisen van goed wetenschappelijk onderzoek en geeft antwoord op de eerder benoemde onderzoeksvragen.

Met een combinatie van het verspreiden van een vragenlijst naar business angels, een vragenlijst naar bedrijven die investeringen hebben ontvangen en door extrapolatie van het ledenbestand van de BAN's, kunnen betrouwbare en valide inzichten worden verschaft over de Nederlandse business angel markt. De beoogde onderzoeksaanpak is schematisch weergegeven in onderstaande afbeelding:



Figuur 4.5: hybride model voor dataverzameling

4.5.1. Extrapolatie op basis van ledenadministratie van BAN's

De meest recente schatting van de Nederlandse business angel markt is dat van het Centre for Strategy and Evaluation Services uit 2013[31]. Het onderzoek gebruikt data van de internationale EBAN survey uit 2010, welke is uitgezet onder business angels aangesloten bij BAN's (response van 11 BAN's). Zoals reeds genoemd wordt geschat dat Nederland circa 30.000 business angels heeft, waarvan er 4.470 (14%) zijn aangesloten bij een netwerk. Echter, onderzoek wijst uit dat het aantal BAN's is toegenomen. Op het moment van het onderzoek waren er veertien BAN's aangesloten bij BAN Nederland. Momenteel zijn dit er al drieëntwintig.

Het toegenomen aantal BAN's dat is aangesloten bij BAN Nederland kan een indicatie zijn van de toegenomen zichtbaarheid van de markt. Het kan echter ook betekenen dat het totaal aantal business angels is toegenomen sinds 2010 of dat business angels zich hebben aangesloten bij meerdere netwerken. Om tot een nauwkeurige extrapolatie van het zichtbare deel naar het totaal aantal business angels te komen, dient het totaal aantal leden aangesloten bij BAN Nederland opnieuw in kaart te worden gebracht. Daarnaast kan in de survey, welke wordt uitgezet onder de

[31] Zie http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf

BAN-leden, worden getoetst of nieuwe BAN-leden in 2010 ook al angel investeringen hebben gedaan (en dus zichtbaar zijn geworden) of al aangemeld stonden bij een ander netwerk.

4.5.2. Primaire dataverzameling via business angels

Naast de dataverzameling via extrapolatie, is het noodzakelijk om ook primaire data te verzamelen via business angels. Deze dataverzameling, die zeer specifiek kan worden ontwikkeld voor het achterhalen van gegevens over individuele business angels, is voornamelijk toereikend voor het creëren van een gedegen beeld over de activiteit van business angels, hun gedrag en de manier waarop zij potentiële investeringen boordelen en aangaan. De primaire dataverzameling kan zeer gericht, kort en bondig, en tegen relatief lage kosten worden uitgevoerd. De ervaring uit het verleden leert dat onderzoeken onder business angels veelal leiden tot een lage participatie van business angels. Door een hybride aanpak en het gebruik van meerdere onafhankelijke bronnen, kan de vragenlijst voor business angels gericht worden uitgevoerd.

De primaire dataverzameling via business angels kan, in navolging tot voorbeelden uit andere landen zoals Duitsland, worden uitgevoerd door gebruik te maken van een panel van business angels. De leden van de BAN zouden zich moeten kunnen aanmelden voor het panel, dat bijvoorbeeld halfjaarlijks wordt bevraagd over hun investeringsgedrag. Daarnaast zouden potentiële leden van het panel aangetrokken kunnen worden via bewustwording en rekrutering via evenementen die jaarlijks plaatsvinden. De leden van het panel zouden een financiële vergoeding kunnen krijgen of andere compensaties die de deelname aan het panel aantrekkelijk maakt. Op basis van een representatief panel van 500 business angels kunnen wetenschappelijk gefundeerde uitspraken worden gedaan over de aard, omvang en gedrag van business angels. Voor het opzetten van een representatief panel zouden de volgende stappen gezet dienen te worden.

(a) Campagne starten over de opzet en deelname aan het panel van business angels in Nederland
(b) Identificatie van potentiele leden van het panel van business angels onder de leden van de BAN's. Gerichte benadering van leden voor deelname aan panel.
(c) Aanvullende rekrutering van potentiële leden van het panel tijdens grootschalige events en door gebruikmaking van korte pushberichten met informatie en link naar kort deelnameformulier.
(d) Analyse van de leden van het panel van business angel op basis van leeftijd, ervaring, investeringsgedrag etc om de representativiteit te toetsen.
(e) Opzet van geautomatiseerde tool om het panel te kunnen bevragen.
(f) Halfjaarlijkse dataverzameling onder de leden van het panel.
(g) Rapportage van bevindingen vanuit het panel via platforms van business angels, sociale netwerken, landelijke media en internationale organisaties

Naast het opzetten van een panel van business angels kunnen nieuwe toepassingen en technieken worden gebruikt om data te verzamelen bij een bredere groep aan business angels. Dit zou bijvoorbeeld kunnen worden gedaan bij selectieve evenementen waar veel (potentiele) business angels op af komen. Nieuwe technieken die gebruik maken van online applicaties via de smartphone kunnen worden ingezet om business angels tijdens de evenementen een aantal korte vragen te laten invullen en feedback te ontvangen over wat anderen hebben ingevuld. Deze nieuwe technieken worden in paragraaf 4.7 besproken.

4.5.3. Primaire dataverzameling via ondernemingen

Om tot een representatieve steekproef te komen voor het Nederlandse bedrijfsleven, uitgaande van 10% response, dient er rekening gehouden te worden met verschillende sectoren, bedrijfsgrootte en leeftijd van bedrijven. Bij de keuze van de steekproef zijn er twee opties: (a) steekproef op basis van alle bedrijven of (b) steekproef op basis van bedrijven die eigendomsverhoudingen hebben zien veranderen gedurende een bepaalde periode voorafgaand aan de dataverzameling. Deze laatste groep heeft blijkbaar een financiering/investering ontvangen. Hoewel niet wordt geregistreerd welke ondernemingen in Nederland van eigenaar verwisselen, kan door herkenning van bepaalde patronen in databases bedrijven worden gefilterd waarvoor verandering is waargenomen in bijvoorbeeld het aandelenkapitaal. Op basis van deze filter kan een meer doelgerichte steekproef worden genomen waarbij de kans wordt vergroot dat deze bedrijven ook daadwerkelijk een bepaalde financiering en/of investering hebben gekregen.

Om tot een gedegen inzicht te komen van de aard en omvang van de business angel markt, en de mate waarin business angels smart money beschikbaar hebben gesteld, wordt een stapsgewijze benadering voorgesteld voor het identificeren van de relevante steekproef aan bedrijven die vervolgens worden benaderd door middel van een korte en bondige vragenlijst over de financiering en/of investering die ze hebben ontvangen.

(a) Identificatie van bedrijven in Nederland die gedurende de afgelopen twee jaar de eigendomsverhoudingen hebben zien veranderen
(b) Op basis van het aantal bedrijven uit de voorgaande stap een eventuele verdere reductie in het aantal bedrijven voor de steekproef tot ongeveer 5000 bedrijven
(c) Dataverzameling over de specifieke verandering in eigendomsverhoudingen en analyse van de mate waarin business angels verantwoordelijk zijn geweest voor de specifieke investering. Bepalen van de mate waarin de business angel ook als mentor, adviseur of op een andere manier betrokken is geweest bij de aansturing van de organisatie.
(d) In kaart brengen van andere vormen van financiering die bedrijven gedurende dezelfde periode hebben verkregen. Bepalen in hoeverre investeringen vanuit business angels complementair zijn aan andere vormen van financiering.
(e) Rapportage van bevindingen vanuit de dataverzameling onder ondernemingen via platforms van business angels, sociale netwerken, landelijke media en internationale organisaties

4.6 Gelaagdheid en stappenplan van hybride onderzoeksaanpak

De drie methoden van de hybride aanpak leiden gezamenlijk tot gedegen en uitgebreide inzichten om de onderliggende onderzoeksvragen te beantwoorden. Afzonderlijk kunnen de methodieken tot de (gedeeltelijke) beantwoording gebruikt worden zoals in onderstaande tabel weergegeven.

Onderzoeksvragen	a Wat is de omvang van de business angel markt in Nederland? Hoeveel business angels zijn actief?	b. Wat is de gemiddelde en totale financieringsbehoefte waarin wordt verzien in Nederland? Hoeveel daarvan is gericht op startups en scale-ups?	c. Wat is het potentiële aantal business angels in Nederland? In welke additionele financieringsbehoefte zouden zij kunnen voorzien?	d. Waaruit bestaat de financiering van business angels? Wat is het aandeel van business angels binnen syndicaten, investeringsfondsen en/of fintech initiatieven zoals crowdfunding? Is de rol van Business angels complementair aan nieuwe initiatieven op het gebied van financiering van startups en scale-ups?	e. In welke sectoren zijn business angels actief? Wat is de relatieve belangrijkheid van business angels ten opzichte van alternatieve financieringsmogelijkheden?
1. Extrapolatie op basis van leden-administratie van BAN's					
2. Primaire dataverzameling via business angels					
3. Primaire dataverzameling via ondernemingen					

Tabel 4.6: Reikwijdte van onderzoeksmethodieken in de beantwoording van de onderzoeksvragen

De extrapolatie op basis van de ledenadministratie van de BAN's leidt tot een eerste inschatting van het aantal actieve business angels in Nederland. De reikwijdte van extrapolatie is relatief beperkt en richt zich voornamelijk op het in kaart brengen van de omvang van de Nederlandse business angel markt. De extrapolatie kan jaarlijks worden uitgevoerd om de dynamiek van het aantal actieve business angels te kunnen inschatten en te berekenen. Belangrijk daarbij is om bij de extrapolatie de relatieve grootte van het zichtbare deel (aantal leden die aangesloten is bij de BAN's) en het onzichtbare deel te bepalen. Tot nu toe is aangenomen dat het zichtbare deel van de business angels ongeveer 10 procent vertegenwoordigd van het totaal aantal actieve business angels in Nederland. Ondanks dat deze stelregel ook in het buitenland regelmatig wordt toegepast, kan de extrapolatie het beste worden gebruikt om een bandbreedte aan te geven van het aantal business angels op basis van de verhouding van het zichtbare en onzichtbare deel van de markt. In het verleden zijn extrapolaties gebaseerd op aannames van 5/95, 10/90 en 20/80 verhoudingen tussen het zichtbare en onzichtbare deel (Mason en Harrison, 2008). Bij de inschatting van de totale business angel markt in Nederland kan eenzelfde bandbreedte worden gehanteerd. Deze bandbreedte kan worden verkleind door een verkennend en vergelijkend onderzoek uit te voeren naar de verhouding tussen het zichtbare en onzichtbare deel van de business angel markt in Europa.

De informatie vanuit de extrapolatie kan verder worden verrijkt en aangevuld door primaire dataverzameling via business angels om de aard en omvang van de investeringen door business angels in Nederland meer inzichtelijk te maken. In aanvulling op de inschatting van de omvang van de business angel markt kan worden nagegaan wat de gemiddelde financiering is per transactie, wat de manieren zijn waarop business angels informatie verkrijgen en analyseren[32], alsmede de manieren waarop zij zelfstandig of juist via samenwerkingsverbanden investeringen doen in ondernemingen. De reikwijdte van primaire dataverzameling via business angels in het beantwoorden van de onderzoeksvragen is breder dan bij extrapolatie. Informatie over business angels via een panel of via gerichte vragen tijdens grote evenementen kan antwoord geven op onderzoeksvraag a, alsmede een deelantwoord geven op onderzoeksvragen d en e. Alhoewel primaire dataverzameling via business angels antwoord kan geven in welke sectoren business angels actief zijn, en duiding kan geven over de financieringsvorm en de manier waarop business angels financieringen verlenen, is het niet mogelijk om additionele financieringsbehoefte (onderzoeksvraag d) en de relatieve belangrijkheid van business angels te bepalen (onderzoeksvraag e). Deze laatste inzichten zullen moeten worden geboden door analyses op basis van primaire dataverzameling via ondernemingen.

Primaire dataverzameling onder ondernemingen heeft de grootste reikwijdte in de beantwoording van de onderzoeksvragen. Door onderzoek te doen onder Nederlandse ondernemingen waarvan de eigendomsverhouding is veranderd, kunnen verdere inzichten worden geboden in de belangrijkheid van business angel investeringen ten opzichte van andere financieringsvormen en de manier waarop de business angel betrokken is (geweest) bij de onderneming waarin hij/zij investeert. Daarnaast vormen ondernemingen de belangrijkste bron om te achterhalen in hoeverre de business angel betrokken is geweest bij de organisatie in de vorm van monitoring, advisering of door het beschikbaar stellen van netwerken. Alhoewel dit ook aan de business angels zelf kan worden gevraagd, kan een meer betrouwbare en valide inschatting worden gemaakt indien deze betrokkenheid aan de onderneming wordt gevraagd. Daarmee wordt de kans verkleind op sociaal-wenselijke antwoorden.[33]

[32] Binnen de literatuur over business angels wordt relatief veel aandacht besteed aan het besluitvormingsproces van business angels en de mate waarin deze overeenkomt met andere financiële partijen. De gegevens voor deze analyses worden veelal vergaard door het versturen van vragenlijsten naar business angels binnen de desbetreffende landen.

[33] Sociaal-wenselijke beantwoording van vragenlijsten kan eveneens worden verkleind door vragenlijsten anoniem te laten beantwoorden.

Om de onderzoeksvragen te beantwoorden, kunnen opeenvolgende stappen worden genomen waarbij de hybride aanpak worden uitgevoerd. Onderstaande figuur geeft dit schematisch weer.

Stap 1: Extrapolatie op basis van ledenadministratie van BAN's.

Inzicht
De extrapolatie geeft op basis van het zichtbare deel van de business angel markt in Nederland een eerste inschatting van het *totaal aantal* business angels in Nederland

Beantwoording onderzoeksvragen
Onderzoeksvraag a (gedeeltelijk); aantal business angels

Belangrijkste beperking(en)
Extrapolatie biedt slechts een eerste inschatting van het aantal actieve business angels op basis van zichtbare markt. Biedt geen inzicht in activiteiten of sectorspecifieke investeringen en maakt geen onderscheid in informele investeerder versus business angel die actief betrokken is bij de onderneming.

Kostenindicatie
Kostenindicatie voor stap 1: € 5.000

Stap 2: Primaire dataverzameling via business angels.

Inzicht
De primaire dataverzameling via panel van business angels biedt een verdere verdieping van de eerste stap en biedt aanvullende inzichten over de omvang en inhoud van financieringen door business angels, gepercipieerde betrokkenheid, het gebruikte 'vehicle', en de sector waarbinnen business angels actief zijn.

Beantwoording onderzoeksvragen
Onderzoeksvraag a; onderzoeksvragen d en e (gedeeltelijk)

Belangrijkste beperking(en)
Stappen 1 en 2 kunnen geen inzicht bieden in de relatieve belangrijkheid van business angels en de mate waarin aan de financieringsbehoefte wordt voorzien. Tevens is het moeilijk te achterhalen of de business angel daadwerkelijk als mentor en/of adviseur heeft opgetreden.

Kostenindicatie
Kostenindicatie voor stap 2: € 50.000 (opzet van het panel en eerste jaar van dataverzameling), daarna € 25.000 – € 35.000 voor uitvoering van twee halfjaarlijkse dataverzameling via het panel van business angels.

Stap 3: Primaire dataverzameling via ondernemingen.

Inzicht
Primaire dataverzameling via ondernemingen kan via een derde stap in het proces nieuwe inzichten bieden over de mate waarin de business angel betrokken is bij de onderneming, maar ook over de financieringsbehoefte en de mate waarin die wordt voorzien bij verschillende groepen aan bedrijven. Tevens kan de relatieve belangrijkheid wordt bepaald van business angels.

Beantwoording onderzoeksvragen
Onderzoeksvragen a-e.

Belangrijkste beperking(en)
Selectie van ondernemingen bepaalt in grootte mate de kwaliteit van dataverzameling.

Kostenindicatie
Kostenindicatie voor stap 3: € 60.000- € 70.000

Figuur 4.6: Stappenplan van hybride aanpak

Tijdens de eerste stap kan op de basis van een jaarlijkse inschatting van het aantal business angels in Nederland tegen relatief lage kosten (€ 5.000) een beeld worden geschetst. Belangrijk daarbij is de medewerking van de BAN's en de bepaling van de verhouding van het zichtbare en onzichtbare deel van de business angels. Dit laatste kan worden verkregen door een literatuurstudie naar eerdere aannames binnen de literatuur in verschillende Europese landen. Extrapolatie is beperkt tot een bandbreedte van het aantal business angels in Nederland, maar kan geen inzicht bieden over andere kenmerken van business angels en de manier waarop zij ondernemingen financieren.

De tweede stap binnen het hybride model is het verzamelen van gegevens door primaire dataverzameling via business angels. De reikwijdte van de beantwoording van de onderzoeksvragen neemt hierdoor behoorlijk toe. Met name aan de aanbodzijde van de business angel markt kunnen nieuwe inzichten worden geboden over de aard, omvang, en het proces van financiering door business angels. Voor het verzamelen van data via business angels kan een panel worden opgesteld van business angels in Nederland.

Door de intensiteit van dataverzameling door middel van een korte en bondige vragenlijst die wordt verspreid onder een steekproef van business angels in Nederland zijn de kosten voor primaire dataverzameling beduidend hoger dan bij extrapolatie. De eenmalige kosten voor het opzetten van een representatief panel van 500 business angels in Nederland en de dataverzameling gedurende het eerste jaar worden geschat op € 50.000. Na de opzet van het panel in het eerste jaar worden de jaarlijkse onderhoudskosten en dataverzameling via business angels geschat op € 25.000 - € 35.000. Hierbij wordt ervan uit gegaan dat primaire dataverzameling plaatsvindt door het gebruik van een representatief panel van business angels en aanvullende dataverzameling door middel van nieuwe technieken via evenementen. Deze nieuwe technieken van dataverzameling komen in onderstaande paragraaf aan bod. De kosten voor de dataverzameling via business angels zijn met name gerelateerd aan het ontwikkelen van een bondige en korte vragenlijst en het daadwerkelijk verzamelen van de data. Dit proces is relatief arbeidsintensief.

