

**EINDRAPPORT ONDERZOEKSPROJECT : EEN EVALUATIE
VAN DE EFFICIËNTIE VAN OVERHEIDSSUBSIDIES
AAN BUSINESS ANGEL NETWERKEN***

Sophie Manigart - Universiteit Gent, Vlerick Leuven Gent Management School
Veroniek Collewaert en Lotte Goossens - Universiteit Gent

17 augustus 2006



* Bij deze wensen we de vier BAN-netwerken (Bizzbees, FBN, Limburg BAN en Vlerick BAN) te danken voor hun medewerking en BAN Vlaanderen te danken voor de kritische wisselwerking.

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave.....	2
1. Inleiding.....	3
2. Argumenten pro en contra overheidsinterventie in de informele risicokapitaalmarkt	4
3. Overheidsinterventie in de informele risicokapitaalmarkt : Business Angels netwerken.....	8
4. Situering : Belgische BANs in Europa.....	9
4.1. Europese vergelijking in 2003.....	10
4.2. Europese vergelijking in 2004.....	11
5. Onderzoeksopzet.....	13
6. Methode en resultaten.....	14
6.1. Subsidiëring van BANs in Vlaanderen.....	14
6.2. Interviews met begunstigden van de subsidiëring.....	14
6.2.1. Interviews met Business Angels (BAs).....	15
6.2.2. Interviews met ondernemers van BA-gesteunde ondernemingen.	31
6.2.3. Conclusies op basis van de interviews met BAs en ondernemers..	41
6.3. Performantievergelijking van BA-gesteunde en niet-BA-gesteunde ondernemingen.....	43
6.3.1. Samenstelling van de steekproeven.....	43
6.3.2. Beschrijving van de steekproeven.....	44
6.3.3. Hoe meten we performantie ?.....	45
6.3.4. Bespreking van de resultaten.....	46
6.3.5. Conclusie performantievergelijking.....	50
7. Algemene conclusie.....	53
8. Referenties.....	55

1 Inleiding

Wereldwijd werden tijdens de laatste 20 jaren programma's gelanceerd om ondernemerschap te stimuleren. Een groot deel van deze maatregelen zijn erop gericht de financierings-moeilijkheden waarmee jonge en/of snelgroeïende ondernemingen typisch geconfronteerd worden, te reduceren. Voorbeelden in de Verenigde Staten zijn het Small Business Investment Company programma en het Small Business Innovation Research Programma (Lerner, 1999), terwijl de Europese Commissie het Risk Capital Action Plan heeft geïntroduceerd (European Commission, 2003). Daar waar deze maatregelen initieel vooral gericht waren op de formele risicokapitaalmarkt, werden recentelijk ook meer en meer initiatieven geïntroduceerd om de informele risicokapitaalmarkt te stimuleren (European Commission, 2003; Lerner, 1998). Tot deze laatste maatregelen behoort ook het subsidiëren van Business Angel Netwerken (BANs), waarvan het voornaamste doel is het voorzien van een communicatiekanaal tussen investeerders en ondernemers. Tussen 1999 en 2004 heeft de Vlaamse overheid € 850.000 gespendeerd aan de subsidiëring van de werking van vier Vlaamse BANs, de enige BANs in Vlaanderen op dat ogenblik. De vraag die in dit onderzoek wordt behandeld is of dit nuttig besteed overheidsgeld is, m.a.w. of deze BANs een maatschappelijk rendement geven dat hoger is dan het overheidsgeld dat eraan gespendeerd werd.

2 Argumenten pro en contra overheidsinterventie in de informele risicokapitaalmarkt

Het voornaamste argument dat gehanteerd wordt ter rechtvaardiging van overheidsinterventie, ongeacht de specifieke vorm ervan, is het bestaan van een marktfaling. Deze faling kan veroorzaakt worden door verscheidene factoren, zoals grote asymmetrische informatie, veel onzekerheid, toenemende schaalvoordelen, externaliteiten of publieke goederen (Dollery, 1994). Marktfaling als gevolg van informatie-asymmetrieën, onzekerheid en schaalvoordelen, in combinatie met het gepercipieerde belang van jonge en/of snelgroeiende bedrijven voor economische ontwikkeling en groei, vormt het belangrijkste argument voor overheidsinterventie in de risicokapitaalmarkt (Lerner, 1998). Beide argumenten worden hierna in meer detail besproken.

Het eerste, en meest frequent, aangehaalde argument is dat van **marktfaling** in de risicokapitaalmarkt. Meer bepaald worden in de literatuur twee inefficiënties aangehaald die deze markt karakteriseren: een kapitaalkloof en een informatiekloof (vb. Wetzel, 1987; Harrison & Mason, 1999; Sohl, 2003). Er zou, ten eerste, een kloof zijn tussen vraag en aanbod van kapitaal voor ondernemingen in een vroege levensfase, de zogenaamde *kapitaalkloof*. In deze veronderstelling is de vraag naar financiering door jonge ondernemingen groter dan het beschikbaar aanbod van financiering voor deze ondernemingen.¹ De kapitaalkloof zou als volgt verklaard kunnen worden. In de literatuur wordt het algemeen aanvaard dat jonge en/of snelgroeiende ondernemingen geconfronteerd worden met aanzienlijke financieringsmoeilijkheden te wijten aan asymmetrische informatie en de onzekere omgeving waarin ze werkzaam zijn (Berger & Udell, 1998). Aangezien deze bedrijven typisch geen *track record* (voorgeschiedenis) hebben, nog geen winsten genereren en over onvoldoende materiële activa beschikken, hebben ze doorgaans moeilijk toegang tot publieke kapitaalmarkten of bankfinanciering. Bijgevolg moeten ze hun toevlucht nemen tot bronnen van private financiering, zijnde intern gegenereerde cashflows, business angels (BAs) of formele risicokapitaalverschaffers (Berger & Udell, 1998). Zeer weinig bedrijven krijgen echter formeel risicokapitaal (*venture capital* - VC). VC is vooral moeilijk te verkrijgen voor

¹ Er wordt echter steeds vaker beweerd dat de kapitaalkloof eerder te wijten is aan een gebrek aan kwaliteitsvolle investeringsvoorstellen dan aan een gebrek aan beschikbaar kapitaal (vb. Mason & Harrison, 2002).

heel jonge ondernemingen of ondernemingen die slechts kleine financieringsbedragen nodig hebben. De reden hiervoor ligt in het recente verschijnsel dat VCs meer en meer hun focus verschuiven naar grotere en oudere investeringen, omwille van schaalvoordelen verbonden aan het selectie- en opvolgingsproces (Lockett et al., 2002; European Commission, 2003). Bovendien zijn VC investeringen ook typisch geconcentreerd binnen een bepaalde regio en/of industrie (Lerner, 2002; Mason & Harrison, 2003).

Naast een kapitaalkloof, zou de risicokapitaalmarkt ook gekenmerkt worden door informatieproblemen, de *informatiekloof*. Enerzijds zijn ondernemers niet steeds volledig op de hoogte van het gamma aan mogelijke financieringsbronnen dat hen ter beschikking staat en de kenmerken ervan (Van Auken, 2001). En zelfs al kennen ondernemers alle financierings-mogelijkheden, dan nog ervaren ze soms problemen in het lokaliseren van potentiële investeerders. Anderzijds worden investeerders ook geconfronteerd met informatieproblemen. Ze worden namelijk ten eerste geconfronteerd met de asymmetrische informatie die deze jonge en/of snelgroeiende bedrijven typeert en ten tweede hebben ze ook vaak moeilijkheden om waardevolle investeringsopportunities te vinden (Mason & Harrison, 2002). Deze informatieproblemen zijn nadrukkelijker aanwezig in de informele dan de formele risicokapitaalmarkt door de gefragmenteerde en inherent onzichtbare aard van die eerste (Freear et al., 2002). Met andere woorden, substantiële zoek- en informatiekosten verhinderen de ontwikkeling van de informele risicokapitaalmarkt.

Het tweede gehanteerde argument ter verdediging van overheidsinterventie in de risicokapitaalmarkt is het belang van jonge en/of snelgroeiende bedrijven voor de **economische ontwikkeling en groei**. Deze ondernemingen worden vaak “de motors van innovatie, technologieontwikkeling en economische groei” genoemd (Florida & Smith, 1993, p. 61). Een tekort aan kapitaal kan negatieve gevolgen hebben voor hun investeringen, waarvan R&D investeringen de meest relevante zijn vanuit een beleidsstandpunt (Lerner, 1999; 2002) omwille van de externaliteiten die met dit soort investeringen gepaard gaan (*R&D spillovers* genoemd). Dit houdt in dat deze investeringen zowel private als bredere maatschappelijke rendementen met zich mee kunnen brengen. Daardoor zou enige vorm van overheidshulp gerechtvaardigd kunnen worden.

Niettegenstaande de omvangrijke literatuur die overheidsinterventie tracht te rechtvaardigen, is er een minstens even omvangrijke literatuur die het marktfalingargument tracht te weerleggen (vb. Wolf, 1979; Le Grand, 1991). Meer bepaald veronderstellen deze critici dat overheidsinitiatieven niet altijd hun vooropgestelde doelstellingen bereiken omwille van **overheidsfaling**. Zo wordt bijvoorbeeld gesteld dat overheden niet in staat zijn vooropgestelde resultaten te behalen door de inmenging van belangengroepen die hun eigen welvaart trachten te maximaliseren, eerder dan het algemeen belang (Dollery, 1994).

Het debat met betrekking tot het al dan niet gerechtvaardigd zijn van overheidsinterventie reikt echter veel verder dan het domein van de politieke economie. In het voorbije decennium hebben verscheidene auteurs de nood aan overheidsinterventie in de risicokapitaalmarkt in vraag gesteld. Overheidsinterventie kan in deze context verscheidene vormen aannemen en kan zowel direct als indirect zijn. Directe maatregelen omvatten het rechtstreeks voorzien van fondsen aan jonge en/of snelgroeiende bedrijven of VC bedrijven en het voorzien van financiële stimuli om te investeren in beide types van bedrijven. Indirecte maatregelen omvatten diegene die de institutionele omgeving waarin zowel investeerders als ondernemers werkzaam zijn, reguleren (OECD, 1997). Desondanks het grote aantal overheidsmaatregelen zijn evaluaties van overheidsinitiatieven in de risicokapitaalcontext eerder zeldzaam, wat betreurenswaardig is gezien de bedragen die hieraan gespendeerd worden (Lerner, 1999). Er zijn echter uitzonderingen. Lerner (1999) toont bij voorbeeld aan dat bedrijven die subsidies kregen onder het Amerikaanse 'Small Business Innovation Research Programme' significant sneller groeiden op vlak van verkopen en werknemers dan hun gematchte tegenpolen. Het weze wel opgemerkt dat men hier rekening moet houden met aanzienlijke industrie- en geografische effecten. Meer bepaald bleek de superieure performantie beperkt tot ondernemingen in gebieden met een sterk ontwikkelde VC activiteit en kwam ze sterker tot uiting in high-tech industrieën. Leleux en Surlemont (2003) tonen aan dat publieke VCs niet leiden tot de ontwikkeling van een industrie (dus geen 'seeding'), noch private VCs verdringen. Meer zelfs, hun aanwezigheid leidt tot grotere bedragen die in VC geïnvesteerd worden. Florida en Smith (1993) daarentegen vermelden verscheidene studies die aantonen dat publieke VC programma's consistent slechter presteren dan private en dit op elke relevante performantiedimensie. Het huidig onderzoek draagt dus bij tot het begrip van de efficiëntie van en nood aan overheidsinterventie in de

risicokapitaalmarkt. Meer bepaald bestuderen we de efficiëntie van overheidssubsidies aan BANs, wat nog nooit eerder onderzocht werd.

3 Overheidsinterventie in de informele risicokapitaalmarkt: Business Angel Netwerken

Gegeven de gepercipieerde falen in de risicokapitaalmarkt en de bijdrage van jonge en/of snelgroeiende bedrijven aan economische ontwikkeling en groei, hebben overheden een gamma aan initiatieven ontwikkeld ter bevordering van deze markt. Deze maatregelen richtten zich vroeger hoofdzakelijk op de formele risicokapitaalmarkt, maar recentelijk werden er meer en meer maatregelen ontwikkeld ter stimulering van de informele risicokapitaalmarkt (Europese Commissie, 2003; Lerner, 1998). Tot deze categorie van maatregelen behoort ook het subsidiëren van de operationele werking van BANs.