De derde stap in het hybride model, primaire dataverzameling onder ondernemingen, is met name bedoeld voor het achterhalen van de mate waarin ondernemingen 'smart money' hebben verkregen, en is gericht op het inzichtelijk maken van de relatieve belangrijkheid van business angels ten opzichte van alternatieve vormen van financiering. De derde stap kan tevens belangrijke inzichten bieden in de groepen bedrijven (klein/groot, sector etc) die het meeste gebruik maken van business angels voor de uitvoering van hun strategieën. De geschatte kosten voor de derde stap, op basis van een vragenlijst die wordt verzonden naar een steekproef van ondernemingen, bedragen tussen de € 60.000 en € 70.000. De dataverzameling voor de derde stap van het hybride model zal worden uitgevoerd bij een representatieve steekproef van 5000 ondernemingen zoals eerder beschreven.

Primaire dataverzameling via ondernemingen vormt een arbeidsintensief proces. Niet alleen het samenstellen van een representatieve steekproef, maar ook het benaderen van en het verzamelen van inzichten over de ondernemingen is kostbaar. Samenwerking met lopende initiatieven, zoals het ondernemerspanel van de Kamer van Koophandel of lopende onderzoeken onder bedrijven bij universiteiten kan de doelmatigheid van de dataverzameling via ondernemingen sterk vergroten.

4.7 Moderne technieken dataverzameling

De ervaring leert dat het verkrijgen van een representatieve steekproef lastig blijkt te zijn. Business angels willen veelal anoniem blijven en hebben weinig incentive om aan (de vele) enquêtes deel te nemen. In dit hoofdstuk worden de traditionele manieren van dataverzameling afgewogen tegen alternatieve technieken, gelet op het creëren van incentives voor business angels.

4.7.1 Moderne technieken voor het identificeren van business angels middels enquêtes

Momenteel wordt er voor de dataverzameling rondom business angels hoofdzakelijk gebruik gemaakt van de traditionele vragenlijst. Deze vragenlijst wordt opgesteld en verzonden naar een bepaalde groep personen waarvan de contactgegevens bekend zijn. Zoals eerder in dit rapport is besproken, brengen dergelijke methoden verschillende uitdagingen met zich mee. Onderstaand worden vier ingangen van dataverzameling via vragenlijsten besproken, met als doeleinde het verhogen van de participatiegraad.

1. Dataverzameling via applicaties

Er kunnen nieuwe technieken worden ingezet om de participatiegraad van business angels en de response van vragenlijsten te verhogen, bijvoorbeeld via applicaties voor smartphones. Op basis van een aantal korte vragen over de betreffende persoon (leeftijd, man/vrouw, ondernemer ja/nee etc.) kan een kort profiel worden aangemaakt van de business angel alvorens de vragenlijst wordt open gesteld. Tevens kan een koppeling worden gemaakt met sociale media zoals LinkedIn waardoor meer specifieke informatie kan worden verzameld voor het opstellen van een profiel van de business angel. Door de connectiviteit met sociale media applicaties kan de vragenlijst relatief kort blijven, waardoor business angels wellicht eerder geneigd zijn om deel te nemen. De applicaties kunnen worden gebruikt onder het panel van business angels in Nederland.

Segmentatie op basis van sociale media is een veelgebruikte methode in zowel praktijkonderzoek als wetenschappelijk onderzoek[34]. In Nederland blijkt dat met name LinkedIn, Twitter, Youtube en Facebook relevante applicaties zijn. Zo zijn er momenteel op Linkedin al 2800 personen die zichzelf aanmerken als business angel. De belangrijkste reden voor het gebruik van sociale media is het zoeken van informatie, het opdoen van ideeën en het verschaffen van informatie. Het nadeel van het gebruik van een applicatie is dat het de stap vergroot om de survey te beantwoorden: business angels dienen eerst de applicatie te downloaden alvorens deel te kunnen nemen aan de vragenlijst.

Segmentatie via sociale media zou voor het panel van business angels eenmalig kunnen worden uitgevoerd bij de start van de deelname aan het panel. Vervolgens kunnen de vragen via een online tool of smartphone applicatie beschikbaar worden gesteld. Daarnaast kan er via aandeelhoudersregisters worden gekeken in welke ondernemingen de personen hebben geïnvesteerd, welke zich via Linkedin hebben aangemerkt als business angel.

2. Pushberichten via reeds geïnstalleerde applicaties

Een andere benadering is om te bedenken welke applicatie de meeste business angels al op hun telefoon hebben, bijvoorbeeld de "BinckBank" applicatie. Hier kan vervolgens op worden ingespeeld door via die applicatie een push bericht te sturen op het moment dat zij zich op een relevante plek bevinden (bijvoorbeeld een zogenoemde demo day van een accelerator). Hiermee kan de

[34] Zie http://essay.utwente.nl/61420/1/BSc_A_Zoontjes.pdf

betrokkenheid van de populatie worden verhoogd en kan er uiteindelijk ook een korte vragenlijst worden mee gestuurd. Om deze pushberichten te kunnen integreren zal moeten worden samengewerkt met de ontwikkelaars van relevante applicaties. Zo werkt het bedrijf Notificare[35] samen met bedrijven zoals Ajax, om fans van de club relevante berichten te sturen wanneer zij zich in de buurt van de Amsterdam Arena bevinden. Een andere interessante klant is ABN AMRO: business angels met een ABN AMRO applicatie kunnen dus al geïdentificeerd worden.

In een dergelijk bericht kan direct onderscheid worden gemaakt tussen investeerders en overige aanwezigen door een inleidende vraag te stellen als: "Heeft u wel eens een informele investering gedaan"? Vervolgens kunnen er vragen worden gesteld om te achterhalen of de investeerder een potentiële virgin angel is, een 'echte' business angel of een investeerder die buiten de definitie van dit onderzoek valt. Ook kan het zijn dat de organiserende partij zelf onderscheid maakt tussen deze doelgroepen, waardoor een pushbericht direct naar investeerders kan worden gestuurd. Op dat moment is het evenement de directe aanleiding voor het pushbericht, wat het responspercentage kan verhogen. Een bijkomend voordeel van korte vragen via pushberichten is dat potentiële 'virgin angels' geïdentificeerd kunnen worden door gerichte vragen te stellen. Hierbij is het echter belangrijk dat er een voorwaardelijke vraagfunctie in de software van de vragenlijst kan worden geïntegreerd. Bijvoorbeeld, bezoekers die nog geen informele investering(en) hebben gedaan worden automatisch doorgestuurd naar vragen zoals 'Heeft u interesse om een informele investering te doen"?

3. Koppeling aan een conferentie tracker

De applicatie kan tevens worden gekoppeld aan een zogeheten 'conferentie tracker' waardoor business angels op de hoogte worden gehouden van activiteiten op een bepaald evenement. Bezoekers worden in dit geval automatisch geregistreerd. Hierbij is het mogelijk om inzicht te krijgen in de sessies die iemand bezoekt. Zo kan er een eerste stap worden gezet om bijvoorbeeld investeerders te onderscheiden van leergierige studenten en startups op zoek naar financiering. De contactgegevens worden handig opgeslagen in een database, waarna er een vervolg vragenlijst uitgezet zou kunnen worden om business angels te onderscheiden van andere investeerders. Een voorbeeld van een conferentie tracker is het gelijknamige bedrijf 'Conference Tracker'.[36]

De conference tracker kan worden toegepast om potentiële leden van het panel van business angels in Nederland te identificeren. Daarnaast kan de applicatie worden gebruikt om in aanvulling op de vragen die worden gesteld aan het panel, een bredere groep van business angels te bereiken voor een verdere verdieping van de resultaten.

4. Dataverzameling via evenementen

Tot slot bestaat de mogelijkheid om vragenlijsten af te nemen tijdens evenementen, zoals investeerdersconferenties en beleggersbijeenkomsten. Tijdens deze evenementen worden er doorgaans presentaties gehouden. Er bestaan meerdere applicaties die het mogelijk maken om tijdens een presentatie een interactieve survey af te nemen bij het publiek (een voorbeeld hiervan is Shakespeak; zie www.shakespeak.com). Bezoekers kunnen stemmen via twitter, SMS of Internet. Oftewel, een gemakkelijke en toegankelijke tool. Daarnaast biedt de bijbehorende PowerPoint plug-in de mogelijkheid om de resultaten meteen te visualiseren in een presentatie. Deze kennis kan interessant zijn voor bezoekers en dit kan ervoor zorgen dat het responspercentage omhoog gaat. Om via evenementen nieuwe leads te faciliteren en vragenlijsten af te nemen kan het goed zijn om samen te werken met de organiserende partijen.

[35] Zie https://notifica.re/
[36] Zie http://www.engineerica.com/conferencetracker

Zo organiseert de Amsterdam Private Equity Club (APEC) regelmatig bijeenkomsten voor investeerders onder de naam "Monkey's Den"[37], een platform waar APEC-leden en genodigde startende ondernemers elkaar ontmoeten. De partij heeft meer dan 150 leden en vormt hiermee een belangrijke speler. Tijdens een presentatie van een dergelijk evenement zou het bijvoorbeeld interessant zijn om een vragenlijst te integreren en om de inzichten direct te delen met de aanwezigen. Zoals eerder aangegeven, kan dit het responspercentage verhogen.

Een overzicht van voor- en nadelen van bovenstaande technieken is opgenomen in tabel 4.7.1.

Techniek	Voordelen	Nadelen
Via applicaties	+ Koppeling met Linkedin/ Facebook + Korte vragenlijsten door connectiviteit	- Applicatie dient eerst te worden gedownload - Niet alle business angels zijn aangemeld bij sociale netwerk applicaties
Pushberichten via reeds geïnstalleerde applicaties	+ Verhoogt de betrokkenheid van de populatie + Identificeert onzichtbare business angels en/of potentiële angels + Organiserende partij maakt soms zelf onderscheid tussen deze doelgroepen + Samenwerking met applicatie ontwikkelaars	- Partijen dienen toestemming te geven voor gebruik van de applicatiegebruikers - Een hoge mate van pushberichten levert wellicht irritatie op en weerhoudt angels ervan te antwoorden
Koppeling aan conferentie tracker	+ Identificeert onzichtbare business angels en/of potentiële angels + Samenwerking met organiserende partijen	- Trekt mogelijk meer business angels aan die al actief zijn in het zichtbare deel van de markt

Tabel 4.7.1 Overzicht van nieuwe technieken van dataverzameling aan de aanbodzijde

4.7.2 Alternatieve dataverzameling

Zoals eerder genoemd hebben business angels momenteel weinig incentives om deel te nemen aan een vragenlijst. Voor de deelname aan het panel van business angels, bijvoorbeeld, kan bij de samenstelling gebruik worden gemaakt van bepaalde prikkels. Door te kijken naar de drijfveren van business angels, kunnen er alternatieve manieren van dataverzameling worden geïdentificeerd. Een belangrijke drijfveer is bijvoorbeeld kennis. Zoals vermeld in Hoofdstuk 2 'Definitie' wijst onderzoek uit dat business angels kennis aanwenden om investeringskansen te identificeren, met name 'Analyst Angels'. In deze paragraaf worden er alternatieve methodes voorgesteld welke gebruikt kunnen worden als incentives voor business angels om deel te nemen aan het panel.

[37] Zie https://www.apec.nl/default.aspx?id=58

1. De Investeringswijzer

Veel studies wijzen uit dat MKB bedrijven en business angels nog steeds moeite hebben met het vinden van elkaar. Een oplossing is om een soort kieswijzer te creëren. Oftewel: een investeringswijzer. Voor beide kanten kan dit nuttige informatie opleveren. Op basis van stellingen en vragen kan er inzicht worden verkregen in de gefragmenteerde (zichtbare) spelers in de business angel markt en de verschillende investeringskanalen. Oftewel: De tool verschaft inzicht in het ecosysteem van de business angels. Anderzijds helpt het de (beginnende) investeerders door hen op de hoogte te brengen van investeringsmogelijkheden via de netwerken en andere kanalen.

De tool kan worden gevuld met data vanuit partners zoals startupincubators en investeerdersclubs en koppelingen met sociale media applicaties. Enerzijds bevat de tool informatie van de partijen. Partijen kunnen dan geclassificeerd worden, bijvoorbeeld op thema (bijvoorbeeld Life Sciences), fase van aangesloten startups (bijvoorbeeld vroege fase), geografie en organisatievorm (accelerator/ consultancy partij). Anderzijds wordt de tool aangevuld met informatie vanuit investeerders, zoals gewenste industrie om in te investeren. Voor hen is het zeer waardevol om handvaten te creëren bij het identificeren van investeringskansen. De tool kan een op maat gemaakt advies geven, wanneer er inzicht is in de investeringsvoorkeuren van de business angel.

Vragen die mogelijk onderdeel zouden kunnen zijn van de investeringswijzer, zijn bijvoorbeeld:

- Wilt u investeren in de seed stage of later stage?
- Heeft u een voorkeur voor bepaalde type bedrijven? Fintech/Retail etc.
- Heeft u kennis op bepaalde gebieden? Marketing/ICT
- In hoeverre bent u betrokkenheid geweest bij eerdere investeringen?
- In wat voor bedrijven wilt u investeren (familiebedrijven/sector)
- Voor wat voor bedrag wenst u te investeren?
- Wenst u individueel te investeren of in groepsverband/co-investering?

Op basis van dergelijke vragen kan de tool mogelijke suggesties doen richting investeerders, zoals:

- Geschikte partijen om gewenste startups te bereiken
- Interessante events om bij te wonen
- Mogelijke investeringsnetwerken om gezamenlijk investeringen mee te doen

Voor partijen zoals accelerators en investeerderclubs is het zeer interessant om in een investeringswijzer vermeld te staan en om zo meer leden te kunnen werven. Voor het weergeven van het ecosysteem voor investeerders kan gebruik worden gemaakt van bestaande partijen die al over dit overzicht beschikken zoals Startup Delta[38] en Browncow[39].

[38] Zie https://finder.startupdelta.org/map
[39] Zie http://www.browncow.nl/

2. Platform met kennis aanbod

Om de betrokkenheid van business angels te vergroten kunnen tevens incentives worden aangeboden in de vorm van kennis en inzichten. Veel kennis is namelijk al aanwezig, bijvoorbeeld het boek 'Handboek Informal Investments' van Erwin Koenraads. Zijn boek is gefinancierd door rvo en de inzichten en handzame tips en trucs kunnen waardevol zijn voor business angels. De overheid kan deze kennis centraliseren en inzetten voor dataverzameling. Relevante onderwerpen worden bijvoorbeeld alleen vrijgegeven na het invullen van een vragenlijst. Hierbij kan aan de hand van vragen in de vragenlijst onderscheid worden gemaakt tussen business angels en overige investeerders.

Andere voorbeelden van kennis waar business angels van kunnen profiteren zijn de onderzoeken naar het klimaat van startups en het vinden van een investering. Interessante onderwerpen en inzichten zouden zijn:

- Wanneer is het slim om in-en uit te stappen?
- Het DNA van een scaleup (startup die een scaleup wordt)
- Waar moet je op letten bij het identificeren van investeringskansen?
- Benchmark angel investeringen

Een bestaand voorbeeld van een kennisplatform is het Amerikaanse 'Angel Capital Association' (ACA)[40]. Hierbij wordt onder andere een kwartaalverslag met betrekking tot de angel markt gepubliceerd, aangeboden door het Angel Resource Institute en Pitchbook. Daarnaast medieert ACA in het zoeken van actieve BAN's in het land, verwijst het naar toekomstige events, stelt het angels op de hoogte van recente ontwikkelingen in het business angel beleid en verschaft het een breed scala aan resources en toolkits ten behoeve van de ontwikkeling van business angels. ACA vormt hiermee een overkoepelende partij, welke zelf geen directe investeringsbron vormt, maar een centraal platform voor business angels. In Nederland kan de huidige rol van de BANN worden verdiept, door het principe 'kennis in ruil voor data' via de BANN te laten verlopen. Momenteel worden hier al gratis rapportages aangeboden zoals "Hoe vind ik een investeerder"[41]. Het huidige kennisaanbod kan worden uitgebreid met relevante publicaties vanuit het Ministerie van Economische Zaken alsmede nieuwe/reeds bestaande toolkits, zoals dat van de EBAN[42]

Een overzicht van de besproken technieken is opgenomen in tabel 4.7.2.

[40] Zie https://www.angelcapitalassociation.org/research/
[41] Zie http://www.bannederland.nl/voor-ondernemers/hoe-vind-ik-een-investeerder/
[42] Zie http://www.eban.org/wp-content/uploads/2015/12/24.-Business-Angel-Networks-Toolkits.pdf

Techniek	Voordelen	Nadelen
Een investeringswijzer	+ Helpt (beginnende) investeerders met het zoeken naar netwerken, incubators etc. om dealflow te creëren. + Verschaft inzicht in soorten business angels en mate van smart money + Verschaft inzicht in de distributie van kapitaal verstrekt door business angels, de belangrijkheid en de mate waarin kapitaal wordt gecombineerd met mentoring en advisering	- Een derde partij dient bereid te zijn de investeringswijzer te onderhouden en om de data door te geven aan de overheid - Mogelijke concurrentie met bestaande verdienmodellen
Platform met kennisaanbod	+ Faciliteert in het opleiden van Business angels en MKB-bedrijven (bijvoorbeeld "Handboek Informele Investeringen")	- Trekt waarschijnlijk onervaren (virgin) angels aan

Tabel 4.7.2. Overzicht van nieuwe technieken van dataverzameling

Gelet op bovengenoemde voor-en nadelen, leent het creëren van een investeringswijzer zich goed voor een systematische dataverzameling aan de aanbodzijde. Er kan aangesloten worden op bestaande initiatieven en partijen kunnen bij elkaar gebracht worden. Daarnaast blijkt uit hoofdstuk 3 'Business angels in Nederland', dat de toename van het aantal financieringsvormen het lastiger maakt om wegwijs te worden. Een investeringswijzer kan hier goed op inspelen, met name voor beginnende investeerders. Verder is het ook bij de investeringswijzer mogelijk om een koppeling te maken met sociale media applicaties, waardoor standaard gegevens eenvoudig verkregen worden.

Belangrijk is dat er een systematische manier van dataverzameling komt, waarbij er een gestandaardiseerde database wordt opgebouwd. BAN Nederland kan hierin een actieve rol spelen door het principe 'kennis in ruil voor data' toe te passen en verder te integreren met behulp van de overheid en andere partijen die beschikken over begeleidende tools. Ter stimulering van dataverzameling kan een subsidie worden overwogen.