Europa telt op dit moment 231 BANs (EBAN, 2005a), waarvan ongeveer 68% subsidies heeft ontvangen van regionale, nationale of EU overheden (EBAN, 2005b). De Europese Unie heeft verscheidene instrumenten ontwikkeld die ter beschikking gesteld worden van BANs om hun werkingskosten te ondersteunen. Zo is er bij voorbeeld het European Regional Development Fund dat rechtstreeks BAN activiteiten kan financieren. Bovenop deze supranationale financiële steun, ontvangen BANs dikwijls ook financiële steun van hun regionale en nationale overheden ter ondersteuning van hun functionering. De vraag die we in dit onderzoek bestuderen is of dit nuttig besteed overheidsgeld is. Meer specifiek zullen we deze vraag bestuderen, toegepast op de situatie in Vlaanderen vóór de fusie van de 4 regionale BANs tot BAN Vlaanderen. We beperken ons tot de pre-fusie situatie, aangezien de impact van subsidies slechts volledig kan begrepen worden door de langetermijn effecten na te gaan. De fusie was te ingrijpend en te recent om nu reeds een gegrond oordeel te kunnen vellen over de doeltreffendheid van de subsidiëring van BAN Vlaanderen. Met de studie hopen we wel een bijdrage te kunnen leveren tot het beter begrijpen van de efficiëntie en effectiviteit van overheidssubsidies aan BANs in het algemeen.

Het vervolg van dit rapport is als volgt gestructureerd. Eerst zal, ter situering, een vergelijking gemaakt worden tussen Belgische BANs en andere Europese BANs. Vervolgens zal het onderzoeksopzet uiteengezet worden. Daarna zullen de gehanteerde methode en resultaten besproken worden om, tot slot, te eindigen met een conclusie.

4 Situering: Belgische BANs in Europa

In wat volgt zullen we de politiek met betrekking tot BANs in België vergelijken met deze in andere Europese landen. In navolging van Stroobandt et al. (2005), kiezen we er voor om landen te weerhouden die socio-economisch vergelijkbaar zijn. De indicatoren waarop Stroobandt et al. (2005) zich baseren om tot deze landen te komen, zijn de volgende:

- de opleidingsgraad van de bevolking
- de inkomensverdeling
- de afhankelijkheidsratio
- de tewerkstellingsgraad
- de sociale zekerheidsbijdrage
- de consumentenprijsindex
- de handelsbalans

Door het gebruik van deze indicatoren identificeren ze de volgende zeven socio-economisch vergelijkbare landen:

- België
- Duitsland
- Frankrijk
- Italië
- Nederland
- Oostenrijk
- Spanje.

In het vervolg van deze paragraaf zullen we de werking van de Vlaamse of Belgische BANs vergelijken met deze in de hiervoor vermelde landen.

Vóór 2004 telde België 7 BANs waaronder 4 Vlaamse. In 2004 fusioneerden deze vier BANs (Bizzbees, FBN, Limburg BAN en Vlerick BAN) tot één overkoepelend BAN, namelijk BAN Vlaanderen. Gezien de belangrijke impact van deze fusie, maken we voor

de vergelijking met andere Europese BANs een onderscheid tussen de situatie vóór en na de fusie, dit wil zeggen 2003 en 2004.

4.1. Europese vergelijking in 2003

Tabel 1 geeft een overzicht van het aantal BANs, BAs aangesloten bij een BAN, deals en ingediende projecten in de zeven landen van de studie in 2003. Daarnaast geeft deze tabel eveneens het procentueel aantal deals, het gemiddeld aantal BAs, projecten en deals per BAN weer.

Tabel 1: Prestaties van BANs in Europa (vóór de fusie, 2003)

	<i>België</i>	<i>Duitsland</i>	<i>Frankrijk</i>	<i>Italië</i>	<i>Nederland</i>	<i>Oostenrijk</i>	<i>Spanje</i>	<i>TOTAAL</i>
BANs	7	40	48 (35) ²	10	3	1	4	113 (100)
Aangesloten BAs	N/A	1025	N/A	350	101	91 (76) ³	180	
Ingediende projecten	229	N/A	N/A	30	79	69	247	
Deals	37	N/A	N/A	2	14	8	24	
Deals/projecten (%)	16,16	N/A	N/A	6,67	17,72	11,59	9,72	
Gemiddeld aantal BAs per BAN	N/A	25,63	N/A	35,00	33,67	91,00 (76)	45	
Gemiddeld aantal projecten per BAN	32,71	N/A	N/A	3	26,33	69	61,75	
Gemiddeld aantal deals per BAN	5,28	N/A	N/A	0,2	4,67	8	6	

Bron: eigen werk o.b.v. EBAN (2005a)

Nederland is het eerste land in Continentaal Europa waar een BAN werd opgericht, in 1995. In de andere landen van deze studie, evenals in Vlaanderen, werden de eerste BANs opgericht in 1997-1998. Het is opvallend dat er geen correlatie is tussen de grootte van het land en het aantal BANs. Zo telde België in 2003 dubbel zoveel BANs (7) als Nederland (3), en telde Frankrijk 35 BANs tegenover slechts 4 in Spanje. Duitsland had het grootste absolute aantal BANs (40) en het grootste aantal aangesloten BAs (1025), Oostenrijk telde het kleinste aantal BANs (1). Het gemiddeld aantal aangesloten BAs per netwerk varieerde van slechts 26 in Duitsland tot 76 in Oostenrijk. Dit is een indicatie dat veel BANs leiden tot een kleiner aantal leden per BAN. Het aantal BANs is niet gecorreleerd met het aantal projecten noch met het aantal deals. In Spanje was het aantal netwerken beperkt tot vier, maar werden er al 247 projecten ingediend, terwijl er in Italië met 10 BANs slechts 30 projecten ingediend werden. Van alle projecten die ingediend werden bij een BAN, vonden er tussen 7% (Italië) en 18% (Nederland) financiering. De

² 48 organisaties beweren een netwerk te zijn, maar France Angels (National Association) stelt dat er werkelijk rond de 35 netwerken zijn.

³ 76 enkel rekening houdend met individuele personen, 91 leden inclusief strategische en institutionele investeerders.

kans dat een Belgisch project financiering vond, was vrij hoog: 16% van alle projecten hebben geleid tot een deal. Het aantal deals per BAN varieerde opnieuw sterk, van 0,2 in Italië tot 8 in Oostenrijk. Opnieuw scoorde België hier goed met gemiddeld 5 deals per netwerk.

4.2. Europese vergelijking in 2004

In vergelijking met 2003 is er niet veel gewijzigd in 2004 wat betreft het aantal BANs per land (zie tabel 2). België telt nu als gevolg van de fusie van de vier Vlaamse netwerken slechts vijf actieve netwerken. In Spanje is er echter een sterke stijging van het aantal BANs, voornamelijk door de vele nieuwe BANs die in 2004 in Catalonië opgericht werden.

Tabel 2: Prestaties van BANs in Europa (na de fusie, 2004)

	<i>België</i>	<i>Duitsland</i>	<i>Frankrijk</i>	<i>Italië</i>	<i>Nederland</i>	<i>Oostenrijk</i>	<i>Spanje</i>	<i>TOTAAL</i>
BANs	5 ⁴	40 ⁵	40 ⁴	12	3 (4) ³	1	20 ⁶	122 (123)
Aangesloten BAs	160	1025	N/A	219	94	90 (82) ⁷	580	
Ingediende projecten	136	N/A	N/A	437	88	60	726	
Deals	29	N/A	N/A	12	20	1	43	
Deals/projecten (%)	21,32	N/A	N/A	2,75	22,72	1,67	5,92	
Gemiddeld aantal BAs per BAN	32	25,63	N/A	18,25	31,33 (23,5)	90 (82)	29	
Gemiddeld aantal projecten per BAN	27,2	N/A	N/A	36,42	29,33 (22)	60	36,3	
Gemiddeld aantal deals per BAN	5,8	N/A	N/A	1	6,67 (5)	1	2,15	

Bron: eigen werk o.b.v. EBAN (2005a)

Duitsland heeft nog steeds het grootste aantal aangesloten BAs. Hoewel er meer BANs in Italië actief zijn in 2004 in vergelijking met 2003, heeft dit niet geleid tot een stijging van het aantal BAs. Integendeel, het aantal BAs is gezakt van 350 tot 219. In Spanje is niet alleen het aantal BANs sterk gestegen, maar ook het aantal BAs. Oostenrijk heeft eveneens nog steeds het hoogste gemiddeld aantal BAs per netwerk, hoewel moet opgemerkt worden dat er nog steeds maar één BAN actief is. België staat met 32 BAs per BAN op de tweede plaats wat betreft het gemiddeld aantal BAs per BAN. Het aantal projecten was in 2004 lager dan in 2003 in zo goed als alle landen, behalve in Italië en Spanje - waar het toegenomen aantal BANs wellicht een positieve rol gespeeld heeft - en

⁴ Inclusief Euban

⁵ Alle data voor beide landen zijn gebaseerd op resultaten midden 2004

⁶ waarvan 11 in Catalonië

⁷ 82 individuele personen, 90 inclusief strategische en institutionele investeerders

in Nederland. Het gemiddeld aantal ingediende projecten blijft, net zoals in 2003, het hoogst in Oostenrijk (60 projecten). Italië scoort het best van de landen met meer dan één BAN: daar werden er gemiddeld 36 projecten ingediend per BAN, daar waar dit in België 27 bedroeg. De slaagkans om tot een deal te komen zijn nu gewijzigd en varieert van 1,7% in Oostenrijk tot 23% in Nederland. In België stroomden 21% van de ingediende projecten door naar effectieve deals. In tegenstelling tot 2003 staat niet langer Oostenrijk, maar wel België op de eerste plaats wat betreft het gemiddeld aantal deals per BAN (indien we Euban beschouwen als een Nederlands BAN). In vergelijking met de situatie vóór de fusie (2003) is het gemiddeld aantal deals per BAN in België licht gestegen (van 5,28 naar 5,8).

Indien we de realisaties van BAN Vlaanderen in 2004 vergelijken met de Europese gemiddelden, valt op dat dit BAN opmerkelijk goed scoort ten opzichte van de andere Europese BANs. Vooreerst zijn er 75 BAs aangesloten bij BAN Vlaanderen. Dit is hoog in een Europese context, zoals tabel 2 geleerd heeft. Er werden 249 projecten ingediend bij BAN Vlaanderen, waarvan er 64 ook effectief voorgesteld werden aan de investeerders. Hiermee scoort BAN Vlaanderen beter dan het gemiddelde in elk Europees land. Tot slot is BAN Vlaanderen in 2004 goed voor 8 deals, wat opnieuw hoger is dan het gemiddelde in elk van de bestudeerde Europese landen. 12,5% van alle voorgestelde deals vonden dus financiering via BAN Vlaanderen, wat opnieuw een hoog percentage is vergeleken met de situatie in de andere Europese landen.

Op basis van deze gegevens kan besloten worden dat Belgische BANs vrij goede prestaties neerzetten ten opzichte van hun Europese tegenhangers, zowel voor de fusie als erna. Dit heeft belangrijke implicaties voor ons onderzoek aangezien dit betekent dat onze resultaten niet tot de Belgische context beperkt moeten worden.

5 Onderzoeksopzet

Teneinde de efficiëntie en effectiviteit van overheidsmaatregelen te evalueren, moeten volgende stappen doorlopen worden (Storey, 2000):

1. Verzamelen van algemene informatie met betrekking tot de genomen maatregel;
2. Afnemen van interviews met begunstigden van deze maatregel: uitzoeken wat hun mening is ten opzichte van de genomen maatregel en ten opzichte van de toegevoegde waarde van deze maatregel;
3. Vergelijken van de performantie van begunstigde ondernemingen met deze van vergelijkbare niet-begunstigde ondernemingen.