4.8 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn onderzoeksmethodieken besproken om een gedegen en diepgaand inzicht te creëren over de aard en omvang van de business angel markt in Nederland. Daarnaast zijn er technieken besproken die kunnen worden toegepast om op een effectieve en efficiënte manier data te verzamelen aan de vraag- en aanbodzijde van de business angel markt in Nederland.

De huidige inzichten over de Nederlandse business angels zijn relatief beperkt. De afgelopen jaren zijn er inschattingen gemaakt van het aantal actieve business angels op basis van extrapolatie van het zichtbare deel van de markt. Deze methode kan relatief eenvoudig worden uitgevoerd en biedt een bandbreedte van het aantal actieve business angels in Nederland. Belangrijk hierbij is om een gedegen afweging te maken van de verhouding tussen het zichtbare en onzichtbare deel, en dus inzichten te creëren op basis van het aantal leden van de BAN's. De eerste inzichten vanuit extrapolatie zouden kunnen worden verrijkt met gegevens vanuit Linkedin profielen van business angels.

Alhoewel extrapolatie kan leiden tot eerste, waardevolle, inzichten over de business angel markt in Nederland, is het voor de beantwoording van de onderzoeksvragen noodzakelijk om aanvullende methoden van dataverzameling te gebruiken. Een hybride onderzoeksaanpak wordt dan ook aanbevolen waarbij zowel vanuit de vraag- als aanbodzijde data worden verzameld. Deze hybride aanpak kan stapsgewijs worden uitgevoerd.

Door een geïntegreerde benadering waarbij gegevens worden verzameld via business angels en ondernemingen, kunnen de aard, omvang en impact van business angels in Nederland in kaart worden gebracht. Primaire dataverzameling via een representatief panel van business angels kan vragen beantwoorden over de aard en omvang van de business angel markt in Nederland en met name inzichten bieden over het investeringsgedrag van business angels, de focus op bepaalde sectoren en de manier waarop business angels financiering verlenen aan ondernemingen. Primaire dataverzameling via ondernemingen kan inzichten bieden over de mate waarin business angels hebben gefungeerd als mentor of adviseur en de mate waarin zij hun netwerken beschikbaar hebben gesteld aan de ondernemingen waarin zij investeren. Daarnaast kan de relatieve belangrijkheid van business angels worden bepaald voor verschillende groepen aan ondernemingen, de mate waarin wordt voorzien in de financieringsbehoefte en de eventuele complementariteit tussen alternatieve vormen van financiering en die vanuit business angels.

Naast de afzonderlijke, meer traditionele methoden om data te verzamelen via de vraag- en aanbodzijde, vormt het opzetten en aanbieden van een investeringswijzer een goede methode om beginnende investeerders wegwijs te maken maar ook om additionele informatie te verzamelen over zowel business angels als bedrijven. De investeringswijzer kan als een platform van informatieverschaffing fungeren en nuttig zijn om – bij intensief gebruik - de aard en de omvang van de business angel markt in kaart te brengen. Daarnaast kan BANN een belangrijke rol spelen door het principe 'kennis in ruil voor data' te hanteren en verder te integreren op hun platform.

5. Business angel beleid in het buitenland

5.1 Inleiding en leeswijzer

Dit hoofdstuk biedt een overzicht van het business angel beleid in verschillende landen en bespreekt de (wetenschappelijke) literatuur inzake de effecten van dit beleid[43]. Dit kan behulpzaam zijn bij het overwegen van nieuwe beleidsmaatregelen aangaande de business angel markt. We beginnen met een korte uiteenzetting en evaluatie van de verschillende beleidsinstrumenten ter stimulering van de business angel markt: fiscale maatregelen, het faciliteren van business angel netwerken, aanpassen van regelgeving, trainingen voor ondernemers en/of investeerders en co-investeringsregelingen. In Nederland wordt gebruik gemaakt van trainingen voor ondernemers en beginnende investeerders (het Business Angel Programma) alsook een tweetal co-investeringsregelingen (SEED Capital regeling en het Dutch Venture Initiative/European Angels Fund). We vervolgen met een gedetailleerd overzicht van de fiscale maatregelen in zeven landen die door de opdrachtgever als interessant zijn aangemerkt. We richten ons in detail op belasting- en subsidiemaatregelen omdat deze veruit het meest gebruikt worden en er meestal voldoende (wetenschappelijk) onderzoek voorhanden is om de effectiviteit van dergelijke regelingen te kunnen beoordelen. Bovendien heeft Nederland op dit moment geen belastingregeling ter stimulering van business angel investeringen en beveelt een recent McKinsey & Company rapport de introductie van een dergelijke maatregel ter stimulering van durfinvesteringen aan om de financiering van het MKB te bevorderen (aanbeveling 7)[44]. Dit maakt een meer uitgebreide discussie van belastingregelingen en de ervaringen in andere landen voor Nederland actueel. Daarna bespreken we kort de wetenschappelijke literatuur over de effectiviteit van de fiscale maatregelen. Dit overzicht behandelt niet alleen de door de opdrachtgever geselecteerde landen maar beslaat al het beschikbare en relevante onderzoek op dit terrein. Tot slot volgt een conclusie en aanbeveling.

5.2 Beleidsinstrumentarium ter stimulering van de business angel markt

Mason (2009) onderscheidt zes verschillende beleidsinterventies in de business angel market. Tabel 5.1 biedt een overzicht. De overheid kan de business angel markt stimuleren door fiscale stimulansen. Een gedetailleerde bespreking van deze maatregelen vindt plaats in de twee volgende paragrafen. De andere vijf maatregelen en de, indien beschikbaar, (wetenschappelijke) studies die de effectiviteit van deze maatregelen beoordelen worden in deze paragraaf kort behandeld.

Interventie	Doel
Belastingmaatregelen	Het aantal business angels verhogen alsook het geïnvesteerd bedrag door middel van het verbeteren van de risico-beloning ratio. Voorbeelden zijn fiscale verliescompensatie en vermindering van de vermogenswinstbelasting

[43] Voor een actueel overzicht van flankerende maatregelen wordt verwezen naar het rapport Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard. In dit rapport zijn landenrapporten opgenomen waarin het bredere MKB beleid in elk land wordt besproken. Zie http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2016_fin_sme_ent-2016-en#page148

[44] Zie https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2014/07/08/kamerbrief-aanvullend-actieplan-mkb-financiering.

Business angel netwerken	Verminderen van ondoelmatigheden in de markt, zodat investeerders en ondernemers elkaar sneller kunnen vinden
Aanpassen van regelgeving	Wegnemen of verzachten van beperkingen die vereisen dat ondernemers eerst toestemming van de autoriteit financiële markten of andere regelgever vragen alvorens geld te kunnen ophalen bij investeerders en hun business plan rond te mogen rondsturen
Trainingen voor ondernemers	Training voor ondernemers om hun onderneming klaar te maken voor investering ("investment readiness" vergoten)
Trainingen voor investeerders	Training voor investeerders om zo te komen tot betere investeringsbeslissingen
Co-investering regelingen	De overheid co-investeert samen met marktpartijen in ondernemingen en/of durfkapitaalfondsen met als doel de business angel markt verder tot ontwikkeling te brengen

Tabel 5.1: Business angel beleid. Bron: Mason (2009), blz. 540. Aangepast.

5.2.1. Business angel netwerken

Business angel netwerken (BAN's) hebben tot doel ondernemers en investeerders met elkaar in contact te brengen en zo de zoekkosten te verminderen. Tevens zouden BAN's de mogelijkheid tot het doen van (gezamenlijke) grotere (vervolg-)investeringen in ondernemingen kunnen verbeteren. De overheid heeft in de beginfase subsidies verstrekt om de oprichting van BAN's aan te moedigen. Het meest omvangrijke programma (de Business Angel Network Pilot Action) ter stimulering van BAN's werd in 1998 door de Europese Unie gelanceerd. In dat jaar waren er in Europa 52 BAN's. Dit programma was succesvol: medio 2008 waren er 298 BAN's (Mason, 2009). Echter slechts weinig BAN's konden zichzelf financieel in stand houden door bijvoorbeeld het lidmaatschapsgeld van hun leden of commissies verdiend met het succesvol tot stand brengen van investeringen (Aernoudt e.a., 2007). Bovendien vergde het opbouwen van een netwerk van actieve (smart money) investeerders veel tijd. Subsidiering bleef daardoor langer nodig dan aanvankelijk gedacht (Aernoudt e.a., 2007). Het aantal BAN's is in de loop van de tijd gestabiliseerd en vandaag de dag kunnen de meeste BAN's zichzelf financieren en is weinig subsidie meer nodig (Mason, 2009; OECD, 2016). De meest succesvolle BAN's zijn in staat gebleken om hun leden voor hun diensten te laten betalen terwijl zwakkere spelers zijn verdwenen of gefuseerd met andere BAN's na het wegvallen of verminderen van de subsidies (Lahti en Keinonen, 2016).

Beschikbare evaluatiestudies:
Het beperkte aantal evaluatiestudies van BAN's leveren een gemêleerd beeld op. Harrison en Mason (1996) tonen dat in de beginperiode de BAN's in het Verenigd Koninkrijk het aantal business angel investeringen hebben doen laten toenemen. De BAN's zorgden voor een betere bewustwording over business angel investeringen onder ondernemers en beginnende investeerders. De ondernemingen waar via de BAN's in geïnvesteerd bleken tevens beter in staat vervolgfinanciering uit andere financieringsbronnen aan te trekken. Deze positieve effecten worden bevestigd door Collewaert e.a. (2010) die door de overheid gesteunde BAN's in Vlaanderen bestuderen. Daar staat tegenover dat de meeste business angels niet van mening zijn dat BAN's de meest veelbelovende investeringsmogelijkheden bieden (Mason en Harrison, 1999). Bovendien doen business angels maar een beperkt aantal investeringen via BAN's (Mason en Harrison, 1999). Knyphausen-Aufsess en Westphal (2008) vinden dat de dienstverlening van BAN's in Duitsland vaak te wensen overlaat.

5.2.2. Aanpassen van regelgeving

Mason (2009) noemt ook het aanpassen van regelgeving als een mogelijke interventie in de business angel markt. Ondernemers die geld willen ophalen bij investeerders hebben in sommige gevallen toestemming nodig van een autoriteit financiële markten of andere regelgever om hun business plan onder deze investeerders te mogen circuleren. Dit zorgt voor extra papierwerk en kosten die verhoudingsgewijs hoog kunnen oplopen voor kleine ondernemingen. Bovendien worden daarmee business angels wellicht bepaalde investeringsmogelijkheden onthouden. Beleidsmakers zouden kunnen overwegen waar nodig de regelgeving aan te passen, in het bijzonder wanneer het gaat om het aantrekken van kapitaal door kleine en snelgroeiende ondernemingen.

Beschikbare evaluatiestudies:
Geen evaluatiestudies gevonden.

5.2.3. Trainingen voor ondernemers en investeerders

In verschillende landen zijn door universiteiten, accelerators/incubators, BAN's of andere partijen trainingen geïnitieerd die ondernemers beter bewust moeten maken van de verschillende financieringsmogelijkheden, welke informatie nodig is voor financiers om de financieringsaanvraag goed te kunnen beoordelen en hoe ze de onderneming op de beste manier richting financiers kunnen presenteren (Wilson en Silva, 2013, OECD, 2016). Kritiek is dat deze trainingen vaak kort duren en zijn gericht op wat noodzakelijk (maar niet voldoende) is om de onderneming "investeringsriip" te maken (Mason, 2009). Daarnaast zijn er ook trainingen voor beginnende investeerders beschikbaar. In deze trainingen wordt onder andere ingegaan op hoe de meest investeringswaardige onderneming te selecteren en de juridische aspecten die bij een angel investering om de hoek komen kijken (OECD, 2016). De overheid subsidieert soms het organiseren van dergelijke voorlichtingsbijeenkomsten. Zo is ook in Nederland een Business Angel Programma opgezet ter vergroting van de bewustwording over business angel investeringen bij ondernemers en beginnende investeerders[45].

Beschikbare evaluatiestudies:
Geen beschikbare evaluatiestudies.

5.2.4. Co-investeringsregelingen

Onder co-investeringsregelingen investeert de overheid mee met marktpartijen in ondernemingen die zich in de vroege- en ontwikkelingsfase bevinden en/of in investeringsfondsen die zich richten op investeringen in ondernemingen in dit stadium van ontwikkeling. Dit kan op verschillende manieren. Het co-investeringsfonds kan zich verplichten om mee te investeren in of een lening te verstrekken aan elke gekwalificeerde onderneming waarin de marktpartijen besluiten te investeren zonder zelf eerst de investeringsmogelijkheid te evalueren. Dit gebeurt bijvoorbeeld in het Scottish Co-Investment Fund (Mason, 2009). Andere co-investeringsfondsen vragen marktpartijen eerst informatie over de onderneming waarin men overweegt te investeren voor te leggen om vervolgens zelf te besluiten al dan niet te willen mee-investeren in het aandelenkapitaal of een lening te verstrekken en tegen welke voorwaarden. Andere co-investeringsregelingen investeren weer in investeringsfondsen of verstrekken leningen aan (nieuw op te zetten) investeringsfondsen die door

[45] Zie https://www.rvo.nl/sites/default/files/bijlagen/richtlijnen%20voorlichtingsbijeenkomsten%20bap%202011.doc.pdf

marktpartijen worden beheerd. Hiermee wordt de selectie van de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt overgelaten aan de fondsbeheerder.

De co-investeringsregelingen zijn populair. Tabel 5.2 geeft een niet uitputtend overzicht van enkele voorbeelden van deze regelingen in verschillende landen. Van de 37 landen die deelnemen aan het OECD Scoreboard hebben 17 landen een co-investeringsregeling (OECD, 2016). EBAN (2014) geeft een uitgebreide beschrijving van maar liefst 77 co-investeringsregelingen in Europa. In Nederland wordt gebruikt gemaakt van twee co-investeringsregelingen. Met de SEED Capital-regeling verstrekt Ministerie van Economische Zaken een renteloze lening aan investeringsfondsen die risicodragend vermogen verschaffen aan technologische en creatieve starters. Vanaf het moment dat er inkomsten zijn, betaalt het fonds slechts 20% terug, totdat de eigen investering is terugverdiend. Daarna wordt 50% afgedragen, totdat het Ministerie van Economische Zaken haar investering eruit heeft gehaald. Zijn er dan nog inkomstenstromen bij het fonds dan worden die meeropbrengsten wederom in de verhouding 80%-20% gedeeld tussen het fonds en het Ministerie. Uit een onderzoek van de RVO uit 2015 blijkt dat na tien jaar bestaan van de regeling, er circa €200 miljoen risicokapitaal is toegekend aan 55 investeringsfondsen. Uit rapporten van onderzoeksbureau Tornado Insider blijkt bovendien dat de beschikbaarheid van risicokapitaal in Nederland sinds de invoering van de SEED Capital-regeling is toegenomen[46]. Het in 2013 gestarte Dutch Venture Initiative (DVI) investeert mee in investeringsfondsen gericht op het investeren in innovatieve en/of technologische startups in de vroege-en ontwikkelingsfase. Eind 2015 had de DVI fonds-in-fonds regeling bijna €137 miljoen aan co-investeringen uitstaan in twaalf investeringsfondsen[47]. Als onderdeel van het DVI is in 2015 €45 miljoen beschikbaar gemaakt ter co-investering door het European Angels Fund (EAF). Hierbij wordt van te voren een bedrag aan co-financiering toegekend aan business angels waarna de business angel zelf besluit in welke ondernemingen het geld te investeren[48].

Beschikbare evaluatiestudies:
Rapporten van CSES (2012) en de OECD (2016) bieden de meest recente evaluatie van co-investeringsregelingen. Veel van de regelingen zijn de afgelopen jaren pas ingevoerd en vaak ontbreken gegevens om tot een uitgebreide evaluatie te komen. Tot op heden is er gemengd succes geboekt met co-investeringsregelingen. Zo is in Denemarken besloten om drie jaar na de invoering in 2007 de co-investeringsregeling weer af te schaffen omdat het lastig bleek om goede investeringsmogelijkheden te vinden waarin business angels wilden investeren. Daarnaast werden er verliezen geleden op de gedane investeringen (Tillväxtanalys, 2013). Ook in Portugal voldeed de co-investeringsregeling gedurende de periode 2007-2013 niet aan de verwachting (OECD, 2016). Slechts een klein aantal Portugese ondernemingen slaagden erin om onder deze regeling financiering aan te trekken. Succesverhalen zijn te vinden in Nederland waarbij de SEED regeling de beschikbare hoeveelheid risicokapitaal heeft vergroot (Deuten e.a., 2012). In Schotland wordt het Scottish Co-Investment Fund ook gezien als een succes. Enquêtes tonen dat ongeveer de helft van de ondernemingen die geld hebben aangetrokken onder de co-investeringsregeling niet in staat zouden zijn geweest om een andere financieringsbron aan te boren (Hayton e.a., 2008). De overige ondernemingen zouden de financiering alleen tegen slechtere voorwaarden hebben weten aan te trekken. De co-investeringsregeling heeft in Schotland een positief effect gehad op de prestaties van de ondernemingen alsook de economie als geheel (Hayton e.a., 2008). De voorzichtige conclusie van het OECD rapport is dat co-investeringsregelingen een positief effect sorteren onder de voorwaarde dat de business angel markt bij aanvang al goed ontwikkeld is. Op die manier kan erop worden vertrouwd dat ervaren marktpartijen goede investeringsmogelijkheden identificeren zodat

[46] Zie http://www.tornado-insider.com/files/ANL_6-meting_201204.pdf
[47] Zie http://www.eif.org/what_we_do/resources/dvi/
[48] Zie http://www.eif.org/what_we_do/equity/eaf/

geen al te actieve rol van de overheid wordt gevraagd in het bijeen brengen van financieringsvraag en financieringsaanbod (Mason, 2009; OECD, 2016).