We hebben deze stappen gevolgd bij het beoordelen van de efficiëntie van de overheidssubsidies aan Vlaamse BANs door de Vlaamse Overheid. In wat volgt, zullen methode en resultaten besproken worden aan de hand van deze drie stappen. In het eerste deel zal de overheidsmaatregel besproken worden, zijnde subsidiëring van BANs in Vlaanderen. Vervolgens zullen we de resultaten bespreken van interviews met zowel BAs die geïnvesteerd hebben via één van de vier oude Vlaamse BANs als ondernemers die BA financiering ontvangen hebben via één van deze BANs. Tot slot zullen we de performantie van BA-gesteunde ondernemingen (onderverdeeld in diegene die BA financiering verkregen hebben via een BAN en diegene die dit verkregen hebben via een ander kanaal) en vergelijkbare niet-BA-gesteunde ondernemingen vergelijken.

Men zou kunnen argumenteren dat de begunstigden van de overheidssubsidies de BANs zelf zijn, eerder dan de BAs en de BA-gesteunde ondernemingen. Aangezien echter geen enkel van de Vlaamse BANs bestaan zou hebben zonder de subsidies, is het duidelijk dat deze subsidies een noodzakelijk hulpmiddel waren in het opzetten en beheren van de BANs. Bovendien, waren er (en zijn er nog steeds) geen BANs in België die opereren zonder regionale subsidies (EBAN, 2005a). Het is dus bijgevolg onmogelijk om, in België, BANs gefinancierd met overheidssubsidies te vergelijken met puur private BANs die geen overheidssubsidies krijgen. De werking van de Vlaamse BANs vergelijken met deze van buitenlandse BANs is bovendien niet mogelijk in het tijdsbestek van deze studie. Dit is een beperking van de huidige evaluatie. Bovendien dient ook nog vermeld te worden dat het uiteindelijke doel van de BAN-subsidies het reduceren van de

kapitaal- en informatiekloven is, níet het louter beheren van een BAN. Derhalve is het dus relevanter de uiteindelijke begunstigen van deze maatregel te bestuderen, zijnde de betrokken ondernemingen en BAs.

6 Methode en resultaten

6.1. Subsidiëring van BANs in Vlaanderen

In 1999 besliste de Vlaamse overheid om Vlerick BAN, het eerst opgerichte BAN in Vlaanderen, te subsidiëren met het oog op het stimuleren van ondernemerschap en innovatie in Vlaanderen. Drie andere BANs werden in de daaropvolgende jaren opgericht én gesubsidieerd door diezelfde overheid, zijnde Bizzbees, Limburg BAN en FBN. Deze vier BANs waren de enige Vlaamse BANs op dat moment. Ze vertegenwoordigden samen 140 BAs en 58 deals in 55 verschillende bedrijven, waarin 54 verschillende BAs investeerden tussen 1999 en 2004. In 2004 hielden deze BANs op te bestaan als onafhankelijke organisaties. Onder impuls van de Vlaamse overheid fuseerden ze tot één groot BAN, BAN Vlaanderen. Het totaal bedrag aan subsidies toegekend aan deze vier BANs tussen 1999 en 2004 bedraagt € 856 741, wat 50% van hun werkingskosten vertegenwoordigde.

6.2. Interviews met begunstigen van de subsidiëring

Persoonlijke diepte-interviews werden verzocht met de 54 BAs die geïnvesteerd hadden via één van de BANs⁸ en telefooninterviews met de ondernemers van de 55 ondernemingen die BA financiering verkregen hadden via één van de BANs (BA bedrijven). Dit resulteerde in 34 interviews met BAs (responsgraad van 63%) en 28 interviews met ondernemers van BA-gesteunde bedrijven (responsgraad van 51%). Tabel 3 geeft de verdeling van de geïnterviewden over de vier Vlaamse BANs. Een eerste vaststelling is dat de som van de geïnterviewde BAs per BAN (39) groter is dan het aantal geïnterviewde BAs (34), doordat sommige BAs lid waren van meer dan 1 BAN. De som van de geïnterviewde ondernemers per BAN is echter wel gelijk aan 28, m.a.w. de ondernemingen ontvingen de BA financiering via één BAN.

⁸ Merk op dat 54 op 140, of 38% van de aangesloten BA leden, minstens één deal via een BAN gerealiseerd hebben. Dit betekent ook dat bijna twee derden van de leden nooit een project gefinancierd hebben dat via een BAN voorgesteld werd. De niet-investerende leden hebben we niet geïnterviewd, aangezien we ons willen

Tabel 3: Verdeling interviews per BAN

	<i>Bizzbees</i>	<i>FBN</i>	<i>Limburg BAN</i>	<i>Vlerick BAN</i>
Aantal geïnterviewde BAs	9	4	7	19
Aantal geïnterviewde ondernemers	4	2	7	15

We bespreken de resultaten van deze interviews hierna. Eerst starten we met de resultaten van de interviews met de BAs; we vervolgen met de resultaten van de interviews met de ondernemers.

6.2.1. Interviews met Business Angels (BAs)

Demografische kenmerken van de actieve Vlaamse Business Angel

Tabel 4 geeft een beschrijving van de geïnterviewde BAs. Twee derden van de BAs is tussen de 40 en 60 jaar oud, met een gemiddelde van 51 jaar. De jongste actieve en geïnterviewde BA is 35 jaar, de oudste 66. De geïnterviewde BAs zijn, gemiddeld genomen, mannelijk (97% van de respondenten) en ze hebben ten minste een diploma van hoger onderwijs (91%). De meesten hebben een economische opleiding achter de rug (70%) –universitair of post-universitair - terwijl 33% ingenieur is. De actieve BAs zijn heel ervaren. Ze hebben gemiddeld 14 jaar ervaring als ondernemer, 19 jaar managementervaring en hadden reeds 7 ondernemingen (mediaan = 3) opgericht toen ze lid werden van een BAN. 18 van de 34 BAs beschouwen zichzelf als sectorgeneralist. De sectoren waarin de meeste BAs gespecialiseerd zijn, zijn de dienstensector, waaronder ook ICT en R&D vallen (9 BAs), gevolgd door productie van consumentengoederen (5 BAs). 14 van de 29 BAs die bereid waren te antwoorden op deze vraag, hebben een jaarlijks huishoudelijk inkomen (gedefinieerd als de som van wat ze jaarlijks ontvangen aan lonen of wat ze zichzelf uitkeren, dividenden, winsten uit vennootschappen, ...) van meer dan € 150 000. 8 van 20 BAs hebben een nettovermogen (exclusief hun voornaamste residentie) van meer dan € 5 000 000 en nog 9 andere hebben een nettovermogen tussen € 1 000 000 en € 5 000 000. 23 op 31 BAs geven aan in de komende drie jaren nog bijkomende BA investeringen te willen maken. 11 BAs hebben hiervoor nog meer dan € 1 000 000 ter beschikking, 3 tussen € 500 000 en € 1 000 000, 6 tussen € 250 000 en € 500 000, 3 tussen € 100 000 en € 250 000 en 1 tussen € 50 000 en € 75 000.

focussen op de positieve effecten van BANs. Het activeren van de niet-actieve leden is echter een opportuniteit voor de BANs om nog efficiënter te worden. Om dezelfde reden hebben we ook geen rekening gehouden met de ondernemers die wel een project voorgesteld hebben via BAN, maar er geen financiering gevonden hebben.

Tabel 4: Demografische kenmerken geïnterviewde BAs

<i>Leeftijd (N=33) ^a</i>	<i>Aantal</i>
35 ≤ leeftijd ≤ 40	4
40 < leeftijd ≤ 50	10
50 < leeftijd ≤ 60	12
60 < leeftijd	7
TOTAAL	33
Minimum	35
Maximum	66
Gemiddelde	51
Mediaan	52
<i>Geslacht (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Man	33
Vrouw	1
TOTAAL	34
<i>Hoogste niveau van opleiding (N=33) ^a</i>	<i>Aantal</i>
Middelbaar	3
Hogeschool of universiteit	18
Master	10
Doctoraat	2
TOTAAL	33
<i>Type opleiding (N=33) ^a</i>	<i>Aantal</i>
Business - Economie	23
Rechten	0
Wetenschappen	11
Sociale wetenschappen	3
Andere	4
<i>Sector specialist of generalist (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Specialist	16
Generalist	18
TOTAAL	34

<i>Sectorspecialiteit (N=16)^b</i>	<i>Aantal</i>
Landbouw	0
Energie en water	0
High-tech industrie	2
Industriële goederen	1
Consumptie goederen	5
Bouw	1
Handel	1
Financiële diensten	2
Andere diensten	9
Vervoer en diensten	0
Andere	0
<i>Jaarlijks huishoudelijk inkomen (N=33)^a</i>	<i>Aantal</i>
< € 40 000	3
€ 40 000 - € 60 000	2
€ 60 000 - € 80 000	2
€ 80 000 - € 150 000	8
> € 150 000	14
Geen respons	4
TOTAAL	33
<i>Nettovermogen (N=33)^a</i>	<i>Aantal</i>
< € 500 000	0
€ 500 000 - € 1 000 000	3
€ 1 000 000 - € 5 000 000	9
> € 5 000 000	8
Geen respons	13
TOTAAL	33
<i>Beschikbaar bedrag voor toekomstige BA investeringen (N=23)^c</i>	<i>Aantal</i>
€ 50 000 - € 75 000	1
€ 75 000 - € 100 000	0
€ 100 000 - € 250 000	3
€ 250 000 - € 500 000	6
€ 500 000 - € 1 000 000	3
> € 1 000 000	10

^a Exclusief 1 VC

^b Enkel diegenen die een sectorspecialist zijn

^c Enkel diegenen die in de komende 3 jaar wensen te investeren

Verder werd er ook gepeild naar de investeringsvoorkeuren van de BAs met betrekking tot sector, investeringsfase, locatie, time-to-exit, rendement en exitmechanisme (zie tabel 5).

Tabel 5: Investeringsvoorkeuren BAs

<i>Voorkeur wat betreft... (N = 34)</i>	<i>Ja</i>	<i>Nee</i>
Sector	22	12
Fase	29	5
Locatie van de investering	22	12
Time-to-exit	12	22
Exitmechanisme	13	21
Rendement	34	0

Tabel 6 geeft een overzicht van de investeringsvoorkeuren van de geïnterviewde BAs. 22 op 34 BAs een duidelijke sectoriële voorkeur. In lijn met de hierboven vermelde sectorspecialisaties, is de meest geprefereerde sector opnieuw de dienstensector. 29 BAs hebben een duidelijke voorkeur qua investeringsfase: 12 verkiezen de zaaifase, 21 de opstartfase, 16 de expansie- of ontwikkelingsfase, 6 ‘replacement capital’ en 2 management buy-outs of buy-ins. 22 BAs stellen, gemiddeld, dat ze verkiezen dat hun investering binnen 3 uur reisafstand gelokaliseerd is. Dit bevestigt het beeld van de BA als lokale investeerder. 22 BAs stellen dat ze geïnvesteerd hebben zonder een duidelijk idee van de mogelijke timing van de exit. Voor de andere 12 BAs, die wel een duidelijk idee hebben over de geprefereerde time-to-exit, ligt deze gemiddeld tussen de 5 en 7 jaar. Een derde van de geïnterviewde BAs geeft aan dat ze een duidelijke voorkeur heeft qua exitmechanisme, waarvan de trade sale (of verkoop aan een andere handelspartner) de meest voorkomende is (9 BAs). Het beoogde rendement ligt, gemiddeld, tussen 14% en 16%.