Land	Cofinancieringsregeling
België (Vlaanderen)	Het ARKimedes Fonds II investeert een euro voor elke euro die door particuliere investeerders wordt ingelegd in investeringsfondsen (ARKIV's) . ARKIV's gebruiken het geld op hun beurt om te investeren in Vlaamse startende en MKB ondernemingen.
Denemarken	Het European Angels Fund (EAF) werkt samen met Vækstfonden en co-investeert bij de financiering van innovatieve en technologie ondernemingen.
Duitsland	Het High-Tech Gründerfonds (HGTF) verschaft (achtergestelde) converteerde obligatieleningen aan technologie ondernemingen en treedt daarbij op als (co-) investeerder. Het European Angels Fund (EAF) werkt samen met het Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND) en co-investeert bij de financiering van innovatieve ondernemingen.
Finland	Finnvera's Seed Fund Vera Ltd. co-investeert samen met business angels en andere investeerders in ondernemingen
Frankrijk	Angel Source is een co-investeringsfonds gericht op angel investeringen in de ICT en digitale economie.
Ierland	Het European Angels Fund (EAF) werkt samen met Enterprise Ireland en co-investeert bij de financiering van innovatieve ondernemingen.
Korea	Korean Angel Investment Matching Fund co-investeert samen met business angels en business angel clubs.
Nieuw Zeeland	Het New Zealand Co-Investment Fund co-investeert in ondernemingen in de vroege ontwikkelingsfase samen met gekwalificeerde investeerders
Oostenrijk	Het European Angels Fund (EAF) werkt samen met Austria Wirtschaftsservice GmbH en co-investeert bij de financiering van innovatieve ondernemingen.
Spanje	Het European Angels Fund (EAF) werkt samen met Instituto de Crédito Oficial (ICO) and Neotec en co-investeert bij de financiering van innovatieve ondernemingen.
Turkije	Het Istanbul Venture Capital Initiative (IVCI) co-investeert samen met business angels en andere investeerders in ondernemingen.
Verenigd Koninkrijk	Angel CoFund co-investeert samen met business angels en andere investeerders in ondernemingen
Verenigd Koninkrijk	Scottish Co-Investment Fund co-investeert samen met business angels en andere investeerders in ondernemingen

Tabel 5.2: Voorbeelden van cofinancieringsregelingen in het buitenland
Bron: OECD (2016), blz. 95. Ingekort.

5.3 Compendium van belasting- en subsidieregelingen in het buitenland

In deze paragraaf bespreken we de belangrijkste fiscale en subsidie maatregelen aangaande business angels in zeven door de opdrachtgever geselecteerde landen (Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Zweden, Finland en Turkije). Voor een uitgebreider compendium van fiscale maatregelen in deze en andere landen wordt verwezen naar de jaarlijkse editie van het *Compendium of Fiscal Incentives: Tax Outlook in Europe. Business angel Perspective.* Dit jaarboek wordt

uitgebracht door de belangenorganisaties van business angels (European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players (EBAN) en Business Angels Europe (BAE)) en biedt een actueel overzicht van de fiscaliteit die voor business angels relevant is. De meest recente editie dateert van 2015[49]. Tabel 5.3 biedt een beknopt overzicht van fiscale maatregelen zoals samengesteld door de OECD (2016).

[49] Zie http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/2015_COMPENDIUM_OF_FISCAL_INCENTIVES.pdf

De afgelopen jaren is wereldwijd in toenemende mate gebruik gemaakt van fiscale maatregelen ter stimulering van de business angel markt. In Nederland wordt een dergelijke fiscale regeling niet toegepast[50].

Indien beschikbaar worden in deze paragraaf de uitkomsten van recente evaluatiestudies van de verschillende fiscale en subsidiemaatregelen in de zeven landen kort besproken. Een kanttekening hierbij is dat een aantal van de regelingen pas recentelijk zijn ingevoerd waardoor nog geen of slechts beperkte evaluatie mogelijk is. Daarnaast zijn er vaak methodologische problemen waarmee deze evaluatiestudies te kampen hebben (zie daarvoor paragraaf 5.4.1). We vervolgen deze paragraaf met een bespreking van de verschillende soorten belastingmaatregelen die in de praktijk worden gehanteerd.

Land	Belastingregeling
België	45% van het investeringsbedrag is aftrekbaar van het jaarlijks inkomen van de investeerder onder voorwaarde dat de aandelen minstens vier jaar worden aangehouden
Finland	50% van het investeringsbedrag is aftrekbaar van het jaarlijks inkomen van de investeerder
Frankrijk	18% van het investeringsbedrag is aftrekbaar van het jaarlijks inkomen van de investeerder tot een maximum van €50.000. Tevens een vermindering van vermogensbelasting van 50%.
Ierland	Onder het 'Employment and Investment Incentive Scheme' (EIIS), is een belastingverlaging van 30% mogelijk (oplopend tot maximaal 41%) op investeringen tot een maximum van €150.000 per jaar
Israel	Angel investeerders mogen hun gekwalificeerde investering aftrekken tot 5 miljoen NIS van het totaal belastbaar inkomen
Italië	Vermogenswinsten behaald op angelinvesteringen zijn vrijgesteld van belastingen
Japan	Angel investeringen zijn aftrekbaar tot een maximum van ¥10 miljoen
Korea	Een mogelijke belastingaftrek van 50% voor angel investeringen tot 50 miljoen KRW
Maleisië	Business angels komen in aanmerking voor belasting aftrek na twee jaar geïnvesteerd te hebben in een gekwalificeerde onderneming
Portugal	20% van het investeringsbedrag is aftrekbaar van het jaarlijks inkomen van de investeerder
Turkije	75% (in sommige gevallen zelfs 100%) van het investeringsbedrag in innovatieve en snel groeiende MKB ondernemingen is aftrekbaar van het jaarlijks belastbaar inkomen
Verenigd Koninkrijk	30% van het investeringsbedrag (50% van het investeringsbedrag) is aftrekbaar van het jaarlijks inkomen van de investeerder onder de Enterprise Investment Scheme (EIS) (Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) tot een maximum investering van £1 miljoen

[50] In Nederland was tot 31 december 2012 wel een fiscale maatregel van kracht m.b.t. achtergestelde durfkapitaalleningen aan startende ondernemingen (de durfkapitaalregeling, ook wel Tante Agaath regeling). Deze regeling stelde de achtergestelde lening acht jaar vrij van vermogensrendementsheffing tot een maximum van €55.145 per persoon wat een belastingbesparing opleverde van 1,2% van €55.145=€662. Indien de lening geheel of gedeeltelijk niet werd terugbetaald en door de geldverstrekker geheel of gedeeltelijk werd kwijtgescholden kon het kwijtgescholden bedrag tot een maximum van €46.984 per startende ondernemer in mindering worden gebracht op de inkomstenbelasting. Er is in Nederland in het recente verleden echter geen belastingregeling m.b.t. het verschaffen van eigen vermogen toegepast. kwijtgescholden kon het kwijtgescholden bedrag tot een maximum van €46.984 per startende ondernemer in mindering worden gebracht op de inkomstenbelasting. Er is in Nederland in het recente verleden echter geen belastingregeling m.b.t. het verschaffen van eigen vermogen toegepast.

	(£100.000). Tevens de mogelijkheid om belastingen uit te stellen op vermogenswinsten, indien geherinvesteerd in ondernemingen die on de (S)EIS regeling vallen.

Tabel 5.3: Voorbeelden van belasting- en subsidieregelingen in het buitenland
Bron: OECD (2016), blz. 93. Aangepast.

5.3.1. Verschillende type fiscale maatregelen

Carpentier en Suret (2016) bieden een uitgebreid overzicht van 53 belasting- en subsidieregelingen wereldwijd. De meeste van de fiscale maatregelen gelden voor particuliere investeerders die aan de voorwaarden voldoen en zijn niet in het bijzonder gericht op business angels of smart money investeerders. Van de 53 fiscale maatregelen zijn er slechts vier die specifiek betrekking hebben op business angels. Dit is opmerkelijk omdat bij de invoering van de dergelijke belastingmaatregelen door beleidsmakers vaak de stimulering van de business angel markt ter motivatie wordt aangevoerd. Tabel 5.3.1 biedt een overzicht van de door Carpentier and Suret (2016) aangebrachte indeling van de 53 door hen bestudeerde fiscale regelingen.

Door de belastingmaatregel wijzigt het rendements-risico profiel verbonden aan de investering in de niet-beurgenoteerde onderneming. Er zijn in de praktijk drie soorten belastingmaatregelen die in combinatie kunnen worden toegepast (zo zijn de Britse regelingen die in paragraaf 5.3.2 worden besproken voorbeelden van een front-end in combinatie met een back-end maatregel):

i. Front-end fiscale maatregelen waarbij de investeerder het belastingvoordeel geniet in het belastingjaar van de investering. De belastingaftrek varieert van 10 procent tot 100 procent van het oorspronkelijke investeringsbedrag in de door Carpentier en Suret (2016) gedocumenteerde regelingen. In de tabel staan de front-end maatregelen vetgedrukt.
ii. Back-end fiscale maatregelen waarbij de vermogenswinstbelasting op winsten behaald met durfkapitaalinvesteringen wordt verlaagd. Hiervan profiteren alleen de succesvolle investeerders die een rendement op hun investering behalen. Een variant is de rollover fiscale maatregelen waarbij de belasting op vermogenswinst wordt uitgesteld indien de vermogenswinst wordt geherinvesteerd in andere ondernemingen die onder de belastingmaatregel vallen. In de tabel zijn back-end fiscale maatregelen schuingedrukt.
iii. Verliescompensatie waarbij het geleden verlies mag worden verrekend met in het verleden of in de toekomst behaalde vermogenswinsten op andere investeringen of inkomsten.

	Welke ondernemingen kunnen gebruik maken van de regeling?			
Welke investeerders kunnen gebruik maken van de regeling?	Kleine technologie ondernemingen	Kleine ondernemingen die aan bepaalde voorwaarden voldoen	Alle kleine ondernemingen	Alle ondernemingen
Ervaren Business angels	Maleisië	Singapore **VS Wisconsin**		Portugal
Business angels		VS Michigan (oud)		
Particuliere Investeerders die aan bepaalde inkomsten en/of vermogenseisen voldoen	VS Connecticut VS Kansas VS Ohio **VS Minnesota**	VS Georgia **VS Louisiana** VS South Carolina		
Alle particuliere investeerders	VS Maryland VS Arkansas VS New Jersey VS New York VS Virginia VS West Israel	VS Arizona VS Colorado **VS Illinois** VS Indiana VS Iowa VS Maine VS Nebraska VS New Mexico VS North Carolina (oud) VS Rhode Island **Canada BC** **VK**; VK (3) Canada Manitoba Canada NF Canada Yukon *Singapore* *VS*	Frankrijk Canada NB Canada NS **Canada QC (oud)** Finland *Australië (2)* *Canada (3)* *VS (2)* *Italië*	**VS Hawaii (oud)** VS North Dakota

Tabel 5.3.1: Overzicht van 53 fiscale regelingen waarvan business angels gebruik kunnen maken Bron: Carpentier, C., en J-M. Suret (2016), The effectiveness of tax incentives for business angels in H. Landström and C. Mason (Eds.), *The Handbook of Research on Business angels*,, blz. 332-333. Aangepast.

Noot: Front-end maatregelen zijn vetgedrukt. Back-end fiscale maatregelen zijn schuingedrukt. De vermelding (oud) betekent dat de regeling niet langer bestaat. De namen van de regelingen zijn als volgt:

Verenigde Staten: Arizona Angel Investment Tax Credit (ITC); Arkansas Equity ITC; Colorado Advanced Industry ITC; Connecticut Angel TC; Georgia Angel Investor TC; Hawaii High Technology Business ITC; Illinois Angel ITC; Indiana Venture Capital ITC; Iowa TCs for Investment in Qualifying Businesses; Kansas Angel Investors TC; Louisiana Angel Investor Rebate Programme; Maine Seed Capital TC; Maryland Biotechnology ITC; Michigan Small Business ITC; Minnesota Angel ITC; Nebraska Angel ITC; New Jersey Angel Investor TC; New York Qualified Emerging Technology Companies; New Mexico Angel ITC; North Carolina Qualified Business ITC; North Dakota Seed Capital ITC; Ohio Technology ITC; Rhode Island Innovation TC; South Carolina Angel Investor Act; Virginia Qualified Equity and Subordinated Debt Investment Credit; West Virginia High Growth Business ITC; Wisconsin Angel Investor TC; Canada: BC Eligible Business Corporation; Manitoba Small Business Venture Capital TC; NF Direct Equity TC; NB Small Business Investor TC; NS Equity TC; QC: Quebec Business Investment Company; Yukon Small Business ITC; Maleisië: Malaysia Angel Tax Incentive; Frankrijk: law TEPA; Ierland: Israel: Angel's Law; Portugal: Qualified Venture Capital Investors TC; Singapore: Angel Investors Tax Deduction; Verenigd Koninkrijk: Enterprise Investment Scheme (EIS) en Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS).

Australië (2): small business concessions; small business rollover; Canada (3): lifetime capital gains tax exemption, capital gains deferral for investment in small business, business investment loss; VS (2): gains on the sale of small business stock; Small Business Jobs Act; Italië: private investor's capital gain tax exemption; VK (3): capital gains tax exemption; capital gains tax deferral relief; share loss relief; Singapore: Enterprise Investment Incentive; VS: Rollover of gains on qualified small business stock.

5.3.2. Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk zijn drie regelingen, de Enterprise Investment Scheme (EIS), de Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) en het recent ingevoerde Investors' Relief van belang. Deze regelingen verdienen een meer uitgebreide bespreking omdat verschillende andere landen (waaronder Turkije en Noorwegen) deze Britse regelingen als uitgangspunt hebben genomen in het ontwikkelen van hun belastinginstrument ter stimulering van business angel investeringen[51]. EIS is bovendien één van de langstlopende belastingmaatregelen ter stimulering van investeringen door particuliere investeerders (bestaat sinds 1994) en daarmee zijn ook meer resultaten bekend over de effecten van de regeling. In het Verenigd Koninkrijk zijn overigens ook twee andere belastingmaatregelen van kracht die hier niet besproken worden omdat ze betrekking hebben op investeringsfondsen of specifiek betrekking hebben op investeringen in maatschappelijke ondernemingen en liefdadigheidsinstellingen[52].

1. Enterprise Investment Scheme (EIS)

In het Verenigd Koninkrijk is in 1994 gestart met het zogeheten Enterprise Investment Scheme (EIS) ter opvolging van het Business Expansion Scheme (BES). De EIS regeling beoogt door middel van belastingvoordelen particuliere investeerders aan te zetten tot het verschaffen van risicodragend vermogen aan kwalificerende niet-beurgenoteerde ondernemingen. In 2014-2015 werd meer dan £1,8 miljard geïnvesteerd onder de EIS regeling. In totaal zijn er 1.660 bedrijven die in deze periode voor het eerst gebruik hebben gemaakt van de regeling. Sinds de start in 1994 hebben bijna 25.000 ondernemingen gebruik van de EIS regeling gemaakt. Deze ondernemingen hebben gezamenlijk 14,2 miljard van particuliere investeerders opgehaald[53].

De onderneming moet zich via een formulier bij de Britse belastingdienst aanmelden om voor EIS status in aanmerking te komen. Ondernemingen die niet-beursgenoteerd zijn (notering op de Alternative Investment Market (AIM) en Plusmarkets is toegestaan) mogen gedurende 12 maanden niet meer dan £5 miljoen ophalen onder belastingvriendelijke regelingen (EIS, SEIS en VCT). Het opgehaalde geld moet binnen twee jaar voor bedrijfsdoeleinden zijn aangewend. Ondernemingen die gebruik maken van de EIS regeling moeten in het Verenigd Koninkrijk zijn gevestigd, mogen voorafgaand aan de aandelenuitgifte een balanstotaal hebben van maximaal £15 miljoen (£16 miljoen na het ophalen van kapitaal, voor kennisintensieve ondernemingen is dit bedrag vastgesteld op £20 miljoen), maximaal 250 voltijd werknemers in dienst hebben (voor kennisintensieve ondernemingen geldt een maximum van 500 voltijd werknemers), mogen niet ouder zijn dan 7 jaar ten tijde van de eerste aandelenuitgifte onder de EIS regeling (voor kennisintensieve ondernemingen is dit 10 jaar) en mogen niet de dochter zijn van een ander bedrijf[54]. Bedrijven uit een aantal sectoren (zoals financiële dienstverlening, scheepsbouw, en vastgoed) kunnen geen gebruik maken de EIS regeling. Het maximum bedrag dat een onderneming gedurende haar bestaan aan kapitaal mag aantrekken onder de EIS regeling is gesteld op £12 miljoen (voor kennisintensieve ondernemingen is dit bedrag gesteld op £20 miljoen).

[51] Zie https://www.norwegianamerican.com/business/tax-incentives-for-business-angels/
[52] De regeling betreffende Venture Capital Trusts (VCT) en wordt hier niet besproken omdat het daarbij gaat om een fiscale stimulans ter oprichting van fondsen waar bij de investeerders in het fonds geen directe invloed uitoefenen op de keuze van ondernemingen waarin de fondsmanager besluit te investeren. De in 2014 ingevoerde regeling inzake Social Investment Tax Relief (SITR) betreft een fiscale stimulans ter investering in maatschappelijke ondernemingen en liefdadigheidsinstellingen.
[53] Zie http://www.eisa.org.uk/using-eis/facts-figures/
[54] Zie https://www.gov.uk/government/publications/the-enterprise-investment-scheme-introduction/enterprise-investment-scheme voor nadere details.

Onder de EIS regeling komen particuliere investeerders in het belastingjaar waarin de investering wordt gedaan in aanmerking voor een belastingaftrek ter grootte van 30 procent (verhoogd in 2012: daarvoor 20 procent) van het oorspronkelijke investeringsbedrag[55]. Er is geen minimum bedrag dat geïnvesteerd moet worden maar er is wel sprake van een maximum investering van £1 miljoen per belastingjaar waarop het belastingvoordeel kan worden genoten. Het belastingvoordeel kan de betalen inkomstenbelasting in het beste geval tot nul verminderen. Het belastingvoordeel mag door de investeerder desgewenst ook (deels) worden toepast worden op het inkomen van het voorliggende belastingjaar.

Er zijn wel enkele voorwaarden aan de EIS regeling verbonden. Om voor het belastingvoordeel in aanmerking dienen de aandelen minstens drie jaar na de datum van investering of indien later minstens drie jaar na de datum van de start van de handelsactiviteiten van de onderneming te worden aangehouden. Zo niet dan dient het genoten belastingvoordeel (deels) te worden terugbetaald. Tevens mag de particuliere investeerder niet meer dan 30% van de aandelen en/of stemrechten in de onderneming bezitten. Ook mag de particuliere investeerder niet werkzaam zijn bij de onderneming als werknemer, directeur of commissaris. Een uitzondering is gemaakt voor business angels. Business angels die onbezoldigd commissaris (director) bij de onderneming zijn en daarmee niet betrokken zijn bij de dagelijkse bedrijfsvoering kunnen EIS belastingvoordelen genieten. Het is belangrijk te benadrukken dat de EIS regeling zich niet specifiek op business angels richt en geen nadere eisen stelt aangaande de expertise van de particuliere investeerders. Zo kunnen bijvoorbeeld particuliere investeerders die via crowdfunding platforms in Britse ondernemingen investeren ook in aanmerking komen voor de belastingvoordelen. Ook indien een particulier investeerder investeert in een fonds kan hij/zij in aanmerking komen voor belastingvoordelen indien 90% van het aan het fonds toevertrouwde geld binnen 12 maanden is geïnvesteerd in minstens vier ondernemingen die voor EIS kwalificeren. De aandelen moeten door het fonds minstens drie jaar worden aangehouden[56].

Nadat de investeerder de aandelen minstens drie jaar heeft aangehouden en vervolgens besluit te verkopen is er geen vermogenswinstbelasting verschuldigd. De belasting op vermogenswinst die is verschuldigd wanneer andere (niet-EIS) bezittingen worden verzilverd kan door een particuliere investeerder zonder limiet worden uitgesteld indien de verkoopwinst wordt geïnvesteerd in ondernemingen die voor EIS in aanmerking komen gedurende het jaar voorafgaand tot drie jaar volgend op de verkoop van deze niet-EIS bezittingen. Pas in het jaar dat de investering in de onderneming die voor EIS in aanmerking komt te gelde wordt gemaakt dient de uitgestelde vermogenswinstbelasting op de winst behaald met niet-EIS investeringen alsnog te worden betaald. In sommige gevallen kan zelfs de vermogenswinstbelasting geheel komen te vervallen (indien de EIS investeringen pas bij overlijden van de particuliere investeerder worden verzilverd). Ook investeerders die een belang van meer dan 30% van de aandelen of stemmen bezitten in de onderneming komen voor het uitstel van vermogenswinstbelasting op voorgaande niet-EIS investeringen in aanmerking (maar niet voor de belastingaftrek op de EIS investering).

Daarnaast zijn er nog enkele fiscale voordelen onder de EIS regeling. Indien bij verzilvering van de EIS investering verlies wordt geleden is het mogelijk om dit verlies te verrekenen met het inkomen van de particuliere investeerder in het belastingjaar van de verkoop of in het voorliggende belastingjaar en/of vermogenswinsten op andere investeringen in het belastingjaar van de verkoop of daaropvolgende belastingjaren. In geval van het hoogste marginale inkomstenbelastingtarief van

[55] Zie http://www.eisa.org.uk/ voor een uitgebreid overzicht van de belastingvoordelen van de huidige EIS en SEIS regelingen in het Verenigd Koninkrijk.
[56] Zie http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/2015_COMPENDIUM_OF_FISCAL_INCENTIVES.pdf

45% houdt dit in dat de particuliere investeerder maar 38.5% van het oorspronkelijke investeringsbedrag verliest in geval de investering in de onderneming niets meer waard blijkt te zijn. Er is wel een maximum aan deze verliescompensatie verbonden ter hoogte van £50.000 of, indien hoger, 25% van het belastbare inkomen van de particuliere investeerder. Indien de investering in een onderneming die voor EIS in aanmerking komt langer dan twee jaar is aangehouden is er ook nog het voordeel van verminderde erfbelasting of zelfs vrijstelling van erfbelasting.

Beschikbare evaluatiestudies:

De EIS regeling heeft het aanbod van risicodragend vermogen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk verruimd. In een studie uitgevoerd door onderzoeksbureau NESTA onder 158 business angels is gebleken dat 80 procent van de ondervraagde investeerders ten tijde van het onderzoek (eind 2008) minstens één keer een investering had gedaan onder de EIS regeling[57]. In ditzelfde onderzoek is eveneens gerapporteerd dat 24 procent van de ondervraagde investeerders de investering niet zou hebben gedaan indien de EIS regeling niet van toepassing zou zijn geweest. Een recenter onderzoek uit 2014-2015 toont dat iets minder dan 90 procent van de ondervraagde business angels gebruik maakt van de EIS of SEIS regeling[58]. Bijna 80 procent van het totaal investeringsbedrag dat door business angels is geïnvesteerd valt onder de EIS of SEIS regeling.

Er is een bescheiden positief effect van de EIS regeling op ondernemingen die via deze regeling geld aantrekken. Uit onderzoek uit 2008 blijkt dat ondernemingen sneller kunnen groeien qua omzet en aantal werknemers en meer geld ter beschikking hebben om te investeren in vaste activa indien ze gebruik hebben gemaakt van de EIS regeling[59]. De arbeidsproductiviteit ligt bij deze ondernemingen ook hoger dan bij andere ondernemingen. De winstgevendheid laat echter geen significant verschil zien tussen ondernemingen die wel en ondernemingen die geen gebruik gemaakt hebben van de EIS regeling. De overlevingskansen van ondernemingen die via de EIS regeling gebruik hebben gemaakt is lager vergeleken met andere soortgelijke ondernemingen die dat niet hebben gedaan.

2. Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)

In 2012 is in het Verenigd Koninkrijk de Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) ingevoerd. Het doel is om particuliere investeerders via een belastingvoordeel aan te moedigen om risicodragend vermogen te verschaffen aan ondernemingen die zich in een vroeg stadium van ontwikkeling bevinden en daarmee veelal jonger, kleiner en risicovoller zijn in vergelijking tot ondernemingen die via de Enterprise Investment Scheme (EIS) kapitaal aantrekken. Volgens de meest recente cijfers hebben 2.290 ondernemingen gezamenlijk £175 miljoen opgehaald bij particuliere investeerders onder de SEIS regeling in de periode 2014-2015. Voor 1.800 ondernemingen is dit de eerste keer geweest dat ze via de SEIS regeling geld hebben aangetrokken. Bedrijven in de zakelijke dienstverlening en technologie bedrijven zijn verantwoordelijk voor 62 procent van de totale investeringen onder de SEIS regeling in 2014-2015[60]. De opzet van de SEIS regeling is soortgelijk aan de Enterprise Investment Scheme (EIS) maar met een aantal belangrijke verschillen die in deze paragraaf kort uiteen worden gezet.

Ondernemingen kunnen bij de Britse belastingdienst een SEIS status aanvragen. Om te kwalificeren voor een SEIS status moet de onderneming op het moment van aandelenuitgifte niet-

[57] Zie http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/siding_with_the_angels.pdf
[58] Zie https://www.enterpriseresearch.ac.uk/wp-content/uploads/2015/01/ERC-Angels-Report..pdf
[59] Zie https://ore.exeter.ac.uk/repository/bitstream/handle/10036/67875/hmrc44.pdf?sequence=1
[60] Zie http://www.eisa.org.uk/using-eis/facts-figures/

beursgenoteerd zijn (notering op de Alternative Investment Market (AIM) en Plusmarkets is toegestaan), in het Verenigd Koninkrijk zijn gevestigd, jonger zijn dan twee jaar, beschikken over een balanstotaal van ten hoogste £200.000 en niet meer dan 25 voltijd werknemers in dienst hebben. Voorafgaand aan de aandelenuitgifte onder SEIS regeling mag geen geld zijn aangetrokken onder de EIS regeling of via de zogeheten Venture Capital Trusts (VCTs). De onderneming mag maximaal £150.000 aan vermogen aantrekken via de SEIS regeling. Het meerdere komt niet in aanmerking voor het belastingvoordeel. Het opgehaalde geld moet binnen drie jaar voor bedrijfsdoeleinden zijn aangewend. Bedrijven uit een aantal sectoren (zoals financiële dienstverlening, scheepsbouw, en vastgoed) zijn net als bij de EIS regeling van deelname uitgesloten[61].

De belastingvoordelen onder de SEIS regeling zijn ruimhartiger in vergelijking tot de EIS regeling. Onder de SEIS regeling komen particuliere investeerders in het belastingjaar waarin de investering wordt gedaan in aanmerking voor een belastingaftrek ter grootte van 50 procent (in plaats van 30 procent bij de EIS regeling) van het oorspronkelijke investeringsbedrag[62]. Er is geen minimum bedrag dat geïnvesteerd moet worden maar er is wel sprake van een maximum investering van £100.000 per belastingjaar waarop het belastingvoordeel kan worden genoten. Het belastingvoordeel kan de betalen inkomstenbelasting in het beste geval tot nul verminderen. Het belastingvoordeel mag door de investeerder desgewenst ook (deels) worden toepast worden op het inkomen van het voorliggende belastingjaar.

De voorwaarden die de SEIS regeling stelt aan de particuliere investeerder zijn dezelfde als bij de EIS regeling (zie de vorige paragraaf)[63]. Ook de overige fiscale voordelen verbonden aan SEIS zijn soortgelijk aan die van de EIS regeling. Er zijn echter twee verschillen. Het eerste verschil is dat slechts de helft (in plaats van het volledige bedrag onder de EIS regeling) van de vermogenswinstbelasting die is verschuldigd op de winst bij verkoop van andere (niet-SEIS) bezittingen kan worden uitgesteld onder de voorwaarde dat de verkoopwinst wordt geïnvesteerd in ondernemingen die voor SEIS in aanmerking komen. De SEIS investering moet dan plaatsvinden gedurende het belastingjaar waarin de winst op de verkoop van de niet-SEIS bezittingen wordt gemaakt of in het belastingjaar daaropvolgend. Er geldt daarbij een maximum van £100.000 per belastingjaar en het voordeel geldt alleen indien de investeerder een belang van maximaal 30% van de aandelen en/of stemmen in de SEIS onderneming bezit. Pas in het jaar dat de investering in de onderneming die voor SEIS in aanmerking komt te gelde wordt gemaakt dient de uitgestelde vermogenswinstbelasting op de winst van de niet-SEIS investeringen te worden betaald. Het tweede verschil is dat in geval van het hoogste marginale inkomstenbelastingtarief van 45% de particuliere investeerder slechts 27.5% (bij EIS is dit percentage 38.5%) van het oorspronkelijke investeringsbedrag verliest in geval de investering in de onderneming niets meer waard blijkt te zijn.

Beschikbare evaluatiestudies:

Geen evaluatierapport beschikbaar. Er is een rapport uit 2013 waarin een voorlopig positieve conclusie wordt getrokken op basis van kwalitatief onderzoek[64]. In 2015 is er een rapport waarin wordt gesteld dat SEIS een positief effect heeft gehad op het aantal en het totaalbedrag aan vroege stadia investeringen in het Verenigd Koninkrijk[65].

[61] Zie https://www.gov.uk/guidance/seed-enterprise-investment-scheme-how-companies-qualify
[62] Zie http://www.eisa.org.uk/ voor een uitgebreid overzicht van de belastingvoordelen van de huidige EIS en SEIS regelingen in het Verenigd Koninkrijk.
[63] Zie https://www.gov.uk/guidance/seed-enterprise-investment-scheme-investment-and-investor-requirements
[64] Zie https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/344756/report279.pdf
[65] Zie http://british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2015/03/050315-Equity-report-FINAL.pdf

3. Investor's Relief

In de Finance Act 2016 is er recent nog een derde regeling getroffen: Investors' Relief[66]. Investeringen in niet-beursgenoteerde ondernemingen gedaan na 17 maart 2016 komen in aanmerking voor deze regeling. De vermogenswinstbelasting wordt verlaagd tot 10% voor gekwalificeerde investeringen. Hierbij gelden de volgende voorwaarden: de aandelen moeten volledig zijn betaald op het moment van uitgifte, de aandelen moeten minstens drie jaar worden aangehouden en de investeerder en personen verbonden aan de investeerder mogen geen band hebben met de onderneming of verwant zijn aan de ondernemingsleiding van de onderneming waarin de investering wordt gedaan. Een investeerder kan gedurende zijn of haar leven tot een maximum van £10 miljoen aan investeringen doen die onder dit verlaagde percentage vermogenswinstbelasting vallen.

Beschikbare evaluatiestudies:

Geen evaluatiestudies gevonden.

5.3.3. Duitsland

In Duitsland wordt geen gebruik gemaakt van een belastingregeling maar van een subsidieregeling ter stimulering van de business angel markt. In 2013 is het INVEST-Zuschuss für Wagniskapital programma geïntroduceerd[67]. Er is €150 miljoen beschikbaar gesteld voor de periode 2013-2016. De subsidie bedraagt 20% van het investeringsbedrag. De particuliere investeerder moet minimaal €10.000 in de onderneming investeren en per jaar komt maximaal €250.000 aan investeringen per investeerder in aanmerking voor de subsidie. De maximaal te ontvangen subsidie per jaar per investeerder komt daarmee op €50.000. De investeerder moet een natuurlijk persoon zijn met permanente vestiging in de Europese Unie. Er mag ook geïnvesteerd worden door een besloten vennootschap (GmBH) met maximaal vier particuliere aandeelhouders. Elke investeerder mag na de aandelenuitgifte maximaal een belang van 25% van het aandelenkapitaal bezitten en moet de aandelen voor minimaal drie jaar aanhouden. Er moet eigen geld worden aangewend voor de investering (er mag geen lening worden gebruikt door de particuliere investeerder om de investering in aandelen mee te financieren). De investeerder mag ook geen relatie onderhouden met de niet-beursgenoteerde onderneming of verwant zijn aan de bestuurders van die onderneming. Net zoals bij de EIS en SEIS regeling in het Verenigd Koninkrijk is ook de INVEST subsidieregeling van toepassing op particuliere investeerders en is in de uitvoering niet alleen gericht op business angels.

De niet-beursgenoteerde onderneming mag per jaar €1 miljoen aan kapitaal onder de INVEST subsidieregeling aantrekken, mag niet ouder zijn dan 10 jaar, moet gevestigd zijn in Europese Unie , is op zijn minst met één dochtermaatschappij in Duitsland actief, is actief in een innovatieve bedrijfstak[68], mag zelf geen dochtermaatschappij zijn van een andere onderneming, heeft een balanstotaal van hoogstens €10 miljoen en niet meer dan 50 werknemers.

Beschikbare evaluatiestudies:

De INVEST subsidieregeling is in 2016 positief geëvalueerd[69]. De conclusie is dat de subsidieregeling de bereidheid om in jonge startende ondernemingen in Duitsland te investeren vergroot en daarmee

[66] Zie https://www.gov.uk/government/publications/capital-gains-tax-entrepreneurs-relief-extension-to-long-term-investors/capital-gains-tax-entrepreneurs-relief-extension-to-long-term-investors
[67] Zie http://www.business-angels.de/en/investitionszuschuss-wagniskapital-2/. Er zijn daarnaast ook regelingen op regionaal niveau die hier niet worden beschreven.
[68] Zie http://www.semiconeuropa.org/sites/semiconeuropa.org/files/data15/docs/17_BAFA.pdf
[69] Zie https://www.econstor.eu/bitstream/10419/144829/1/863611427.pdfé

een positief effect sorteert. Investeerders verhogen door de subsidieregeling het bedrag dat ze bereid zijn in innovatieve en groeiende ondernemingen te investeren. De subsidieregeling trekt ook nieuwe investeerders (´virgin angels´) over de streep. De INVEST regeling geniet echter nog een beperkte bekendheid onder investeerders in Duitsland. De ondernemingen die geld aantrekken via de INVEST regeling zijn de innovatieve, snelgroeiende ondernemingen die men met het programma probeerde te bereiken. De onderzoekers concluderen dat het INVEST programma een succes genoemd mag worden.

5.3.4. Frankrijk

In Frankrijk wordt gebruik gemaakt van een fiscale maatregel (Avantage Madelin) die een inkomstenbelastingvoordeel van 18% (voorheen 25% en 22%) oplevert indien geïnvesteerd wordt in een MKB onderneming gevestigd in de Europese Unie[70]. De belastingmaatregel geldt voor een maximum van €50.000 (€100.000 voor gehuwden) aan investeringen per jaar en geldt voor directe investeringen in MKB ondernemingen maar ook voor indirecte investeringen die gedaan worden via investeerdersclubs of BAN's. De inkomstenbelasting kan daarmee met maximaal €9.000 (€18.000 voor gehuwden) per jaar worden verminderd. De investering dient minstens voor vijf jaar te worden aangehouden. De niet-beursgenoteerde onderneming moet voldoen aan de volgende eisen: het aantal werknemers ligt tussen 2 en 50, de jaarlijkse omzet of balanstotaal is niet hoger dan €10 miljoen en mag niet actief zijn in de financiële of vastgoed sector.

In 2007 is er een wet TEPA (Loi en faceur du Travail, de l'Emploi et du Pouvoir d'Achat) ingevoerd. Belastingbetalers die vermogensbelasting (ISF-Impot Sur la Fortune) verschuldigd zijn kunnen deze verminderen door te investeren in niet-beursgenoteerde MKB ondernemingen gevestigd in de Europese Unie. In eerste instantie kon 75% van elke investering in een MKB onderneming tot een maximum van €50.000 van de vermogensbelasting worden afgetrokken[71]. Dit percentage is in 2010 verlaagd tot 50% en kan voor maximaal €90.000 aan investeringen in MKB ondernemingen tot belastingvermindering leiden. Dit betekent dat de vermogensbelasting met maximaal €45.000 kan worden verminderd[72]. De investering moet minstens voor vijf jaar worden aangehouden. De niet – beursgenoteerde onderneming moet aan de volgende voorwaarden voldoen: de onderneming heeft hoogstens 250 werknemers, een jaarlijkse omzet van hoogstens €50 miljoen, een balanstotaal van hoogstens €43 miljoen en mag niet actief zijn in de financiële of vastgoed sector. Het is overigens niet mogelijk om een investering in een bepaalde MKB onderneming voor zowel een vermindering in de inkomstenbelasting (Loi Madelin) als een vermindering van de vermogensbelasting (Loi TEPA) te gebruiken.

Daarnaast is er nog een generieke belastingmaatregel die relevant kan zijn voor business angels. In Frankrijk is vermogenswinst belast onder de progressieve inkomstenbelasting. Alleen indien de aandelen onder een aandelenspaarplan (Plan d'Epargne en Actions) werden aangehouden is geen belasting over vermogenswinst verschuldigd. De vermogenswinst wordt minder maar zwaar belast naarmate de aandelen langer worden aangehouden en de MKB onderneming jonger was ten tijde van de uitgifte van de aandelen. Indien de aandelen binnen twee jaar worden verkocht is er geen sprake van belastingvermindering. Indien de aandelen meer dan twee en minder dan acht jaar zijn aangehouden wordt de helft van de vermogenswinst niet belast. Voor aandelen in MKB ondernemingen die jonger zijn dan 10 jaar op het moment dat de aandelen werden gekocht worden

[70] Zie http://www.loimadelin.com/
[71] Zie http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf
[72] Zie http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/2015_COMPENDIUM_OF_FISCAL_INCENTIVES.pdf

deze periodes verkort. De helft van de vermogenswinst wordt in dit geval niet belast indien de aandelen minstens 1 jaar en maximaal 4 jaar zijn aangehouden. Deze belastingvrijstelling wordt opgehoogd naar 65% van de vermogenswinst na 4 jaar en 85% van de vermogenswinst na 8 jaar.