Tabel 6: Investeringsvoorkeuren BAs

<i>Sector (N=22)^a</i>	<i>Aantal</i>
Landbouw	0
Energie en water	0
High-tech industrie	5
Industriële goederen	4
Consumptie goederen	4
Bouw	2
Handel	5
Financiële diensten	0
Andere diensten	11
Vervoer	1
Andere	2
<i>Fase (N=29)^a</i>	<i>Aantal</i>
Zaai kapitaal	12
Start-up	21
Expansie en ontwikkeling	16
Replacement capital	6
MBO/MBI	2
<i>Reisafstand in minuten (N=22)^a</i>	<i>Aantal</i>
≤ 60	7
60 < afstand ≤ 120	6
120 < afstand ≤ 180	2
180 < afstand	6
Geen respons	1
TOTAAL	22
Minimum	40,00
Maximum	720,00
Gemiddelde	166,90
Mediaan	100,00

<i>Exit-mechanisme (N=13)^a</i>	<i>Aantal</i>
Trade sale	9
Beursintrodactie	3
Verkoop aan VC	4
Verkoop aan financiële instelling	4
Verkoop aan het management	5
Andere exitmechanismen	0

^a enkel diegenen die een voorkeur hadden

Tabel 7 geeft een overzicht van de investeringscriteria die gehanteerd worden door de geïnterviewde BAs. “De ondernemer” is veruit het belangrijkste investeringscriterium voor de gemiddelde BA, gevolgd door ‘investor fit’, wat verwijst naar de mate waarin een investeringsvoorstel aanleunt bij de preferenties van de BA zoals hiervoor besproken, en financiële overwegingen, hoofdzakelijk met betrekking tot het gevraagde bedrag.

Tabel 7: Investeringscriteria

<i>Investeringscriterium (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
De ondernemer	28
Investor fit	22
Financiële overwegingen	13
Het product, de service of de technologie	12
Het business plan	10
De markt	9
De strategie	6
Andere	10

De voornaamste hinderpalen om te investeren zijn (zie tabel 8) zijn het niet voldoen aan de investeringscriteria, financiële overwegingen (een te laag of te hoog gevraagd bedrag) en een onrealistisch business plan.

Tabel 8: Hinderpalen om te investeren

<i>Redenen om niet te investeren (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Niet voldoen aan de investeringscriteria	21
Financiële overwegingen	15
Het business plan	11
De ondernemer	8
De strategie	3
Investor fit	3
Het product	2
De markt	1
Andere	7

In overeenstemming met het traditionele beeld van een BA, geeft de gemiddelde BA die wij geïnterviewd hebben aan dat hij gestart is met BA investeringen omwille van twee grote beweegredenen, namelijk 1) een ondernemerschapsmotief (hetzij om zelf ondernemend te blijven, hetzij om anderen te helpen dit te doen) en 2) financiële motieven.

85% van de ondervraagde BAs (29 BAs) zou het overwegen samen te investeren met andere BAs en 19 BAs (56%) hebben het in het verleden ook al effectief gedaan. Het voornaamste voordeel verbonden aan co-investering met andere BAs is de diversiteit aan expertise en invalshoeken, terwijl het belangrijkste nadeel de verhoogde kans op conflicten is. Andere vaak vermelde nadelen van co-investering zijn de grotere complexiteit van het beslissingsproces in een onderneming en de verminderde controle/inspraak. Alle aangegeven voor- en nadelen verbonden aan co-investering met andere BAs zijn samengevat in tabel 9.

Tabel 9: Voor- en nadelen van BA syndicatie

<i>Voordelen (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Verschillende visies en expertises	25
Risicospreiding	15
Financiële voordelen	8
Samen sterk; meer zeggingschap	6
Tijd- en werkbesparing	5
Mogelijkheid om in meer projecten in te stappen	3
Andere	9
<i>Nadelen (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Ontstaan van conflicten	10
Moeilijker om tot beslissingen te komen	9
Conflicten	2
Andere	8

De meerderheid van de geïnterviewde BAs (19 op 32 BAs) zou het ook overwegen samen te investeren met VCs. De belangrijkste gepercipieerde voordelen van een VC zijn diens professionalisme en grote budgetten, terwijl de belangrijkste gepercipieerde minpunten de korte-termijn focus, de focus op exit en de nadrukkelijk financiële benadering van een VC zijn. Een BA drukte het als volgt uit: “Eens VCs op het gaspedaal duwen, kan je niet meer mee.”

Business Angels en hun investeringen

De 34 geïnterviewde BAs, die 36 van de 55 BA-gesteunde bedrijven of 39 van 58 deals vertegenwoordigen, hebben samen € 11 681 605 geïnvesteerd via een BAN of gemiddeld € 324 489 per bedrijf. Indien we dit bedrag extrapoleren naar alle deals, dan schatten we dat BAs samen € 17 846 896 via BANs geïnvesteerd hebben of € 20,83 per euro overheidsgeld dat aan deze BANs werd gespendeerd. Verder hebben deze 34 BAs additioneel € 22 838 410 geïnvesteerd in bedrijven die niet naar een BAN toe zijn gestapt of € 519 055 per bedrijf.⁹ Merk op dat het gemiddelde geïnvesteerde bedrag in een BAN-bedrijf en in een niet-BAN bedrijf statistisch niet verschillend is. Indien we dit laatste bedrag zouden extrapoleren naar de 54 BAs die geïnvesteerd hebben via één van deze BANs, dan komt dit neer op een totaal van € 36 272 769.¹⁰

Gemiddeld heeft elke BA tot op heden reeds 4 BA investeringen gemaakt, waarvan 1 via een BAN (zie tabel 10).

Tabel 10: Aantal BA investeringen per BA

<i>(N=31)^a</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>	<i>Gem.</i>
Aantal gedane BA investeringen	1	11	4,03
Aantal gedane BA investeringen via BAN	1	3	1,16

^a Exclusief VCs

De vaststelling dat de geïnterviewde BAs actieve angels zijn, wordt bevestigd door het feit dat 19 op 30 BAs, of 63%, reeds BA investeringen gedaan hebben alvorens lid te worden van een BAN. Hun eerste BA investering dateert, gemiddeld, van 8 jaar voor de start van hun BAN lidmaatschap. Met andere woorden, de meeste BAs die *actief* lid werden van één van de vier BANs waren ervaren BAs. Dit impliceert ook dat 11 op 30 BAs, of, indien geëxtrapoleerd, 20 op 54 BAs, zogenaamde ‘virgin angels’ waren en dus hun eerste BA investering via een BAN gemaakt hebben. Bovendien hebben 6 van de 11 virgin angels vervolgens nog bijkomende investeringen gedaan buiten een BAN voor een totaal van € 944 000. Alle virgin angels samen hebben € 3 972 234 geïnvesteerd, zowel

⁹ Deze bedragen vertegenwoordigen een ondergrens aangezien niet alle BAs bereid waren deze data te geven.

¹⁰ Deze extrapolatie moet echter met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden aangezien het onmogelijk is te testen of de 34 geïnterviewde BAs representatief zijn voor de 54 BAs die geïnvesteerd hebben via één van de vier Vlaamse BANs. De 36 bedrijven waarin ze geïnvesteerd hebben zijn echter wél representatief voor de totale 55 ondernemingen die via een BAN BA financiering verkregen hebben.

via een BAN als niet via een BAN, wat neerkomt op €7 222 243, indien geëxtrapoleerd. Dit kan beschouwd worden als privaat geld dat dankzij een BAN actief geïnvesteerd geworden is in de Vlaamse economie.

In 82% van de deals stellen de BAs dat ze de bedrijven waarin ze nu geïnvesteerd hebben via een BAN niet zouden gekend hebben indien de BANs niet bestaan zouden hebben. Dit zou dus betekenen dat, indien de BANs niet bestaan hadden, de BAs € 14 245 568 niet zouden hebben kunnen investeren. Met andere woorden, elke euro aan overheidssubsidies voor deze BANs heeft € 16,63 aan BA geld gegenereerd, dat anders niet geïnvesteerd zou zijn in die bedrijven. De BAs stellen echter wel dat ze ook in diezelfde bedrijven zouden geïnvesteerd hebben indien ze deze hadden leren kennen via een ander kanaal (in 92% van de deals). Deze verklaringen bevestigen duidelijk de rol en het nut van een BAN in het samenbrengen van BAs en ondernemers en aldus in het reduceren van de informationele inefficiënties in de informele risicokapitaalmarkt.

Business Angels en BANs

De geïnterviewde BAs ontvangen gemiddeld 55 voorstellen per jaar, waarvan ze er 5 ernstig overwegen. Gemiddeld investeren ze in 1 onderneming per jaar. Naast de BANs krijgen ze doorgaans investeringsvoorstellen via zakenrelaties en banken of andere financiële instellingen. Volgens 7 van 27 BAs, of 26%, vormen de BANs de meest betrouwbare informatiebron. Er moet echter ook worden opgemerkt dat volgens 5 van 27 BAs, of 19%, geen enkel informatiekanaal als betrouwbaar kan bestempeld worden! 7 van 29 BAs, of 24%, stellen dat de kwalitatief beste voorstellen via de BANs komen (in vergelijking met hun andere informatiekanalen) en volgens 21% is er geen verschil in kwaliteit tussen de verschillende informatiekanalen. 15 van 26 BAs bestempelen de kwaliteit van de ontvangen voorstellen via BANs als voldoende. De verschillende gehanteerde informatiekanalen en hun gepercipieerde betrouwbaarheid en kwaliteit worden weergegeven in tabel 11.

Tabel 11: Informatiekanalen

<i>Informatiebron (N=34)</i>	<i>Aantal</i>	<i>Meest betrouwbaar</i>	<i>Beste kwaliteit</i>
BANs	34	7	7
Zakenrelaties	19	4	3
Banken en andere financiële instellingen	12	3	3
Ondernemers zelf	9	0	1
Vrienden en familie	4	0	0
Accountants en auditors	3	0	0
Geen verschil tussen de verschillende informatiebronnen	NVT	1	6
Geen enkele bron is betrouwbaar	NVT	5	NVT
Moelijk te beoordelen	NVT	2	5
N/A	NVT	4	4
Geen respons	NVT	3	1
Andere	10	5	4
	TOTAAL	34	34

De voornaamste reden om lid te worden van een BAN blijkt bij uitstek het verkrijgen van een (grotere) deal flow te zijn, gevolgd door de mogelijkheid om het persoonlijk netwerk uit te breiden (voor een uitgebreid overzicht, zie tabel 12). Dit sluit naadloos aan bij de primaire bestaansredenen van BANs. Het blijkt dus dat ze in dit opzicht hun doel bereikt hebben.

Tabel 12: Voornaamste redenen om lid te worden van een BAN

<i>Redenen (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Deal flow	26
Uitbreiden persoonlijk netwerk	8
Bijleren en kennis vergroten	4
Geloof in de organisatie	3
Partners vinden voor het vormen van syndicaat	3
Andere	4
Geen respons	2

Voor 23 van de geïnterviewde BAs was het sterkste punt van een BAN zijn formule of organisatie (zie tabel 13). Dit verwijst naar het centrale concept van een BAN, zijnde het feit dat er reeds een eerste screening van voorstellen is, gevolgd door een korte presentatie door de ondernemers en een mogelijkheid om hen te ontmoeten. Het verwijst ook naar de pro-actieve, dynamische, objectieve en discrete aanpak van de BAN organisatoren, wat duidelijk gewaardeerd wordt door de BAs. 13 BAs beschouwden ook de mogelijkheid tot ‘netwerking’ als een sterk punt van een BAN. Deze missie werd goed vervuld aangezien het gemiddeld aantal BAs dat men doorgaans via een BAN leerde kennen gelijk was aan 8. 12 BAs verwezen naar het matching-principe (het met elkaar in contact brengen van investeerders en ondernemers) als voornaamste sterkte, wat opnieuw een weergave is van de centrale missie van de BANs.

Tabel 13: Sterkste en zwakste punten BAN

<i>Sterkste punten (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Goede formule/organisatie	23
Mogelijkheid tot netwerking	13
Matching	12
Bron van investeringsopportuniteiten	9
Kwaliteitsvolle projecten	6
Kwaliteitsvolle BAs	5
Andere	9
<i>Zwakste punten (N=34)</i>	<i>Aantal</i>
Beperkte diversiteit van projecten	9
Beperkte kwaliteit van projecten	7
Gebrekkige ondersteuning en opvolging	5
Partijdigheid BANs / subjectiviteit	3
Beperkte visibiliteit BANs	3
Regionaal aspect	3
Lage aanwezigheid BAs op fora	2
Te weinig stimulatie van syndicatie	2
Andere	8

De zwakke punten waren zeer divers, afhankelijk van de BA, maar toch kunnen twee grote zwaktes gedistilleerd worden. Meer bepaald vermelden 9 BAs een gebrek aan

diversiteit in de voorgestelde projecten (op vlak van sector of grootte van het project) en 7 BAs klagen over een gebrekkige kwaliteit van de voorstellen. Dit laatste is opmerkelijk, aangezien de geïnterviewden uiteindelijk allemaal minstens één investering via een BAN gedaan hebben.