Beschikbare evaluatiestudies:

Er zijn geen evaluatiestudies gevonden. Er is wel kritiek geuit op de regelingen in Frankrijk. Ze zijn niet specifiek gericht op business angels en er hebben zich gedurende de jaren verschillende wijzigingen in de regelingen voorgedaan (SAGPA, 2013). De regelingen zijn daarmee complex en versoberd geraakt[73]. Voor een compleet en actueel overzicht van alle ingewikkelde regelingen wordt verwezen naar bladzijden 29 tot en met 33 van het jaarboek *Compendium of Fiscal Incentives: Tax Outlook in Europe. Business angel Perspective*[74]. Levratto en Suret (2016) tonen dat door business angel gefinancierde ondernemingen in Frankrijk niet beter presteren dan andere soortgelijke ondernemingen. Ondernemers in Frankrijk hebben in een enquête hun teleurstelling aangegeven inzake de professionaliteit en betrokkenheid van investeerders bij hun onderneming (NEOVIAN, 2012). Het lijkt er daarom op dat belastingmaatregelen in Frankrijk slechts gedeeltelijk hebben bijgedragen aan de groei van het aantal angels en angel syndicaten (Carpentier en Suret, 2016) en dat de belastingregelingen geen significant effect hebben op de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt. Wellicht heeft dit te maken met de te brede, complexe en stapsgewijs versoberde regelingen.

5.3.5. België

In België is sinds 2015 een tax shelter van kracht om investeringen in micro en MKB ondernemingen te stimuleren[75]. De investeerder komt in aanmerking voor een vermindering op de inkomstenbelasting van 30% tot 45% van het investeringsbedrag. Deze regeling geldt voor alle particuliere belastingplichtigen en is niet specifiek gericht op business angels. Ook investeerders via een geaccrediteerd crowdfunding platform of startersfonds komen sinds 2017 in aanmerking voor het belastingvoordeel.

Het kapitaal dient door de niet-beursgenoteerde onderneming te worden opgehaald binnen 4 jaar na de oprichting van de onderneming. Het maximum bedrag dat de onderneming onder de regeling kan aantrekken is vastgesteld op €250.000. Vastgoed ondernemingen zijn van de regeling uitgesloten. Twee type ondernemingen komen voor de regeling in aanmerking: micro-ondernemingen en MKB ondernemingen. De regeling definieert een micro-onderneming als een onderneming die aan minstens twee van de drie volgende criteria voldoet: balanstotaal bedraagt minder dan €350.000, omzet is minder dan €700.000 en/of het gemiddelde aantal werknemers gedurende het jaar is minder dan 10. Een MKB onderneming voldoet aan minstens twee van de drie volgende criteria: balanstotaal bedraagt minder dan €4,5 miljoen, omzet is minder dan €9 miljoen en/of het gemiddelde aantal werknemers gedurende het jaar is minder dan 50.

Omdat investeren in micro-ondernemingen meer risicovol is staat hier een hoger belastingvoordeel tegenover. In dat geval mag 45% van het investeringsbedrag op de inkomstenbelasting in mindering worden gebracht in het belastingjaar waarin de onderneming het geld heeft opgehaald. Bij een investering in een MKB onderneming geldt een percentage van 30%. De aandelen moeten minstens vier jaar door de investeerder worden aangehouden. De investeerder kan onder de regeling voor een

[73] Zie http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf
[74] Zie http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/2015_COMPENDIUM_OF_FISCAL_INCENTIVES.pdf
[75] Zie http://www.startuptaxshelter.be/?gclid=CLvko_GI2NICFQE4GwodYjsACQ

maximum van €100.000 per belastingjaar aan investeringen doen en mag voor een maximum van 30% deelnemen in het kapitaal van de onderneming. Indien een groter belang in de onderneming wordt genomen geldt het belastingvoordeel alleen tot een 30% deelneming. Werknemers en familieleden mogen onder de regeling in de onderneming investeren. De ondernemingsleiding zelf komt niet voor het fiscale voordeel in aanmerking.

In Vlaanderen wordt sinds 2006 ook gebruik gemaakt van een Winwinlening. Particulieren komen in aanmerking voor een belastingvoordeel wanneer ze een achtergestelde lening met een looptijd van 8 jaar verstrekken aan een MKB onderneming. Een MKB onderneming is daarbij gedefinieerd als een onderneming met minder dan 250 werknemers in dienst, waarvan het balanstotaal niet hoger is dan €43 miljoen of de jaaromzet maximaal €50 miljoen is en die voldoet aan het zelfstandigheidscriterium (niet meer dan 25% van de aandelen zijn in eigendom van één of meerdere grote onderneming(-en)). Een MKB onderneming kan tot een bedrag van €200.000 aan Winwinleningen aangaan. Een kredietgever mag maximaal €50.000 aan Winwinleningen hebben uitstaan. De kredietgever krijgt een jaarlijks belastingkrediet van 2,5% op het openstaande bedrag aan Winwinleningen (dus maximaal €1.250 per jaar). Als de MKB onderneming de hoofdsom en rente niet kan betalen kan daarnaast ook 30% van de het verschuldigde bedrag terugkrijgen via een eenmalige belastingaftrek[76]. De kredietgever mag geen werknemer en/of aandeelhouder van de onderneming zijn.

Beschikbare evaluatiestudies:

Er zijn geen evaluatiestudies gevonden. In een recent rapport van Be Angels en Deloitte wordt gesteld dat als gevolg van de tax shelter het aanbod van risicodragend kapitaal in België is vergroot. Ook zou het hebben geleid tot een verbeterd start-up ecosysteem[77]. Eind 2015 waren er 9.161 afgesloten Winwinleningen voor een totaalbedrag van €246 miljoen[78].

5.3.6. Zweden

In Zweden is in 2013 hernieuwd een belastingmaatregel ingevoerd. Een eerdere fiscale maatregel was wegens beperkt effect afgeschaft (CSES, 2012). Particuliere investeerders die geld investeren in een onderneming mogen tot 50% van het geïnvesteerde bedrag van de heffingsgrondslag voor de vermogenswinstbelasting aftrekken tot een jaarlijks maximum van 650.000 Zweedse Kroon en een totaal maximum van 1,3 miljoen Zweedse Kroon (1 SEK=€0,1). De vermogenswinstbelasting bedraagt in Zweden 30%. Dit betekent een vermindering van de vermogenswinstbelasting tot een maximum van (50%*30%=) 15% van het investeringsbedrag. De aandelen dienen voor een minimum van vijf jaar te worden aangehouden. De onderneming mag niet meer dan 80 miljoen Zweedse Kroon aan jaar omzet behalen en mag niet meer dan 50 werknemers in dienst hebben. In 2016 zijn de belastingvoordelen alleen van toepassing op investeerders die geen relatie tot de onderneming hebben (daarvoor konden ook gerelateerde investeerders en durfkapitaalfondsen gebruik maken van de regeling)[79].

Beschikbare evaluatiestudies:
Er zijn geen evaluatiestudies beschikbaar. Een eerder belastingmaatregel is in Zweden wegens het uitblijven van succes afgeschaft (CSES, 2012). In 2015 heeft de Zweedse regering opdracht gegeven tot een rapport om een keuze te maken uit verschillende beleidsmaatregelen om de financiering van

[76] Zie http://www.vlaio.be/maatregel/winwinlening
[77] Zie http://www.beangels.eu/files/uploads/2013/09/Be-Angels-brochure-2000-2015-_comb_NWI-13-12-2016.pdf
[78] Zie http://www.pmv.eu/sites/default/files/publications/het_abc_van_pmv_2015_finaal.pdf
[79] Zie http://www.scc.org.uk/focus/stockholm-a-rising-tech-centre-star/

MKB ondernemingen te vergemakkelijken[80]. De keuze is hierbij op een nieuwe co-investeringsregeling gevallen.

5.3.7. Finland

Finland heeft van 2013 tot 2015 een fiscale maatregel gekend ter stimulering van de business angel markt[81]. In 2016 is deze afgeschaft. Onder deze belastingmaatregel mocht een particuliere investeerder de helft van het investeringsbedrag aftrekken van de verschuldigde vermogenswinstbelasting in het betreffende belastingjaar en de betaling ervan uitstellen tot het moment van verkoop of schenking[82]. Er was hier dus geen sprake van belastingvermindering maar van belastinguitstel. Op het moment dat de aandelen werden verkocht of geschonken moest de uitgestelde vermogenswinstbelasting alsnog worden betaald. Het belastinguitstel bedroeg minstens €5.000 en hoogstens €150.000 per belastingjaar (dus de investering moest minimaal €10.000 en maximaal €300.000 bedragen).

De particuliere investeerder mocht onmiddellijk na de aandelenuitgifte niet meer dan de helft van de aandelen in de onderneming bezitten. Ook mocht de investeerder en zijn familie niet via een houdstermaatschappij of op andere wijze meer dan de helft van de aandelen in de onderneming in bezit hebben in het jaar waarin de nieuwe investering wordt gedaan en/of gedurende de drie kalenderjaren daaraan voorafgaand. De regeling geldt dus niet specifiek voor business angels.

De onderneming mocht maximaal €2,5 miljoen per kalenderjaar aan kapitaal aantrekken waarbij investeerders gebruik mochten maken van het belastinguitstel. De onderneming moest in een Finland gevestigde niet-beursgenoteerde onderneming betreffen met minder dan 50 mensen in dienst en minder dan €10 miljoen aan jaaromzet of balanstotaal. Daarnaast moest de onderneming ten tijde van de aandelenuitgifte jonger zijn dan zes jaar.

Beschikbare evaluatiestudies:

Er zijn geen evaluatiestudies gevonden. Er is wel kritiek op de regeling geuit en de regeling is in 2016 dan ook afgeschaft. De regeling werd als complex beschouwd en heeft niet veel nieuwe investeerders aangemoedigd te investeren in jonge Finse ondernemingen[83]. De resultaten werden als marginaal beoordeeld[84].

[80] Zie http://www.regeringen.se/contentassets/f5e311f2b3de45a5a8fc0b8fa6bd7e9d/sou_2015_64_webb.pdf
[81] Reeds in 2007 is er in opdracht van de Finse regering een uitgebreid onderzoek verricht naar de mogelijke introductie van een fiscale maatregel. Zie http://ktm.elinar.fi/ktm_jur/ktmjur.nsf/All/A4793C1D2CFB402BC225728E002E76AC/$file/ratu2elo_2007_eng_netti.pdf
[82] Zie http://www.eban.org/finland-new-tax-incentive-for-business-angels
[83] Zie https://www.fiban.org/news/startup-investing-in-finland-meeting-with-president-niinisto
[84] Zie http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/2015_COMPENDIUM_OF_FISCAL_INCENTIVES.pdf

5.3.8. Turkije

Turkije kent sinds 2012 een fiscale maatregel specifiek ter stimulering van de business angel markt. Onder deze regeling kan 75% tot 100% van de investering in een Turkse niet-beursgenoteerde onderneming in mindering worden gebracht op het belastbaar inkomen in het belastingjaar dat de aandelen minstens twee jaar worden zijn aangehouden met een maximum van 1 miljoen Turkse Lira per jaar (1 Turkse Lira=€0.25)[85]. Ook moet de business angel via een business angel Netwerk een vergunning voor vijf jaar aanvragen bij het Turkse Ministerie van Financiën om in aanmerking te komen voor het belastingvoordeel. In april 2016 waren er 300 vergunningen afgegeven (Teker en Teker, 2016). Het investeringsbedrag kan voor de volle 100% in mindering worden gebracht op het belastbaar inkomen indien wordt geïnvesteerd in ondernemingen van welke de afgelopen vijf jaar projecten zijn goedgekeurd door het Turkse Ministerie van Wetenschap, Industrie en Technologie; de Scientific and Technological Research Council of Turkey of de Small and Medium Enterprises Development Organization. De business angel mag niet direct of indirect een controlerend belang in de onderneming bezitten. Business angels zijn door het Turkse Ministerie van Financiën gedefinieerd als individuen die meer dan 200.000 Turkse Lira per jaar aan inkomsten hebben of een vermogen hebben van meer dan 1 miljoen Turkse Lira. Daarnaast beschikken deze individuen over voldoende ervaring: i) minimaal twee jaar ervaring als fondsbeheerder bij een bank of andere financiële instelling, ii) minstens twee van de afgelopen vijf jaar werkzaam als directeur bij een onderneming met meer dan 25 miljoen Turkse Lira jaaromzet, iii) minimaal 1 jaar lid van een business angel netwerk en minstens in 3 MKB ondernemingen hebben geïnvesteerd en iv) in minstens drie technologie ondernemingen hebben geïnvesteerd waarbij in elk van de ondernemingen minstens 20.000 Turkse Lira is geïnvesteerd. Gedurende de periode van de vergunning mag in maximaal 20 verschillende ondernemingen door de vergunde business angel worden geïnvesteerd waarbij per onderneming minstens 20.000 Turkse Lira en maximaal 1 miljoen Turkse Lira mag worden geïnvesteerd. De ondernemingen waarin geïnvesteerd mag worden moeten ook aan bepaalde voorwaarden voldoen. De niet-beursgenoteerde onderneming mag niet meer dan 5 miljoen Turkse Lira aan jaaromzet hebben, maximaal 50 werknemers in dienst hebben en mag geen dochter van een andere onderneming zijn. De onderneming moet bovendien actief zijn in één van de door het Turkse Ministerie van Financiën aangewezen sectoren.

Beschikbare evaluatiestudies:

Er zijn geen evaluatiestudies gevonden. Het aanbod van risicodragend kapitaal is in Turkije de drie jaar na invoering van de regeling toegenomen (OECD, 2016b). Het bedrag aan angel investeringen is gegroeid van €14 miljoen in 2013 tot €30 miljoen in 2015. Karaarslan e.a. (2016) doen kwalitatief onderzoek naar de rol van business angels in Turkije en rapporteren dat volgens geïnterviewde ondernemers business angels een nuttige bijdrage leveren aan het succes van de onderneming. De belangrijkste reden om een vergunning aan te vragen is om in aanmerking te komen voor de belastingvoordelen[86].

[85] Zie http://www.treasury.gov.tr/File/?path=ROOT%2f1%2fDocuments%2fGeneral+Content%2fA+Global+Perspective+Policies+and+Practices.pdf en https://hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2f1%2fDocuments%2fGeneral+Content%2fRegulation_on_business_angels.pdf

[86] Zie http://www.businessangelseurope.com/News/Documents/2015_COMPENDIUM_OF_FISCAL_INCENTIVES.pdf

5.4 Wetenschappelijk onderzoek naar de effectiviteit van fiscale regelingen

In deze paragraaf worden wetenschappelijke studies besproken die in de afgelopen jaren zijn uitgevoerd naar de effectiviteit van belastingregelingen ter stimulering van de business angel markt. Hierbij is niet alleen gekeken naar de zeven door de opdrachtgever geselecteerde landen maar is al het relevante onderzoek in kaart gebracht. Bij deze literatuurstudie is gebruik gemaakt van databases ABI/Inform, Sciencedirect, Social Science Research Network en Google Scholar om de desbetreffende artikelen te kunnen raadplegen. Er zijn geen studies naar de effectiviteit van subsidieregelingen uit dit literatuuronderzoek naar voren gekomen vandaar dat deze paragraaf zich alleen richt op de fiscale maatregelen[87]. De besproken studies kampen veelal met problemen met het vaststellen van de effectiviteit van de belastingmaatregel welke in de volgende sub-paragraaf worden besproken.

5.4.1. Problemen bij het vaststellen van de effectiviteit van de belastingmaatregel

Het is niet eenvoudig om de effectiviteit van de ingevoerde belastingmaatregelen te bepalen. Soms is onvoldoende duidelijk geformuleerd welke doelstellingen de invoering van de belastingmaatregel beoogt. Daarnaast is er soms gebrekkige toegang tot betrouwbare data op ondernemingsniveau. Dit staat gedegen wetenschappelijk onderzoek naar de effectiviteit van de fiscale maatregel vaak in de weg. Bovendien worden de belastingmaatregelen vaak samen met andere maatregelen van kracht waardoor individuele effecten van de belastingmaatregel niet zijn te isoleren.

De meeste belastingmaatregelen beogen om de business angel markt te vergroten door ervaren business angels (smart money investeerders) meer te laten investeren. Echter door een (te) brede opzet van de fiscale maatregel (zie paragraaf 5.3.1 van dit hoofdstuk) worden naast investeringen door ervaren business angels (smart money) ook vaak investeringen door onervaren business angels ('virgin' angels) en door passieve particuliere investeerders (dumb money) gestimuleerd. Dit kan leiden tot problemen met de allocatie van kapitaal doordat nieuwkomers investeren in hoog risico ondernemingen met weinig kansen tot verdere doorgroei. Daarnaast bestaat er het risico dat onervaren nieuwkomers (dumb money) ervaren business angels verdringen en de markt danig verstoord raakt. Belastingmaatregelen kunnen daarmee zowel positieve als negatieve effecten teweeg brengen.

Ook is het een uitdaging om op geaggregeerd niveau een uitgebreide kosten-baten analyse uit te voeren. Er moet dan worden gekeken naar het alternatieve scenario waarbij het geld dat gemoeid is met de belastingmaatregel door de overheid op een andere manier ingezet zou zijn. Bovendien moet hierbij rekening worden gehouden met een veelheid van effecten (effecten van het inhuren nieuw personeel, BTW op extra verkopen etc.)

5.4.2. Hoe effectief zijn belastingregelingen?

Deze paragraaf bespreekt de effecten van de belastingmaatregelen. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen de effecten van de belastingmaatregel op het aanbod van risicodragend vermogen, op de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt, en de macro-economische effecten.

[87] Met uitzondering van de in paragraaf 5.3.3 besproken studie naar de invoering van een subsidieregeling in Duitsland.