Naast de primaire missie van een BAN, die erin bestaat om ondernemers en BAs bij elkaar te brengen, zal een BAN normaal een ruimer takenpakket vervullen. Het bewust maken van ondernemers en kandidaat BAs voor BA financiering, het informeren en voorbereiden van ondernemers en BAs, de matching van deze twee partijen en het stimuleren van syndicaatvorming tussen BAs worden door de meeste BANs belangrijk geacht (Jaarverslag BAN Vlaanderen, 2004). Een belangrijke vraag die zich dan ook stelt is in welke mate de BANs deze taken goed vervuld hebben én hoe belangrijk elk van deze aspecten is, zowel vanuit het standpunt van de BAs als uit het standpunt van de ondernemers. Tabellen 14 en 15 geven een inzicht in de mening van de BAs over deze vragen.

Tabel 14: Taken oude BANs – gepercipieerde kwaliteit door de BAs (/10)

Taken BAN	Gem.	Med.	Min.	Max.	St.D.	N
1. Bewust maken						
Ondernemers meer bewust maken van het bestaan van BA financiering	6,28	7	2	9	1,67	25
Potentiële angels meer bekend maken met BA financiering (zowel virgin/latent)	6,22	6	1	9	1,72	27
Potentiële investeerders meer bewust maken van de optie van BA financiering	6,15	7	1	10	2,03	27
Ondernemers meer bekend maken met de kenmerken van BA financiering	5,93	6	1	9	1,82	27
2. Informeren en opleiden						
Ondernemers informeren over wat van hen doorgaans verwacht zal worden van een BA	6,74	7	2	9	1,72	27
Ondernemers leren hoe ze zichzelf best presenteren aan potentiële investeerders	6,72	7	4	9	1,41	29
Ondernemers leren hoe ze een goed business plan moeten opstellen	6,17	7	1	9	1,98	29
Ondernemers leren wat de voor- en nadelen en de toegevoegde waarde van BA financiering kan zijn	6,00	6	2	8	1,58	25
Ondernemers leren hoe te onderhandelen	5,08	5	1	9	2,16	25
Opleiden van BAs op vlak van contracting, waardering, enz	4,62	5	1	9	2,16	29
3. Matching						
Samenbrengen van BAs en ondernemers	7,42	8	4	10	1,48	31
Bevorderen van de communicatie tussen ondernemers en investeerders	6,20	6	1	9	1,58	30
Aantrekken van BAs die waarde kunnen toevoegen aan hun portfolio bedrijven (op vlak van ervaring, middelen, tijd, reputatie)	6,14	6	2	9	1,96	29
Aantrekken van voorstellen van hoge kwaliteit	6,09	7	2	9	1,77	32
4. Overige taken						
Uitbreiden van het persoonlijk netwerk van de BA met andere angels	6,71	7	2	9	1,65	28
Stimuleren van potentiële angels om te investeren (zowel virgin/latent)	6,08	7	2	9	1,78	25
Stimuleren van syndicatie van investeringen met andere BAs	5,32	6	1	8	2,33	28
Hoge kwaliteits-screening van voorstellen	5,27	6	1	9	2,33	30

Tabel 15: Taken oude BANs – Belang volgens de BAs (/7)

Belang ^a	Gem.	1	2	3	4	5	6	7	N	St.D.
<i>1. Bewust maken</i>										
Ondernemers meer bewust maken van het bestaan van BA financiering	5,52	0	0	1	5	9	9	7	31	1,12
Potentiële angels meer bekend maken met BA financiering (zowel virgin/latent)	4,63	0	3	4	6	9	4	4	30	1,50
Potentiële investeerders meer bewust maken van de optie van BA financiering	4,90	0	1	5	6	8	6	5	31	1,42
Ondernemers meer bekend maken met de kenmerken van BA financiering	5,37	0	1	1	5	8	9	6	30	1,27
<i>2. Informeren en opleiden</i>										
Ondernemers informeren over wat van hen doorgaans verwacht zal worden van een BA	5,47	0	0	3	4	7	8	8	30	1,31
Ondernemers leren hoe ze zichzelf best presenteren aan potentiële investeerders	4,48	3	3	0	7	7	10	1	31	1,71
Ondernemers leren hoe ze een goed business plan moeten opstellen	5,48	2	1	2	3	5	3	15	31	1,85
Ondernemers leren wat de voor- en nadelen en de toegevoegde waarde van BA financiering kan zijn	5,50	0	0	0	5	10	10	5	30	0,97
Ondernemers leren hoe te onderhandelen	4,21	5	0	3	6	8	5	2	29	1,82
Opleiden van BAs op vlak van contracting, waardering, enz	4,65	1	0	6	5	12	4	3	31	1,38
<i>3. Matching</i>										
Samenbrengen van BAs en ondernemers	5,90	1	0	0	4	4	8	14	31	1,40
Bevorderen van de communicatie tussen ondernemers en investeerders	5,13	0	2	3	0	13	10	3	31	1,31
Aantrekken van BAs die waarde kunnen toevoegen aan hun portfolio bedrijven (op vlak van ervaring, middelen, tijd, reputatie)	5,63	0	1	2	2	5	12	8	30	1,33
Aantrekken van voorstellen van hoge kwaliteit	6,03	1	0	2	0	4	8	16	31	1,45
<i>4. Overige taken</i>										
Uitbreiden van het persoonlijk netwerk van de BA met andere angels	5,33	0	0	4	4	5	12	5	30	1,3
Stimuleren van potentiële angels om te investeren (zowel virgin/latent)	4,72	1	4	2	4	7	6	5	29	1,77
Stimuleren van syndicatie van investeringen met andere BAs	4,67	2	2	4	4	7	6	5	30	1,79
Hoge kwaliteits-screening van voorstellen	5,87	0	1	1	3	2	13	11	31	1,28

^a waarbij 1 = onbelangrijk, 4 = noch belangrijk, noch onbelangrijk en 7 = heel belangrijk

Uit tabel 14 blijkt dat geen enkele van de taken, uitgevoerd door de oude BANs, een onvoldoende (gemiddelde score lager dan 5/10) gekregen heeft (met één uitzondering, cfr. infra). De taak die de BANs het best uitgevoerd hebben is de matching. Dit is

verheugend, aangezien dit uiteindelijk de kernactiviteit van een BAN is en dit ook als dusdanig gepercipieerd wordt door de BAs (tabel 15). Binnen de matching-taak scoort het aantrekken van hoog kwalitatieve voorstellen het laagst, niettegenstaande de BAs dit gemiddeld zeer belangrijk vinden. Hier is ruimte voor verbetering. De BAs vinden verder dat de BANs een behoorlijke bewustmakingscampagne gevoerd hebben, en dat ze ondernemers vrij goed opgeleid hebben over de verwachtingen van BAs, over hoe ze zichzelf dienen te presenteren en over hoe ze een business plan moeten opstellen. Uiteindelijk vinden ze dat de BANs sterk gescoord hebben in het uitbreiden van hun persoonlijk netwerk.

De taak waarop de oude BANs een onvoldoende gekregen hebben is opleiding van vooral de BAs omtrent onderhandelingsvaardigheden (in de ruime zin van het woord). Ook de opleiding van de ondernemers m.b.t. onderhandelingsvaardigheden scoort niet goed. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat de meeste BAs het moeilijk vonden een oordeel te vellen over hoe goed of slecht de BANs erin slaagden ondernemers op de leiden, en tabel 15 leert dat de BAs dit ook niet echt belangrijk vinden. Andere taken vatbaar voor verbetering omvatten het stimuleren van syndicatie en de screening van inkomende investeringsvoorstellen.

Uit tabel 15 kan onmiddellijk opgemerkt worden dat geen enkele van de opgesomde taken als onbelangrijk wordt beschouwd, aangezien geen enkele score zich onder het neutrale punt - 4 - bevindt. De allerbelangrijkste taken van een BAN volgens de gemiddelde BA zijn het aantrekken van voorstellen van hoge kwaliteit, de matching en de hoge kwaliteits-screening van de voorstellen. In combinatie met de vaststellingen uit tabel 14, leert dit ons dat BANs naar de toekomst toe nog meer aandacht zouden moeten besteden aan een kwalitatief hoogstaande deal flow en een strengere screening van de voorstellen.

Het belang van een goeie screening blijkt ook uit de vaststelling dat een stijging van de kwaliteit van de voorstellen de enige noemenswaardige gebeurtenis is die ervoor zou kunnen zorgen dat de BAs meer zouden investeren. Meer bepaald stellen 24 op 32 BAs dat dit hen zou stimuleren extra te investeren, daar waar dit bij fiscale stimuli slechts om 11 op 33 BAs gaat. Een belangrijke nuancering met betrekking tot het belang van

belastingvoordelen is dat de meeste BAs stellen dat dit wel meegenomen is, maar geen drijfveer op zich is om meer te investeren.

19 van de 34 BAs stelden dat de fusie van de vier oude BANs in één overkoepelend BAN, zijnde BAN Vlaanderen, wel degelijk veranderingen met zich heeft meegebracht. De overige 15 konden zich hier geen mening over vormen wegens hun geringe ervaring met de BANs in het algemeen of BAN Vlaanderen specifiek. Positieve gevolgen verbonden aan de fusie volgens deze BAs zijn:

- Grotere waaier aan dossiers, zowel qua aantal als variatie
- Hogere kwaliteit van dossiers (hoewel niet door alle BAs bevestigd)
- Geen herhaling van dossiers voor BAs die lid zijn van verschillende netwerken en slechts één aanmelding voor ondernemers
- Naamsbekendheid

Negatieve gevolgen zijn onder meer:

- Verminderde informele, pro-actieve communicatie
- Behoud van regionale focus.

Uit deze negatieve gevolgen blijkt dat BAs een persoonlijke aanpak sterk waarderen. Het informele, intieme karakter van de oude BANs is in hun ogen wat verloren gegaan. Vele BAs vermelden ook dat niettegenstaande de overkoepeling door één groot BAN het regionale aspect toch behouden blijft. Dit heeft een positieve en negatieve zijde. Positief is dat volgens vele respondenten BAs toch liever lokaal blijven investeren, negatief is dat het soms heel moeilijk is voorstellen uit andere regio's te verkrijgen. Een vaak gehoorde suggestie om dit te verhelpen is BAN Vlaanderen te 'herorganiseren' op sectorale basis in plaats van op regionale basis. Andere suggesties zijn:

- Meer publiciteit;
- Strengere screening;
- Duidelijkere reglementen en omkadering: ten eerste voor wat de werking van het BAN zelf betreft en ten tweede een leidraad voor zowel BAs als ondernemers (vb. voorbeeld van aandeelhoudersovereenkomst, ethische code voor beide partijen);
- Personaliseren van de aanpak.

Suggesties voor het overheidsbeleid

Algemeen stellen de BAs dat de overheid reeds verscheidene mooie initiatieven heeft uitgewerkt, maar dat deze soms hun doel missen. Een vaak aangehaald voorbeeld is het ARKimedes-initiatief. Het doel dat men hiermee hoopte te bereiken was de creatie van bijkomende investeringscapaciteit. Aangezien de instap echter als te groot wordt ervaren voor de meerderheid der BAs en bijgevolg dit initiatief vooral ten goede komt van banken of gelijkaardige instellingen, vinden de BAs dat het zijn doel mist. Verder worden de verschillende initiatieven, geïntroduceerd door de overheid, vaak vergezeld van een te groot aantal randvoorwaarden. De bureaucratie moet dus omlaag. Niettegenstaande het feit dat sommige BAs de mening is toegedaan dat de overheid zich beter niet mengt, konden uit de BA suggesties toch drie grote ruime aandachtspunten gedistilleerd worden: de administratieve rompslomp moet omlaag, de afstraffing bij falen is nog steeds te groot en de drempelvrees bij jongeren om ondernemer te worden is nog te groot.

6.2.2. Interviews met ondernemers van BA-gesteunde ondernemingen

Beschrijvende kenmerken van de BA-gefinancierde ondernemingen

De 28 BA-gefinancierde ondernemingen, wiens ondernemers geïnterviewd werden, hebben de volgende kenmerken (zie tabel 16). Ongeveer de helft van de bedrijven is actief in de dienstenindustrie, inclusief ICT en R&D, één derde is actief in handel en de rest is vooral actief in de productie van consumentengoederen.

Tabel 16: Sectorverdeling BA-gesteunde ondernemingen

<i>Sector (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Andere diensten	14
Handel	9
Consumptiegoederen	4
Energie en water	1
TOTAAL	28

De ondernemingen zijn gemiddeld 4 jaar oud op het moment van BA participatie en 8 jaar oud in 2006. In 11 van de 28 gevallen participeerde de BA binnen het eerste jaar na oprichting en in 15 van de 28 gevallen binnen de eerste twee jaren na oprichting. Dit wordt ook weerspiegeld in het doel van de gezochte financiering: in de helft van de gevallen gaat het om zaai- en opstartkapitaal en in de andere helft om kapitaal voor expansie en ontwikkeling (zie tabel 17). In 2006 is 1 bedrijf is nog steeds niet opgericht, 1

is reeds ontbonden, 3 ondernemingen zijn failliet en de overige 23 zijn nog steeds actief en privaat. Geen enkel bedrijf is al overgenomen.

Tabel 17: Doel van de gezochte financiering

<i>Doel (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Expansie en ontwikkeling	13
Opstartfinanciering	8
Zaai kapitaal	5
Replacement capital	1
MBO/MBI	1

Tabel 18 geeft de kenmerken van de ondernemers van de 28 BA-gesteunde ondernemingen weer. De leeftijd van deze ondernemers is zeer divers, gaande van minimum 30 jaar tot maximum 70 jaar (in 2006). De gemiddelde leeftijd in 2006 bedraagt 46 jaar. De meerderheid der ondernemers zijn mannen (93%) en hebben minstens een diploma van hoger onderwijs (27 van de 28 ondernemers). De helft van de ondernemers hebben een economische opleiding achter de rug en nog eens 11 ondernemers hebben een wetenschappelijke opleiding genoten. Dit kan zowel universitair als post-universitair zijn. Gemiddeld hebben deze ondernemers reeds 7 jaar werkervaring als ondernemer en 8 jaar werkervaring als manager alvorens de BA financiering ontvangen te hebben. Op dat ogenblik heeft de gemiddelde ondernemer reeds 1 onderneming opgericht (minimum: 0, maximum: 5). 6 van de 28 ondernemers hadden bovendien reeds ervaring met risicokapitaal, doorgaans via hun vorige job.

Tabel 18: Kenmerken ondernemers BA-gesteunde ondernemingen

<i>Leeftijd (N=26)</i>	<i>Aantal</i>
30 ≤ leeftijd ≤ 35	5
35 < leeftijd ≤ 45	9
45 < leeftijd ≤ 55	6
55 < leeftijd	6
TOTAAL	26
Minimum	30
Maximum	70
Gemiddelde	46
Mediaan	44
<i>Geslacht (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Man	26
Vrouw	2
TOTAAL	28
<i>Hoogste niveau van opleiding (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Middelbaar	1
Hogeschool of universiteit	21
Master	5
Doctoraat	1
TOTAAL	28
<i>Type opleiding (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Business - Economie	14
Rechten	1
Wetenschappen	11
Sociale wetenschappen	2
Andere	2

Financiering van BA-gesteunde ondernemingen

Zonder rekening te houden met één onderneming die BA financiering ontving van 25 BAs, heeft de mediaanonderneming BA financiering ontvangen van één enkele BA. Tot op heden heeft elk bedrijf, gemiddeld, € 480 089 BA-geld ontvangen, waarvan € 236 571 afkomstig is van BAN-angels, en dit in ruil voor gemiddeld 34% van de aandelen. Het totale bedrag BA-financiering ontvangen door de geïnterviewde ondernemingen is gelijk aan € 13 442 500. Indien we dit extrapoleren, komt dit neer op € 13 011 429 aan BA-geld geïnvesteerd via een BAN, of € 15,19 per euro overheids-geld gespendeerd aan de BANs. Dit verschilt van de € 20,83 hierboven vermeld aangezien er geen perfecte overlapping is tussen de investeringen van de geïnterviewde BAs en de geïnterviewde ondernemers. De extrapolaties leren dus dat elke Euro overheids-subsidie geleid heeft tot € 15 à € 20 investering door BAs. In totaal schatten we dat €26 404 912 werd geïnvesteerd door BAs (inclusief deze die geen lid waren van een BAN), of € 30,82 per euro gespendeerd overheids-geld.

Net zoals in de interviews met de BAs, vinden we ook bij de interviews met de ondernemers bewijs terug voor het feit dat BANs een belangrijke rol vervullen in de informele risicokapitaalmarkt. Meer bepaald wordt in deze interviews bevestigd dat BANs helpen bij het reduceren van zowel de kapitaal- als de informatiekloof. Hieronder zal eerst de kapitaalkloof vanuit het standpunt van de ondernemers geanalyseerd worden; daarna analyseren we de informatiekloof.

Dat de ondernemers inderdaad een kapitaalkloof percipiëren kan gestaafd worden aan de hand van de volgende vaststellingen. Wanneer de ondernemers gevraagd werd waarom ze specifiek opteerden voor BA financiering, antwoordden 17 ondernemers, of 63%, dat ze dit deden omdat er geen andere opties beschikbaar waren. Slechts 5 ondernemers verwezen expliciet naar de toegevoegde waarde van BAs als belangrijkste reden.

Wanneer hen gevraagd werd of ze ook andere financiering zouden gevonden hebben indien de BANs niet bestaan hadden, antwoordden 11 ondernemers 'ja', 6 'nee' en de rest was niet zeker. Bovendien stelden 17 ondernemers initieel dat er ook een andere mogelijke investeerder in het vooruitzicht was op het moment van BA financiering. Toen hierop werd doorggevraagd, verwezen de meeste ondernemers echter naar 3F geld (*'family, friends and fools'*) of naar banken, maar ze gaven toe dat beide alternatieven minder geschikt waren dan BA financiering. Bij 3Fs omwille van problemen die kunnen voortvloeien uit het mengen van het privé- en zakenleven, bij bankfinanciering omwille van de strengere voorwaarden die eraan verbonden waren.

20 ondernemers (71%) bevestigen dat ze ook financiering gezocht hebben bij andere bronnen dan BA financiering (zie tabel 19). Van deze ondernemers heeft 65% zich gewend tot een bank, 40% tot een VC, 30% heeft gepoogd overheidsgerelateerde financiering, zoals subsidies, te verkrijgen en 10% heeft ook financiering gezocht bij familie en vrienden. De helft van deze 20 ondernemers heeft ook effectief die andere financiering verkregen. 4 ondernemingen ontvingen bankfinanciering, 4 ontvingen overheidsgerelateerde financiering, 1 ontving 3F geld, 1 ontving VC financiering en 1 ontving financiering van andere professionele investeerders. Het gemiddelde bedrag dat deze bedrijven in staat waren te verzamelen via andere financieringskanalen bedraagt €

233 313, wat, indien geëxtrapoleerd naar de 55 BA-gefinancierde ondernemingen, neerkomt op € 4 582 924.

Tabel 19: Andere financieringsbronnen

<i>Financieringsbronnen</i>	<i>Gezocht (N=20)</i>	<i>Ontvangen (N=10)</i>
3 Fs	1	1
Andere ondernemingen	1	1
Bank	13	4
Overheidsgerelateerde financiering	6	4
Venture Capitalist	8	1
Andere	4	1

61% van de ondernemers stelt dat de financiering die ze van BAs gekregen hebben een positieve impact heeft gehad op de verdere verwerving van financiering. Dit kan gestaafd worden aan de hand van de volgende gegevens (zie tabel 20). 14 bedrijven waren, volgend op de BA financiering, in staat bankfinanciering te verkrijgen, 2 bedrijven VC financiering en nog 4 andere ondernemingen financiering via andere kanalen zoals subsidies. Gemiddeld verzamelden deze ondernemingen nog een additionele € 365 000 volgend op de BA financiering.

Tabel 20: Opgehaalde financieringsbedragen

<i>Bedragen in €</i>	<i>N</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>	<i>Gem.</i>
BA financiering	28	37000	3000000	480089
Alternatieve financiering	9	2500	750000	233313
Follow-on financiering	15	12500	2075000	365000

BA-gesteunde ondernemingen en BANs

De bevestiging voor de rol van BANs in het reduceren van de informatiekloof in de informele risicokapitaalmarkt kan in de volgende resultaten gevonden worden (zie tabel 21). Wanneer aan de ondernemers gevraagd werd of ze BA financiering zouden gevonden hebben indien de BANs niet hadden bestaan, antwoordden 9 ondernemers 'ja', 8 ondernemers 'nee' en de rest 'misschien'. Echter, van degenen die 'ja' of 'misschien' antwoordden, stelden er 3 dat dit zou gebeurd zijn met dezelfde BAs, 2 met andere BAs en de andere ondernemers konden dit niet concretiseren. In 71% van de gevallen (20 op 28) opteerden de ondernemers ervoor zich te wenden tot een BAN aangezien dit voor hen de enige gekende manier was om in contact te komen met BAs.

Tabel 21: Redenen om zich als ondernemer tot een BAN te wenden

<i>Reden (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Enige manier om in contact te komen met BAs	20
Aanbevolen door anderen	5
Grotere kans op slagen	3
Gebruik maken van participatiefonds	1
Andere	4

Net zoals de BAs beschouwen ook de ondernemers de formule of organisatie van een BAN als het sterkste punt (zie tabel 22). Andere sterke punten volgens de ondernemers zijn de aanwezigheid van kwaliteitsvolle BAs en de begeleiding en ondersteuning die de ondernemingen krijgen vanuit het BAN. Ter bevestiging van dit laatste gaf één vierde van de ondernemers aan dat er, tussen het eerste contact met het BAN en de eigenlijke voorstelling aan de BAs, ook effectief wijzigingen werden doorgevoerd aan het business plan op aanraden van het BAN. Niettegenstaande deze vaststelling wordt de ‘bijdrage’ van het BAN echter ook als het zwakste punt van een BAN bestempeld. Sommige ondernemers waren de mening toegedaan dat een BAN meer moet doen dan louter de functie van tussenpersoon vervullen. Andere vermelde zwakke punten zijn de te kleine schaal van de BANs (er zouden dus meer BAs moeten zijn) en de te kleine bedragen die te vinden zijn via deze BANs. Dit laatste blijkt echter niet uit de gemiddelde investeringsbedragen van de BAs.

Tabel 22: Sterkste en zwakste punten BAN

<i>Sterkste punten (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Goede formule	23
Aanwezigheid van kwaliteitsvolle BAs	8
Begeleiding/ondersteuning en feedback van uit het BAN	7
Geeft toegang tot potentiële investeerders	3
Goede reputatie	2
Zeer toegankelijk	2
Andere	4
<i>Zwakste punten (N=28)</i>	<i>Aantal</i>
Beperkte bijdrage van BAN	6
Te kleinschalig	4
Vooraf voor kleinere bedragen	4
Beperkte visibiliteit BANs	3
BAs en hun bedoelingen moeten beter gescreend worden	3
Lage kwaliteit van andere projecten	2
Andere	3

Ook aan de ondernemers werd hun mening gevraagd omtrent de mate waarin de BANs, in hun ogen, de hun vooropgestelde taken goed hebben vervuld alsook het belang van elk van deze taken (zie tabellen 23 en 24).