1. Effecten op aanbod van risicodragend vermogen

In deze onderzoeken wordt getracht vast te stellen hoeveel extra financiering beschikbaar is gekomen door de belastingmaatregel (een deel van het geld zou door investeerders immers ook zonder de maatregel geïnvesteerd zijn). Om dit te achterhalen wordt vaak gebruik gemaakt van enquêtes onder investeerders. De resultaten worden vervolgens geëxtrapoleerd. Een probleem van de enquêtes is wel dat investeerders die de vragenlijst invullen eerder geneigd zijn te antwoorden dat de investering niet zou hebben plaatsgevonden zonder de belastingmaatregel. Zo rapporteren Hellmann e.a. (2010) dat 12 procent van de ondervraagde business angels in British Columbia (Canada) geheel niet geïnvesteerd zouden hebben indien de belastingmaatregel niet van toepassing was geweest. In het Verenigd Koninkrijk geeft 24 procent van particuliere investeerders aan dat ze niet in de onderneming geïnvesteerd zouden hebben indien de fiscale maatregel er niet zou zijn.[88] In Minnesota gaat het om 48 procent van de gekwalificeerde investeerders die de investering anders niet zou hebben gedaan.[89] Schattingen van het additionele financieringsaanbod dat het gevolg is van een belastingmaatregel lopen uiteen van 52 procent van de totale stijging in financieringsaanbod in Minnesota[90] tot 53 tot 87 procent van de stijging in het Verenigd Koninkrijk (Boyns e.a., 2003). In hun literatuuroverzicht concluderen Carpentier en Suret (2016) dat ongeveer de helft van de geobserveerde stijging in financieringsaanbod na de invoering van een fiscale maatregel een extra stijging betreft die zonder de invoering van die maatregel niet had plaatsgevonden.

Een andere relevante vraag is tot in hoeverre de door de belastingmaatregel tot stand gebrachte vergroting van het financieringsaanbod valt toe te schrijven aan nieuwe investeringen gedaan door onervaren nieuwkomers (dumb money) of door ervaren business angels (smart money). In Minnesota blijkt 80 procent van de investeerders geen eerdere ervaring met angel investeringen te hebben (EDR Group, 2014). Uit een wat ouder onderzoek uit het Verenigd Koninkrijk blijkt 26 procent van de investeerders te kwalificeren als een smart money investeerder (Boyns e.a., 2013). Op basis van dit beperkt aantal onderzoeken wordt door Carpentier en Suret (2016) gesteld dat ongeveer 20 procent van de investeerders die gebruik maakt van de belastingmaatregel een ervaren business angel (smart money) betreft.

Bovenstaande onderzoeken houden vaak geen rekening met de hefboomwerking die kan optreden (door de extra investering kunnen ook weer andere financieringsbronnen worden aangeboord). Alleen het onderzoek uitgevoerd in Minnesota heeft een poging gedaan om dit hefboomeffect te meten[91]. De resultaten tonen dat de hefboomwerking substantieel kan zijn: in de periode 2010-2012 werd in Minnesota $34.2 miljoen aan de belastingmaatregel voor business angels gespendeerd waardoor in totaal $71.7 miljoen in angel investeringen werd gepleegd en vervolgens $34.9 miljoen aan extra financiering uit andere financieringsbronnen werd opgehaald. Kortom, voor elke dollar die uitgegeven werd aan de belastingmaatregel stond $1.09 die door de business angels uit eigen zak werd geïnvesteerd en nog eens $1.02 extra financiering uit andere financieringsbronnen. Meer

[88] Zie http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/siding_with_the_angels.pdf
[89] Zie http://www.revenue.state.mn.us/research_stats/research_reports/2014/evaluation_of_the_mn_angel_tax_credit_program.pdf
[90] Zie http://www.revenue.state.mn.us/research_stats/research_reports/2014/evaluation_of_the_mn_angel_tax_credit_program.pdf
[91] Zie http://www.revenue.state.mn.us/research_stats/research_reports/2014/evaluation_of_the_mn_angel_tax_credit_program.pdf

onderzoek naar deze hefboomwerking is gewenst om zo een completer beeld van het effect van de belastingmaatregelen op het financieringsaanbod te krijgen.

2. Effecten op de onderneming

Het bestuderen van de effecten van de belastingregeling op ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt is niet eenvoudig omdat vaak gegevens op ondernemingsniveau ontbreken of lastig te ontsluiten zijn. Veelal wordt daarom gebruik gemaakt van enquêtes onder ondernemingen. Het probleem hierbij is dat onsuccesvolle ondernemingen na een aantal jaren zijn verdwenen en daarom niet kunnen deelnemen aan de enquête. Ook indien de onderneming nog bestaat en gegevens beschikbaar zijn is het lastig om te bepalen welk deel van het succes van ondernemingen toegeschreven kan worden aan de belastingmaatregel (ook zonder de belastingmaatregel zou de onderneming bijvoorbeeld nieuwe investeringen in materiële vaste activa hebben gedaan of nieuw personeel hebben aangetrokken). Veel onderzoeken nemen dit effect niet mee en overschatten daarmee het effect van de belastingmaatregel op de onderneming waarin geïnvesteerd wordt. Een uitzondering wordt gevormd door een onderzoek naar de effecten van een belastingmaatregel in Illinois (VanMetre, 2012). In dit onderzoek wordt getoond dat maar 33 procent van de geobserveerde stijging in investeringen in materiele vaste activa is toe te schrijven aan de belastingmaatregel.

Een aantal studies kijkt naar de effecten van de belastingmaatregel op de werkgelegenheid (zie bijvoorbeeld Sakai en Bird, 2005 voor Hawaii; Hellman en Schure, 2010 voor British Columbia; EDR Group, 2014 voor Minnesota). Helaas kijkt geen van deze studies naar de extra werkgelegenheid die is toe te schrijven aan de belastingmaatregel. Tevens houdt geen van deze studies rekening met wat er gebeurd zou zijn als het geld gemoeid met de belastingmaatregel anders zou zijn aangewend. Carpentier en Suret (2016) concluderen daarom in hun literatuuroverzicht dat er geen betrouwbare studies naar de werkgelegenheidseffecten van belastingregelingen voorhanden zijn.

Verschillende studies kijken naar het effect van de belastingregeling op operationele en financiële prestaties van de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt. De onderneming die geld onder de belastingregeling heeft aangetrokken investeert op de korte termijn meer in materiële vaste activa. Dit is een logisch gevolg van de kapitaalinjectie: een deel van het aangetrokken wordt aangewend ter investering in materiële vaste activa (zie bijvoorbeeld Cowling e.a., 2009 voor het Verenigd Koninkrijk en Levratto en Tessier, 2016 voor Frankrijk). Er is echter geen bewijs dat deze ondernemingen op de langere termijn sneller groeien, meer winstgevend zijn, een hogere productiviteit kennen of ten tijde van de verkoop van de aandelen in de onderneming een beter rendement op investering opleveren dan andere soortgelijke ondernemingen (Carpentier en Suret, 2016). Dit staat in scherp contrast met het positieve effect van business angels op de financiële en operationele prestaties waarin zij investeren (zie OECD, 2016). Een mogelijke verklaring is dat de belastingregelingen voornamelijk onervaren nieuwkomers (dumb money investeerders) aantrekken die niet in staat blijken om de ondernemingen met raad en daad bij te staan zoals ervaren business angels (smart money investeerders) doen.

3. Macro-economische effecten

Voor beleidsmakers is het relevant om te weten of de kosten die gemoeid zijn met de belastingregelingen zichzelf uiteindelijk terugverdienen. De effecten van de belastingregelingen kunnen verder reiken dan alleen de betrokken investeerders en ondernemingen. Zo kan het bijdragen aan het scheppen van een ecosysteem waarin ondernemerschap wordt bevorderd en de financiering van jonge, startende, snelgroeiende ondernemingen met goede ideeën wordt gefaciliteerd. Het is bijzonder moeilijk om alle belastingimplicaties en neveneffecten in kaart te brengen. EDR Group

(2014) heeft voor de Amerikaanse staat Minnesota een uitgebreide kosten-baten analyse gemaakt door de kosten van de belastingregeling af te zetten tegen de verhoogde belastinginkomsten die de onderneming weet te generen door onder meer de extra verkopen (BTW ontvangsten), extra werkgelegenheid (meer inkomstenbelasting), en extra winsten (meer vennootschapsbelasting). De conclusie van deze studie is dat de kosten niet opwegen tegen de baten en dat er sprake is van een terugverdientijd van meer dan 10 jaar. Tuomi en Boxer (2015) maken gebruik van een minder verfijnde methodologie ter bestudering van de belastingmaatregelen in Maryland en Wisconsin en komen echter tot de conclusie dat in beide gevallen er sprake is van netto economische voordelen.

5.5 Conclusies en aanbevelingen

In dit hoofdstuk zijn verschillende beleidsinstrumenten besproken die kunnen worden ingezet ter stimulering van de business angel markt: belasting- en subsidiemaatregelen, het ondersteunen van business angel netwerken, het subsidiëren van trainingen voor ondernemers en (beginnende) investeerders en het als overheid met marktpartijen mee-investeren in ondernemingen of investeringsfondsen. In Nederland wordt gebruik gemaakt van twee co-investeringsregelingen (SEED Capital regeling en het Dutch Venture Initiative (DVI)) en van een Business Angel Programma ter organisatie van voorlichtingsbijeenkomsten voor ondernemers en beginnende business angels. Tot eind 2012 was er ook een fiscale maatregel ter bevordering van durfkapitaalleningen (Tante Agaathleningen).

Het is vaak lastig om tot een goede evaluatie van deze beleidsinstrumenten te komen doordat een duidelijke doelstelling ontbreekt en/of er geen systematische gegevensverzameling plaatsvindt. Daarnaast is er ook sprake van drie methodologische uitdagingen. Ten eerste worden regelingen vaak samen met andere (flankerende) regelingen ingevoerd waardoor niet eenvoudig is te isoleren wat het effect van die ene regeling nu precies is geweest. Ten tweede moeten de effecten van de regeling vergeleken worden met een scenario waarin het geld gemoeid met de regeling op een andere manier zou zijn ingezet (bijvoorbeeld in plaats van de fiscale maatregel had het geld ook kunnen worden gestoken in een co-investeringsregeling). Ten derde moeten de effecten worden vergeleken met de autonome ontwikkeling (wat zou er gebeurd zijn indien de regeling niet was ingevoerd?).

Wetenschappelijke evaluatiestudies verschillen vaak in opzet en methodologie. Niet alle studies houden evenveel rekening met bovengenoemde methodologische uitdagingen. De studies geven dan ook vaak een gemêleerd beeld als het gaat om de effectiviteit van de verschillende beleidsmaatregelen. Er is voldoende onderzoek beschikbaar om tot een conclusie te komen betreffende co-investeringsregelingen en fiscale- en subsidiemaatregelen. Co-investeringsregelingen blijken veelal succesvol indien er sprake is van een bij aanvang goed ontwikkelde markt voor vroege fase financiering. Op die manier kan op ervaren marktpartijen worden vertrouwd om goede investeringsmogelijkheden te identificeren. In Nederland worden dergelijke co-investeringsregelingen al met succes toegepast en heeft tot een vergroting van de markt voor risicokapitaal geleid (Deuten e.a., 2012).

Fiscale- en subsidiemaatregelen leiden in de onderzochte landen tot een verruiming van het financieringsaanbod. Nagenoeg de helft van de stijging in investeringen door particuliere investeerders valt toe te schrijven aan de belasting of subsidiemaatregel. Een kanttekening is wel dat de meeste van deze regelingen niet specifiek gericht zijn op business angels (smart money investeerders). Het merendeel van de investeerders die gebruik maakt van de regeling zijn nieuwkomers die vaak voor de eerste keer in niet-beursgenoteerde ondernemingen investeren. Om effect te sorteren dient de overheid de regeling voldoende onder de aandacht van ondernemers en

investeerders te brengen en de regeling over langere tijd te bestendigen. De fiscale maatregelen blijken vaak slechts een bescheiden positief effect te hebben op de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt. Een mogelijke verklaring is dat vooral onervaren investeerders (dumb money investeerders) en nieuwkomers (virgin angels) door de regeling worden aangetrokken. Deze onervaren investeerders zijn onvoldoende in staat om de onderneming na investering met raad en daad bij te staan. De ervaren business angels (smart money investeerders) zijn wellicht minder gevoelig voor fiscale prikkels en investeren alleen indien de onderneming voldoende 'investeringsrijp' is. De kosten van de regeling wegen op de korte termijn veelal niet op tegen de baten. Het is lastig om alle neveneffecten van de regelingen goed in kaart te brengen. De terugverdienperiode van fiscale regelingen is lang.

In Nederland wordt de invoering van een fiscale maatregel aanbevolen in een recent rapport van McKinsey & Company om zo de financiering van het MKB te bevorderen (aanbeveling 7)[92]. Het kabinet heeft per 2017 € 50 miljoen structureel beschikbaar gesteld voor het stimuleren van startups en het MKB en in de motie Mulder wordt opgeroepen om hierbij de particuliere vermogens te mobiliseren[93]. Wij bevelen in dit kader het volgende aan. Alleen een doelgerichte en gedoseerde interventie gericht op business angels (smart money investeerders) verdient gelet op de ervaringen in het buitenland aanbeveling. Ook dient te worden bekeken of het geld dat gemoeid is met een dergelijke belastingmaatregel niet beter op een andere manier (bijvoorbeeld in al bestaande co-investeringsregelingen) kan worden besteed zoals het kabinet ook voorstelt[94]. Tevens bevelen wij aan om te komen tot een betere en systematische dataverzameling. Dit is onontbeerlijk om een goed zicht te krijgen op de business angel markt in Nederland. Zonder beter zicht op de business angel markt kan een directe of indirecte interventie verstorend werken en dus mogelijk verkeerd uitpakken. Om deze gegevensverzameling te stimuleren kan worden gedacht aan het (al dan niet gesubsidieerd) vergaren van informatie over het zichtbare deel van de markt via Investeerdersclubs en BAN's en/of het verplicht verstrekken van gegevens als voorwaarde voor investeerders die gebruik maken van fiscale regelingen of een co-investeringsregeling.

[92] Zie https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2014/07/08/kamerbrief-aanvullend-actieplan-mkb-financiering.
[93] Zie https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-34300-XIII-28.html
[94] Zie https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2016/05/24/prins-constantijn-volgt-neelie-kroes-op-als-startupambassadeur

6. Conclusies en aanbevelingen

Dit rapport biedt een overzicht van onze bestaande kennis over de Nederlandse business angel markt en een verkenning van een nieuwe onderzoeksmethode om deze markt in de toekomst beter in kaart te brengen. Tevens is in dit rapport aandacht besteed aan de instrumenten welke in het buitenland worden toegepast om de groei van business angel markt te stimuleren. In dit afsluitende hoofdstuk bespreken wij de voornaamste conclusies en aanbevelingen.

Op weg naar een nieuwe onderzoeksmethode

Toekomstig onderzoek dient zich te bedienen van een nieuwe methode die in staat is om zowel het zichtbare als onzichtbare deel van de business angel markt te kwantificeren en inzicht verschaft in de mate van 'smart money'. Door een geïntegreerde benadering waarbij gegevens worden verzameld via business angels en ondernemingen, kunnen de aard, omvang en impact van business angels in Nederland in kaart worden gebracht. Primaire dataverzameling via business angels kan vragen beantwoorden over de aard en omvang van de business angel markt in Nederland en met name inzichten bieden over het investeringsgedrag van business angels, de focus op bepaalde sectoren en de manier waarop business angels financiering verstrekken aan ondernemingen. Primaire dataverzameling via ondernemingen kan inzichten bieden over de mate waarin business angels hebben gefungeerd als mentor of adviseur en de mate waarin zij hun netwerken beschikbaar hebben gesteld aan de ondernemingen waarin zij investeren. Daarnaast kan de relatieve belangrijkheid van business angels worden bepaald voor verschillende groepen aan ondernemingen, de mate waarin wordt voorzien in de financieringsbehoefte en de eventuele complementariteit tussen alternatieve vormen van financiering en die vanuit business angels.

Naast de meer traditionele methoden om data te verzamelen via de vraag- en aanbodzijde, kan ook de inzet van moderne technieken zoals apps en conference trackers worden overwogen. Zo kan de ontwikkeling van een investeringswijzer als een belangrijk platform van informatieverschaffing fungeren en een aantrekkelijke manier vormen – bij intensief gebruik - om de aard en de omvang van de business angel markt in kaart te brengen. Wij komen in dit kader tot de volgende vijf aanbevelingen:

1. Breng periodiek de business angel markt in Nederland in kaart. Zorg voor een geïntegreerde en systematische aanpak met dataverzameling vanuit zowel de vraag- als aanbodzijde van de markt.

2. Begin met een inschatting te maken van het aantal actieve business angels door extrapolatie van bestaande leden van de BAN's. Doe dit op basis van een valide verhouding tussen het zichtbare en onzichtbare deel van de markt.

3. Start met de opzet van een representatieve panel van 500 business angels in Nederland. Gebruik voor de opzet en uitvoering nieuwe technieken van dataverzameling zoals bijvoorbeeld apps of conference trackers. Deze methode geeft een goed beeld van de aanbodzijde van de markt.

4. Investeer in primaire dataverzameling bij ondernemingen. Ontwikkel een ondernemerspanel van 5000 bedrijven. Onderzoek hiervoor de aansluiting bij bestaande onderzoeksprojecten. Deze methode geeft een goed beeld van de vraagzijde van de markt.

5. Zorg voor periodieke terugkoppeling en rapportage van dataverzameling via platforms van business angels, sociale media en landelijke media.

Op weg naar een beleidsaanpak: lessen uit het buitenland

Er zijn verschillende beleidsmaatregelen te onderscheiden zoals het subsidiëren (van de oprichting) van business angel netwerken, het subsidiëren van voorlichtingsbijeenkomsten voor ondernemers en/of (beginnende) investeerders om ze meer bewust te maken van business angel investeringen, fiscale maatregelen en co-investeringsregelingen. Deze maatregelen kunnen elkaar onderling versterken in het effect op de business angel markt (SAGPA, 2013). Zo kunnen business angel netwerken tot ontwikkeling worden gebracht en deze vervolgens een rol spelen bij het organiseren van voorlichtingsbijeenkomsten voor beginnende investeerders. Fiscale regelingen kunnen beginnende investeerders over de streep trekken om hun eerste investering in een niet-beursgenoteerd bedrijf te doen en vervolgens een actief lid te worden van een business angel netwerk. Het uiteindelijk doel van al deze maatregelen is te komen tot een goed ontwikkelde business angel markt en een bijdrage te leveren aan een florerend ecosysteem ter financiering van startende en innovatieve ondernemingen. Veel landen hebben dan ook één of meerdere van bovenstaande maatregelen omarmd. Zo zijn er meer dan 70 co-investeringsregelingen (EBAN, 2014) en meer dan 50 fiscale maatregelen (Carpentier en Suret, 2016) gedocumenteerd.