Tabel 23: Taken oude BANs – score van de ondernemers (/10)

<i>Taken BAN</i>	<i>Gem.</i>	<i>Med.</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>	<i>St. D.</i>	<i>N</i>
<i>1. Bewust maken</i>						
Potentiële angels meer bekend maken met BA financiering (zowel virgin/latent)	6,83	7,00	5	9	1,33	6
Ondernemers meer bewust maken van het bestaan van BA financiering	6,40	6,00	1	10	2,38	25
Potentiële investeerders meer bewust maken van de optie van BA financiering	6,33	7,00	2	8	1,88	18
Ondernemers meer bekend maken met de kenmerken van BA financiering	6,16	6,00	1	10	1,77	25
<i>2. Informeren en opleiden</i>						
Ondernemers informeren over wat van hen doorgaans verwacht zal worden van een BA	7,16	8,00	2	10	1,72	25
Ondernemers leren hoe ze zichzelf best presenteren aan potentiële investeerders	6,92	7,00	1	10	2,10	25
Ondernemers leren hoe ze een goed business plan moeten opstellen	6,83	7,00	1	10	2,01	23
Ondernemers leren wat de voor- en nadelen en de toegevoegde waarde van BA financiering kan zijn	6,52	7,00	1	10	1,76	25
Opleiden van BAs op vlak van contracting, waardering, enz	5,33	6,00	1	8	2,06	12
Ondernemers leren hoe te onderhandelen	5,32	5,00	1	10	2,15	25
<i>3. Matching</i>						
Samenbrengen van BAs en ondernemers	7,65	8,00	4	10	1,41	26
Aantrekken van BAs die waarde kunnen toevoegen aan hun portfolio bedrijven (op vlak van ervaring, middelen, tijd, reputatie)	7,00	7,00	3	10	1,63	22
Bevorderen van de communicatie tussen ondernemers en investeerders	6,62	7,00	1	10	1,83	26
Aantrekken van voorstellen van hoge kwaliteit	6,23	6,50	1	10	2,37	22
<i>4. Overige taken</i>						
Hoge kwaliteits-screening van voorstellen	7,62	8,00	4	10	1,75	21
Stimuleren van potentiële angels om te investeren (zowel virgin/latent)	6,46	7,00	2	9	1,85	13
Uitbreiden van het persoonlijk netwerk van de BA met andere angels	4,86	6,00	1	7	2,12	7
Stimuleren van syndicatie van investeringen met andere BAs	4,29	5,00	1	7	1,98	14

Tabel 24: Taken oude BANS – Belang volgens de ondernemers (/7)^a

Belang^a	Gem.	1	2	3	4	5	6	7	N	St. D.
1. Bewust maken										
Potentiële angels meer bekend maken met BA financiering (zowel virgin/latent)	5,89	0	0	1	3	6	6	12	28	1,20
Ondernemers meer bewust maken van het bestaan van BA financiering	6,04	0	0	1	2	4	9	12	28	1,10
Potentiële investeerders meer bewust maken van de optie van BA financiering	5,96	0	1	0	2	4	10	11	28	1,20
Ondernemers meer bekend maken met de kenmerken van BA financiering	5,87	0	1	0	2	5	11	9	28	1,18
2. Informeren en opleiden										
Ondernemers informeren over wat van hen doorgaans verwacht zal worden van een BA	6,07	0	0	1	1	5	9	12	28	1,05
Ondernemers leren hoe ze zichzelf best presenteren aan potentiële investeerders	5,68	1	1	0	3	4	9	10	28	1,54
Ondernemers leren hoe ze een goed business plan moeten opstellen	5,82	1	2	1	1	3	4	16	28	1,81
Ondernemers leren wat de voor- en nadelen en de toegevoegde waarde van BA financiering kan zijn	6,11	0	0	1	1	4	10	12	28	1,03
Opleiden van BAs op vlak van contracting, waardering, enz	5,43	0	1	1	4	9	5	8	28	1,35
Ondernemers leren hoe te onderhandelen	5,75	0	0	0	6	4	9	9	28	1,14
3. Matching										
Samenbrengen van BAs en ondernemers	6,64	0	0	0	0	1	8	19	28	0,56
Aantrekken van BAs die waarde kunnen toevoegen aan hun portfolio bedrijven (op vlak van ervaring, middelen, tijd, reputatie)	6,36	0	0	0	1	4	7	16	28	0,87
Bevorderen van de communicatie tussen ondernemers en investeerders	5,68	0	1	1	3	6	7	10	28	1,36
Aantrekken van voorstellen van hoge kwaliteit	6,18	0	0	1	1	3	10	13	28	1,02
4. Overige taken										
Hoge kwaliteits-screening van voorstellen	6,14	0	0	0	1	6	9	12	28	0,89
Stimuleren van potentiële angels om te investeren (zowel virgin/latent)	5,39	1	0	2	5	5	6	9	28	1,57
Uitbreiden van het persoonlijk netwerk van de BA met andere angels	5,07	0	1	0	8	8	7	3	27	1,17
Stimuleren van syndicatie van investeringen met andere BAs	4,57	3	0	3	8	3	8	3	28	1,75

^a waarbij 1 = onbelangrijk, 4 = noch belangrijk, noch onbelangrijk en 7 = heel belangrijk

Net zoals de BAs, vinden de ondernemers de matching-taak het best uitgevoerd. Hierbij benadrukken we nogmaals dat dit de mening is van ondernemers die via een BAN financiering gevonden hebben. Indien we ook de ondernemers, die geen financiering

gevonden hebben, zouden geïnterviewd hebben, dan zou dit wellicht minder goed gepercipieerd worden zijn. Niet alleen vinden de ondernemers dat de BANs deze taak goed hebben uitgevoerd, ze vinden ook dat dit de meest belangrijke taak is van een BAN. Daarnaast is de hoge-kwaliteitsscreening van investeringsvoorstellen en het informeren van ondernemers over wat van hen doorgaans verwacht zal worden van een BA zeer belangrijk. Het is opvallend dat de percepties van BAs en ondernemers omtrent hoe goed de BANs deze belangrijkste taken vervullen, vrij gelijklopend zijn. Het aantrekken van BAs die waarde kunnen toevoegen aan de bedrijven waarin ze investeren en het aantrekken van voorstellen van hoge kwaliteit, zijn twee andere essentiële taken van een BAN volgens de ondernemers. Op beide taken hebben de oude BANs goed tot zeer goed gescoord.

De taak waarop BANs het slechtst scoren volgens de ondernemers is het stimuleren van syndicatie (een taak die ook tot de slechtst beoordeelde behoorde bij de BAs), maar deze taak vinden de ondernemers ook één van de minst belangrijke. Andere taken die minder goed beoordeeld worden, zijn het uitbreiden van het persoonlijk netwerk van de BAs en - opnieuw - het opleidingsaspect. Wat ze maar matig gewaardeerd hebben, is hoe ondernemers geleerd werd om te onderhandelen en hoe BAs opgeleid werden op vlak van o.a. waardering en opstellen van contracten. Nochtans vinden ze deze taken zeer belangrijk. Hierin zijn de oude BANs dus tekort geschoten in de ogen van ondernemers die desalniettemin in staat waren om BA financiering te vinden.

Minder belangrijk in hun ogen zijn het stimuleren van syndicatie en het uitbreiden van het persoonlijk netwerk van de BA, niet toevallig twee taken die ook eerder slecht beoordeeld werden.

Ook op basis van de interviews met de ondernemers konden we een aantal aanbevelingen naar de BANs toe distilleren. Meer bepaald zouden BANs volgens de ondernemers het volgende moeten doen:

- meer publiciteit maken: BA financiering is nog steeds een onbekend fenomeen voor te veel ondernemers. Een vaak gehoorde suggestie is het publiceren of meer bekend maken van de 'succesverhalen';

- meer ondersteuning aanbieden: ondernemers voelen zich soms te veel aan hun lot overgelaten. Input van ervaren mensen is dan uiterst belangrijk;
- strengere screening van zowel voorstellen als kandidaat-BAs;
- ontwikkeling van een algemene ethische code of deontologie.

Het is opmerkelijk dat de laatste suggestie, die spontaan naar voor gebracht werd, voorkomt bij zowel de ondernemers als de business angels.

Suggesties voor het overheidsbeleid op basis van de interviews met de ondernemers

Net als bij de BAs, leeft ook bij de ondernemers het gevoel dat vele overheidsinitiatieven hun doel voorbij lopen. De perceptie is dat het geld dat via deze initiatieven verdeeld wordt, steeds bij dezelfde partijen terechtkomt en dat dus degenen die het geld echt nodig hebben in de kou blijven staan. De overheid is in de ogen van de gemiddelde ondernemer te risicoavers en te veel gefocust op hoogtechnologische investeringen. Andere vaak gehoorde suggesties door ondernemers omvatten onder meer een versoepeling van de randvoorwaarden om aan financiering te geraken (in lijn met de verzuchtingen van de BAs) of een flexibelere regulering en meer informatie voor startende ondernemers. Starters weten namelijk vaak niet welke financieringsbronnen zij ter beschikking hebben.

6.2.3. Conclusies op basis van de interviews met BAs en ondernemers

Op basis van de interviews met zowel BAs als ondernemers vinden we steun voor het eerste argument pro overheidsinterventie, zijnde het bestaan van een falend in de informele risicokapitaalmarkt. De inefficiënte informatiestroom in deze markt wordt geïllustreerd door het feit dat, indien de BANs niet zouden bestaan hebben, de meeste ondernemers geen BA financiering zouden gevonden hebben en, analoog, dat de meeste BAs de ondernemingen waar ze nu in geïnvesteerd hebben ook niet gekend zouden hebben. Bovendien stelt de meerderheid der ondernemers ook dat de BANs voor hen de enige manier vormen om in contact te komen met BAs. Bovenop deze informatiekloof percipiëren de ondernemers ook een kapitaalkloof. Ze bevestigen immers moeilijkheden te hebben gehad met het verkrijgen van financiering via andere kanalen. Dit zou erop kunnen wijzen dat BAs een vorm van laatste toevlucht zijn voor deze ondernemers.

Het belang van BANs kan benadrukt worden door de volgende inschattingen. Voor elke euro overheidsgeld gespendeerd aan de vier BANs, werd er tussen € 15,19 en € 20,83 aan BA geld geïnvesteerd via een BAN en werd er ongeveer € 8,43 aan ‘virgin angel’ geld geïnvesteerd, zowel via een BAN als niet via een BAN. Daarenboven werd er tussen € 15,63 en € 42,34 aan BA geld geïnvesteerd via andere kanalen en ongeveer € 5,35 geïnvesteerd door andere financierings-bronnen. Uit de interviews blijkt dat het grootste deel van deze bedragen niet zouden geïnvesteerd worden zijn indien de BANs niet zouden bestaan hebben.

6.3. Performantievergelijking van BA-gesteunde en niet-BA-gesteunde ondernemingen

Overheidsinterventie is slechts relevant indien er een marktfaling is en indien de begunstigen belangrijk zijn voor de economische groei in een regio. Het eerste hebben we nagegaan via de interviews met de BAs en de ondernemers. Het tweede gaan we na door de evolutie te bestuderen van ondernemingen die gefinancierd zijn via BAN en deze te vergelijken met de evolutie van ondernemingen die geen financiering verkregen hebben via BAN. We hebben verschillende steekproeven samengesteld. De eerste steekproef bevat alle ondernemingen die financiering verkregen hebben via een BAN.¹¹ De tweede steekproef bevat ondernemingen die financiering gekregen hebben van een BA, maar die niet via een BAN gegaan zijn. Beide steekproeven samen vormen de steekproef van de BA-gesteunde ondernemingen. Daarna werd voor elke BA-gesteunde onderneming een gelijkaardige onderneming gezocht, die geen BA financiering verkregen had. Deze opzet stelt ons in staat de performantie van ondernemingen die BA financiering ontvangen hebben via een BAN te vergelijken met die van ondernemingen die BA financiering ontvangen hebben via een ander kanaal. Verder kan dan ook de performantie van BA-gesteunde ondernemingen in het algemeen en gelijkaardige niet-BA-gesteunde ondernemingen vergeleken worden. In wat volgt zal eerst de samenstelling van de steekproeven besproken worden, gevolgd door een aantal beschrijvende statistieken. Vervolgens zal besproken worden hoe we ‘performantie’ gemeten hebben om tot slot de resultaten te bespreken.