Het is echter opvallend hoe weinig beleidsmakers zich hebben verdiept in de effectiviteit van deze verschillende beleidsinstrumenten alvorens te besluiten deze te gaan gebruiken (van de zeven in dit rapport onderzochte landen vonden wij alleen in het geval van Finland een dergelijk onderzoek voorafgaand aan de invoering van de regeling). Tevens geven weinig beleidsmakers na de invoering van deze beleidsmaatregelen opdracht tot een kritische evaluatie ervan. Voor een belangrijk deel kan dit verklaard worden door de afwezigheid van systematische gegevensverzameling en de soms recente datum waarop de regelingen zijn ingevoerd. Daarnaast speelt een rol dat een wetenschappelijke verantwoorde studie naar de effectiviteit van deze regelingen niet eenvoudig is. Er zijn hierbij een drietal methodologische uitdagingen te noemen. Ten eerste worden regelingen vaak samen met andere (flankerende) regelingen ingevoerd waardoor niet eenvoudig is te isoleren wat het effect van die ene regeling nu precies is geweest. Ten tweede moeten de effecten van de regeling vergeleken worden met een scenario waarin het geld gemoeid met de regeling op een andere manier zou zijn ingezet (bijvoorbeeld in plaats van de fiscale maatregel had het geld ook kunnen worden gestoken in een co-investeringsregeling). Ten derde moeten ook de effecten worden vergeleken met de autonome ontwikkeling (wat zou er gebeurd zijn indien de regeling niet was ingevoerd?). Een best practice is de evaluatie van de fiscale maatregel in de Amerikaanse staat Minnesota waar men geprobeerd heeft deze methodologische uitdagingen aan te gaan[95].

In de meeste landen is het business angel beleid begonnen met het verstrekken van subsidies ter oprichting van business angel netwerken en het organiseren van voorlichtingsbijeenkomsten om ondernemingen meer investeringsrijp ('investment ready') te maken. In de beginperiode heeft het subsidiebeleid duidelijk effect gehad. In 1998 waren in Europa 52 BAN's en 10 jaar later was dit aantal meer dan vervijfvoudigd tot 298 BAN's (Mason, 2009). Vandaag de dag staan in de meeste Europese landen de business angel netwerken nu op eigen benen en kunnen ze zichzelf in stand houden met bijvoorbeeld het lidmaatschapsgeld van hun leden of de commissies die ze verdienen met het succesvol tot stand brengen van investeringen. Hiermee is in de meeste Europese landen een deel van de financiële infrastructuur nodig ter financiering van startende en innovatieondernemingen tot stand gebracht. Een kanttekening is echter wel dat de effectiviteit van deze netwerken van land tot land sterk kan verschillen.

[95] Zie http://www.revenue.state.mn.us/research_stats/research_reports/2014/evaluation_of_the_mn_angel_tax_credit_program.pdf

Vervolgens is in veel landen gekozen voor co-investeringsmaatregelen en/of fiscale maatregelen. Co-investeringsmaatregelen blijken in het bijzonder goed te werken in landen waar bij aanvang sprake is van al redelijk tot goed ontwikkelde business angel markt. Op die manier kan de overheid co-investeren samen met ervaren business angels die de selectie van de ondernemingen waarin geïnvesteerd zal worden kan worden toevertrouwd. Fiscale maatregelen presteren doorgaans minder goed. Veel landen hebben naar voorbeeld van de EIS en SEIS regeling uit het Verenigd Koninkrijk besloten fiscale maatregelen te treffen. Deze fiscale regelingen zijn soms ingevoerd en kort daarna afgeschaft (zoals in Finland), gedurende de jaren versoberd (zoals in Frankrijk) of ingevoerd, afgeschaft en hernieuwd ingevoerd (zoals in Zweden). De meeste van de belastingmaatregelen zijn gericht op particuliere investeerders en niet alleen business angels (smart money investeerders). Van de zeven onderzochte landen is er slechts één land (Turkije) waarbij belastingvoordelen alleen beschikbaar zijn voor business angels. Wetenschappelijk onderzoek naar fiscale stimulansen toont aan dat ze weliswaar het aanbod van risicodragend vermogen vergroten maar dit vergrote aanbod grotendeels is toe te schrijven aan het activeren van onervaren nieuwe investeerders (dumb money en virgin angels). De ervaren business angels baseren de keuze om al dan niet te investeren in de onderneming niet in hoofdzaak op de aanwezigheid van de fiscale stimulans. Er is weinig bewijs dat de fiscale maatregelen positieve effecten hebben op de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt. Dit kan wellicht worden verklaard doordat de belastingmaatregeling met name nieuwkomers activeert die de ondernemer onvoldoende met raad en daad kunnen bijstaan in het verder tot ontwikkeling brengen van de onderneming. Op korte termijn kosten deze fiscale maatregelen meer dan ze opbrengen. In één studie wordt gesproken over een terugverdientijd van meer dan tien jaar.

Wij komen tot de volgende vijf aanbevelingen:

6. Ontwikkel een doelgerichte en gedoseerde interventie gericht op business angels (smart money investeerders). Specificeer expliciet de doelstelling van de regeling. Zorg tevens voor een afgebakende definitie van wat onder een business angel wordt verstaan en wie daarmee gebruik kan maken van de regeling.

7. Kom tot een coherent en bestendig business angel beleid. Op deze manier kunnen marktpartijen erop vertrouwen dat de regeling in ieder geval voor een van te voren aangekondigd aantal jaren beschikbaar zal zijn.

8. Beoordeel voorafgaand aan de invoering van het instrument of het geld dat gemoeid is met de maatregel niet beter op een andere manier kan worden ingezet.

9. Zorg voor een betere en systematische dataverzameling voor de business angel markt in Nederland en laat dit uitvoeren door een onafhankelijke partij. Zonder beter zicht op de business angel markt kan een directe of indirecte interventie verstorend werken en dus mogelijk verkeerd uitpakken. Overweeg om het verstrekken van data als voorwaarde te verbinden aan fiscale en/of co-investeringsregelingen.

10. Laat door een onafhankelijke partij de effectiviteit van de regeling periodiek monitoren waarbij de aanbevelingen van de Commissie Theeuwes (2012) in acht moeten worden genomen.

Literatuurlijst

Onderzoeksrapporten

Braaksma, R.M., Smit, L. en Span, T., (2014). Informele investeerders en business angels in Nederland. *Panteia.* Te raadplegen via link: ondernemerschap.panteia.nl/main/download/id/A201426

Bureau Bartels B.V. (2011). Nulmeting Informal Investment. Te raadplegen via link: http://www.bureaubartels.nl/site/assets/files/1022/0391_nulmeting_ban_eindrapport.pdf

Business angels Netzwerk Deutschland. (2016). The European Business angel Market. *Business angels Europe.* Te raadplegen via link: http://www.businessangelseurope.com-/Knowledge%20Centre/Research%20%20Data/BAE,%20The%20European%20Business%20Angel%20Market.pdf

Commissie Theeuwes, 2012, *Durf te meten: Eindrapport expertwerkgroep effectmeting,* Ministerie van Economische Zaken, Den Haag. Te raadplegen via link: https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2012/11/23/aanbieding-eindrapport-expertwerkgroep-effectmeting-commissie-theeuwes-en-folder-agentschapnl-bedrijvenbeleid-in-cijfers

CSES (2012), *Evaluation of EU Member States' Business angel Markets and Policies*, Rapport. Te raadplegen via link: http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf

Deuten, J., C. Enzing, D.J. Fikkers, M. Ploeg en F. Zuijdam (2012), *Eindevaluatie TechnoPartner*, Rapport. Te raadplegen via link: http://www.technopolis-group.com/?report=evaluation-technopartner-programme

EBAN (2014), *Compendium of Co-Investment Funds with Business angels*, Rapport. Te raadplegen via link: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2015/01/Compendium-Co-Investment-Funds-2014-v1.pdf

OECD (2016), The role of business angels in SME finance in *Financing SMEs and Entrepreneurs: An OECD Scoreboard*, rapport. Te raadplegen via link: http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2016_fin_sme_ent-2016-en#page85

OECD (2016b), OECD Economic Surveys: Turkey 2016, Rapport. Te raadplegen via link: https://books.google.nl/books?id=3havDAAAQBAJ&pg=PA82&dq=evaluation+business+angels+turkey&hl=nl&sa=X&ved=0ahUKEwj3kYHMi8zSAhXIB8AKHWRLBBEQ6AEILTAC#v=onepage&q=D%C3%BCnya&f=false

Rikhof, P. en Mulder, W.W. (2011). Hoe Vind Ik Een Investeerder? *Ban Nederland.* Te raadplegen via link: http://www.bannederland.nl/wp-content/uploads/2016/12/HoeVindIkEenInvesteerder_978-90-89590725.pdf

SAGPA (2013), *Business angel, Co-Investment Funds and Policy Portfolios*, rapport. Te raadplegen via link: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2013/12/Business-angel-policies-in-Europe-report.pdf

Tornado Insider (2012). Informal Investment in Nederland, 1-meting. *Emerging Technology Research Europe Inc.* Te raadplegen via link: http://www.tornado-insider.com/files/anl_inf_1-meting_201205.pdf

Wetenschappelijke literatuur

Aernoudt, R., A. San José en J.Roure (2007), "Executive forum: Public support for the business angel market in Europe – A critical review", *Venture Capital* 9(1), blz. 71-84.

Boyns, N., M. Cox, R. Spires, en A. Hugues (2003), Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts, PACEC Report for Inland Revenue. Te raadplegen via link: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20080814090248/http:/hmrc.gov.uk/research/summary.pdf

Carpentier, C., en J-M. Suret (2016), The effectiveness of tax incentives for business angels in H. Landström and C. Mason (Eds.), *The Handbook of Research on Business angels*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, blz. 327-353.

Cerullo, B., en Sommer, B. (2002). Helping healthcare entrepreneurs: a case study of Angel Healthcare Investors, LLC. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 4(4), blz. 325-330.

Collewaert, V., S. Manigart en R. Aernoudt (2010), "Assessment of government funding of Business angel Networks in Flanders", *Regional Studies* 44(1), blz. 119-130.

Cowling, M., G. Murray en P. Bates (2009). Promoting equity flows into smaller businesses: the UK Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts in R. Baptista and J. Leitao (Eds.), *Public Policies for Fostering Entrepreneurship: A European Perspective*, New York: Springer, blz. 207-230.

EDR Group Inc. (2014), *Evaluation of the Minnesota Angel Tax Credit Program: 2010-2012*, Rapport voor de Minnesota Department of Revenue, Economic Development Group, Boston: MA. Te raadplegen via link: http://www.revenue.state.mn.us/research_stats/research_reports/2014/evaluation_of_the_mn_angel_tax_credit_program.pdf

Harrison. R.T. en C.M. Mason, (1996). "Developing the informal venture capital market: A review of the Department of Trade and Industy's informal investment demonstration projects", Regional Studies 30(8), blz. 765-771.

Hayton, K., T. Graham, V. Percy, C. Boyd en K. Latimer (2008), Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund: A Report to Scottish Enterprise, Rapport. Te raadplegen via link: http://www.evaluationsonline.org.uk/evaluations/Search.do?ui=basic&action=show&id=32

Hellmann, T. en P. Schure (2010), *An Evaluation of the Venture Capital Program in British Columbia*, rapport voor het Ministry of Small Business, Technology and Economic Development, Vancouver.

Hellmann, T., I. Ilyaszade en T. Lee (2010), Angels in British Columbia: Preliminary survey results, Working paper, University of British Columbia.

Karaarslan, M., Y. Bayar en C. Özdeveci, "Post-Investment Contribution of business angels from the investee perpective in Turkey", International Journal of Business Administration 7(3), blz. 44-56. Te raadplegen via link: http://www.sciedupress.com/journal/index.php/ijba/article/viewFile/9400/5701

Knyphausen-Aufsess, D. en R. Westphal (2008), "Do business angel networks deliver value to business angels?", *Venture Capital* 10(2), blz., 149-169.

Lahti, T. en H. Keinonen (2016), Business angel networks: A review and assessment of their value to entrepreneurship in H. Landström en C. Mason (Eds.), *The Handbook of Research on Business angels*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, blz. 354-378.

Landström, H. en Mason, C (eds). (2016), Handbook of Research on Business angels, Cheltenham: Edward Elgar Publishing

Levratto, N. en L. Tessier (2016), "La croissance des PME est-elle favorisée par les Business angels? Une analyse à partir du cas français en 2008 et 2009", *Innovations, Revue d'économie et de management de l'innovation*, 49(1), blz. 141-176.

Mason, C.M. (2009), "Public policy support for the informal venture capital market in Europe", *International Small Business Journal*, 27 (5), blz. 536-556.

Mason, C. (2016), Researching business angels: definitional and data challenges. *Handbook of Research on Business angels*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, blz. 25-27.

Mason, C.M. en Botelho, T. (2014). The 2014 survey of business angel investing in the UK: a changing market place. *Adam Smith Business School, University of Glasgow.* Te raadplegen via link: http://www.glasgowheart.org/media/media_362647_en.pdf

Mason. C.M. en R.T. Harrison (1999), Public policy and the development of the informal venture capital market: UK experience and lessons for Europe in K. Cowling (Ed.), Industrial Policy in Europe, London: Routledge, blz. 199-223.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. Venture Capital, 10(4), 309-330.

Morrissette, S. G. (2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 52-66.

NEOVIAN (2012), *Performance des Anges en France*, Rapport.

Sakai, M. en B. Bird (2005), "Measuring the costs and benefits of Hawaii's Qualified High Technology Business (QHTB) Investment Tax Credit", Appendix B van de Tax Review Commission. Te raadplegen via link: http://files.hawaii.gov/tax/stats/trc/docs2007/Final_Report-Appendix_B.pdf

Sahlman, W., & Richardson, E. (2010). The changing face of angel investing. Via https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2018546

Sørheim, R., & Landström, H. (2001). *Informal investors-A categorization, with policy implications.* Entrepreneurship & Regional Development, 13(4), 351-370.

Teker, S. en D. Teker (2016), "Venture capital and business angels: Turkish case", *Procedia* 235, blz. 630-637.

Tillväxtanalys (2013), *Business angels, Co- Investment Funds and Policy Portfolios*. Rapport. Te raadplegen via link: https://www.tillvaxtanalys.se/in-english/publications/reports/reports/2013-12-16-business-angels-co-investment-funds-and-policy-portfolios.html.

Tuomi, K. en B. Boxer (2015), "The costs and benefits of early –stage business tax credits: A case study of two US states", *Venture Capital* 17(3), blz. 263-270.

Van Burg, E. (2011). *Kwaliteitscriteria voor ontwerpgericht wetenschappelijk onderzoek*. In J. van Aken & D. Andriessen (Eds.), Handboek ontwerpgericht wetenschappelijk onderzoek: Wetenschap met effect (pp. 146-164). Den Haag: Boom Lemma

Wilson, K.E. en F. Silva (2013), *Policies for Seed and Early Stage Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 9. Te raadplegen via link: http://www.sseriga.edu/files/content/oecd_policy_paper_on_seed_and_early_stage_finance.pdf

Auteurs

Prof. Dr. Justin Jansen

Professor Justin Jansen is hoogleraar Corporate Entrepreneurship aan de RSM en academisch directeur van ECE. Zijn onderzoek naar strategisch leiderschap, ondernemerschap, innovatie en scale-ups is gepubliceerd in prominente internationale wetenschapsbladen. Hij wordt gezien als een van de top 100 toonaangevende hoogleraren op het gebied van ondernemerschap en zal naar verwachting een cruciale rol in de ontwikkeling en begeleiding van toekomstige ondernemers spelen.

Prof. dr. Peter Roosenboom

Professor Peter Roosenboom is hoogleraar Entrepreneurial Finance & Private Equity aan de RSM. Hij heeft zich gespecialiseerd in durfkapitaal, Private Equity, financiële technologie en MKB financiering. Hij is tevens redactielid van verschillende wetenschappelijke tijdschriften en vakgroepsvoorzitter van de vakgroep Finance van de RSM. Hij is (co-)auteur van verschillende rapporten in opdracht van het Ministerie van Financiën en het Ministerie van Economische Zaken. Tevens heeft hij op verzoek van de Vaste Kamercommissie voor Financiën deelgenomen aan het rondetafelgesprek over Private Equity in Nederland in 2015.

Jeroen Veenenbos, Msc.

Jeroen Veenenbos is directeur Onderzoek en Onderwijs aan het Erasmus Centre for Entrepreneurship (ECE). Vanuit deze rol is hij o.a. actief als docent ondernemerschap voor zowel bachelor, master als MBA studenten. Daarnaast leidt hij ECE's startup programma, Get Started alsmede de trainingsactiviteiten voor bestaande organisaties zoals ING, Eneco en Alliander. Tevens werkt hij actief samen met Professor Justin Jansen rondom het jaarlijkse Scale-Up Dashboard van ECE en RSM, een onderzoek naar snelgroeiende bedrijven in Nederland.

Michelle van Ostaijen

Michelle van Ostaijen is Research Assistant aan het Erasmus Centre for Entrepreneurship, mede verantwoordelijk voor kennispublicaties van ECE. Hiervoor heeft zij gewerkt bij twee grote spelers in de FMCG-industrie: te weten Perfetti van Melle en Cloetta. Daarnaast schreef zij als journalist voor zakelijke titels als 'Ondernemen in 100 dagen' en schrijft content voor onder andere www.ece.nl en www.thejeurnalist.com.

Adviseur in dit onderzoek

Peter Vervest is hoogleraar Information Management & Networks aan de RSM, voorzitter van het onderzoeks-programma "Complexiteit" van de Nederlandse Organisatie voor Wetenschappelijk Onderzoek (NWO) en sinds 2000 tevens partner van het in Nederland en Siliconvalley gevestigde D-Age. Daarnaast heeft hij verschillende boeken gepubliceerd zoals "Smart Business Networks" (Springer, 2004) en "The Network Experience" (Springer, 2009).