6.3.1. Samenstelling van de steekproeven

De steekproef van BA-gesteunde ondernemingen werd samengesteld op basis van drie bronnen, namelijk:

- De lijst van de 55 BA-gesteunde ondernemingen die BA financiering verkregen hebben via één van de vier oude Vlaamse BANs;
- De interviews met de BAs die geïnvesteerd hadden via één van die BANs. Er werd hen gevraagd alle identificatiedetails te geven van alle BA investeringen, inclusief degene die niet via een BAN waren verlopen;

¹¹ Merk op dat dit eigenlijk geen steekproef is, maar de volledige populatie.

- Een reeds vroeger opgestelde databank die alle financieringsbronnen bevat van 221 Vlaamse high-tech starters.¹²

Na het verwijderen van overlappingen tussen de gegevensbronnen en ondernemingen die we niet verder konden identificeren, hielden we 44 BA-gesteunde ondernemingen verbonden aan een BAN en 66 BA-gesteunde ondernemingen die een BA gevonden hebben buiten een BAN over, of een totaal van 110 BA-gesteunde ondernemingen. Deze steekproef werd verder gereduceerd door een gebrek aan data (8 ondernemingen). Tot slot werden alle ondernemingen die BA financiering verkregen hadden vóór 1992 en na augustus 2003 verwijderd, aangezien voor deze ondernemingen nog onvoldoende informatie over de post-investeringsevolucie beschikbaar is. De uiteindelijke steekproef bestaat aldus uit 84 BA-gesteunde ondernemingen, waarvan er 34 gefinancierd zijn via een Vlaams BAN.

Een steekproef van gelijkaardige niet-BA-gesteunde ondernemingen werd samengesteld door voor elk van de BA-gesteunde ondernemingen een zo gelijkaardig mogelijke onderneming te vinden en dit op vlak van leeftijd, industrie en grootte (Lerner, 1999; Manigart et al., 2002). Meer bepaald werden de BA-gesteunde ondernemingen eerst gematched op basis van hun leeftijd in het jaar voor BA participatie of het jaar van BA participatie indien de BA participeerde op het moment van opstart. Dit verzekert ons ervan dat we enkel ondernemingen vergelijken die zich in een zelfde fase van hun levenscyclus bevinden. Vervolgens werden de BA-gesteunde ondernemingen gematched op basis van de industrie waartoe ze behoren, wat geïdentificeerd wordt op basis van de NACE-BEL codes. Tot slot werden de BA-gesteunde ondernemingen gematched op grootte, wat benaderd werd door middel van hun totaal actief.¹³

6.3.2. Beschrijving van de steekproeven

De BA-gesteunde ondernemingen zijn gemiddeld 3,44 jaar oud op het moment van BA participatie, met een minimum van 0 jaar en een maximum van 33 jaar. Van de 84 BA-

¹² Zie Heirman en Clarysse (2004) voor de volledige details van deze databank.

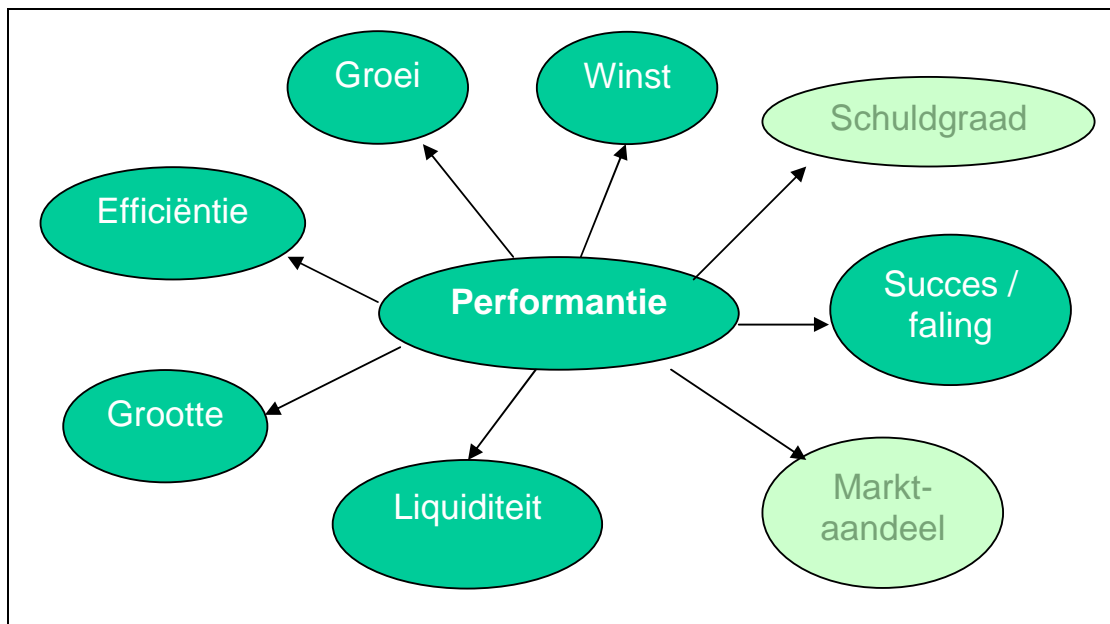
¹³ Merk op dat de gepaarde steekproef geen perfecte 'match' is aangezien er een significant verschil is in het totaal actief in het jaar van matching, wat te wijten is aan het feit dat dit het eerste te versoepelen matchingcriterium was bij gebrek aan een perfecte match (zie ook tabel 25 - significant verschil in totaal actief pre-investering). Ter compensatie hebben we een 1:5 gematchte steekproef opgesteld teneinde de robuustheid van de resultaten te controleren, maar dit wijzigde de resultaten niet significant.

gesteunde ondernemingen in onze steekproef ontvingen 33 ondernemingen BA financiering bij opstart en 51 in een later stadium. In het jaar van matching bedraagt hun totaal actief gemiddeld € 958 230, met een grote standaardafwijking van € 1 603 260. 45 BA-gesteunde ondernemingen in onze steekproef, of 54%, zijn actief in de dienstensector, waarvan 22 in ICT en 10 in R&D. Nog 20% is actief in de industriële sector, 15% in handel en de overige 11% is actief in sectoren zoals landbouw, natuurlijke bronnen, bouw en transport. De kenmerken van deze bedrijven leunen dus heel dicht aan bij het profiel van de ondernemingen wiens ondernemers geïnterviewd werden.

6.3.3. Hoe meten we performantie?

Teneinde performantie te meten, moet men rekening houden met het feit dat performantie een multidimensioneel concept is. Murphy et al. (1996) identificeren acht dimensies van performantie, zijnde efficiëntie, groei, winst, grootte, liquiditeit, succes/faling, marktaandeel en schuldgraad. Omwille van databeperkingen en de mindere relevantie van de schuldgraad voor dit soort ondernemingen, focussen wij op 6 dimensies, zijnde succes/faling, efficiëntie, groei, winst, grootte en liquiditeit (zie figuur 1).

Figuur 1: Het concept performantie



Data werden verzameld vanaf het jaar voorafgaand aan de BA participatie (indien het geen startend bedrijf betreft) tot en met vijf jaar na de participatie. Er zijn twee redenen waarom we voor deze vijfjarige horizon geopteerd hebben. Ten eerste wordt de meeste

waarde waarschijnlijk toegevoegd in de eerste jaren na de participatie, zoals Sapienza et al. (1996) vermelden in de formele risicokapitaalcontext. Bovendien hebben BAs typisch een exithorizon van ongeveer vijf jaar (Freear et al., 2002), wat bevestigd werd in onze interviews. Ten tweede zijn er ook praktische overwegingen: hoe langer de bestudeerde horizon wordt, hoe moeilijker het ook wordt om een steekproef van voldoende omvang te behouden.

6.3.4. Bespreking van de resultaten

Teneinde ons te beperken tot de essentie, hebben we de resultaten (die samengevat zijn in tabellen 25 en 26) voor het eerste, derde en vijfde jaar na BA participatie weggelaten in de tabellen. We zullen eerst de performantieresultaten voor de BA-gesteunde ondernemingen versus de niet-BA-gesteunde ondernemingen bespreken (zowel vóór BA investering als erna), vervolgens de resultaten voor de BAN-ondernemingen versus de niet-BAN-ondernemingen en tot slot zullen we ook een aantal meer beleidsmatige performantiemaatstaven bespreken.

Vergelijking performantie BA-gesteunde ondernemingen versus niet-BA-gesteunde ondernemingen

In het jaar voorafgaand aan de BA participatie is de financiële situatie van BA-gesteunde ondernemingen in het algemeen *slechter* dan die van vergelijkbare niet-BA-gesteunde ondernemingen. De BA-gesteunde ondernemingen presteren significant slechter op vlak van rendabiliteit van het totaal actief, winst (zowel de winst voor belastingen als de operationele winst), cashflow en toegevoegde waarde per werknemer. Dit bevestigt de perceptie van de ondernemers dat ze waarschijnlijk geen financiering konden verkrijgen van andere bronnen en bevestigt aldus de rol van BAs als laatste toevlucht.

Op het vlak van de performantie van de BA-gesteunde ondernemingen na BA participatie, is het beeld niet veel beter. Positief is het feit dat er geen significante verschillen zijn tussen de twee steekproeven qua proportie van gefaalde ondernemingen. Meer bepaald zijn 14 van de 84 BA-gesteunde ondernemingen gefaald, waarvan de helft faalde binnen de eerste twee jaar na BA participatie. 12 niet-BA-gesteunde

ondernemingen zijn ook gefaald, maar het aantal falingen is meer gelijk verdeeld over de jaren heen.

De BA-gesteunde ondernemingen zijn echter significant minder efficiënt, gemeten aan de hand van de rendabiliteit van het totaal actief, in vergelijking met hun niet-BA-gesteunde tegenpolen. Dit resultaat geldt voor alle bestudeerde jaren. Met betrekking tot groei (op verschillende manieren gemeten) zijn de resultaten eerder gemengd. De BA-gesteunde ondernemingen groeien significant *sterker* in totaal actief vergeleken met de niet-BA-gesteunde ondernemingen in het jaar van en het jaar na BA financiering. Daarna zijn er geen significante verschillen tussen de twee groepen. De BA-gesteunde ondernemingen groeien echter minder op het vlak van winst voor belastingen en operationele winst vergeleken met hun niet-BA-gesteunde tegenhangers en dit zowel in het jaar van BA participatie als in het jaar daarna (het laatste is alleen het geval voor operationele winst). De groei van BA-gesteunde ondernemingen is enkel significant beter in het vierde jaar na BA participatie. Geen significante verschillen tussen de BA-gesteunde ondernemingen en de gepaarde steekproef komen tevoorschijn op vlak van groei in werknemers (in voltijdse equivalenten of FTE).¹⁴ We hebben bijkomende analyses uitgevoerd op de groei over een periode van respectievelijk 2 en 4 jaar, tellend vanaf het jaar van BA participatie. De enige significante resultaten die hieruit voortvloeiden waren een sterkere groei in operationele winst (over 4 jaar) en een tragere groei in toegevoegde waarde (over 2 jaar) voor de BA-gesteunde ondernemingen.

Bovendien presteren de BA-gesteunde ondernemingen significant slechter dan de niet-BA-gesteunde ondernemingen op vlak van het absolute niveau van zowel winst voor belastingen als operationele winst. De niet-BA-gesteunde ondernemingen zijn significant kleiner, gemeten als het totaal actief, dan de BA-gesteunde ondernemingen in het jaar van BA participatie en het tweede jaar na BA participatie. Op vlak van aantal FTE werknemers zijn er geen significante verschillen tussen de twee steekproeven. Tot slot is de cashflow van BA-gesteunde ondernemingen significant slechter dan deze van niet-BA-gesteunde ondernemingen, behalve voor het vierde jaar na BA participatie.

¹⁴ Deze resultaten moeten wel met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden aangezien dit geen verplicht in te vullen post is in de Belgische jaarrekening.

Vergelijking performantie BAN-BA-gesteunde ondernemingen versus niet-BAN-BA-gesteunde ondernemingen

Nu zullen we de resultaten bespreken van de performantievergelijking tussen ondernemingen die BA financiering verkregen hebben via een BAN en ondernemingen die BA financiering verkregen hebben via een ander kanaal. Een opmerkelijke vaststelling is dat er niet veel significante verschillen zijn tussen deze twee steekproeven. De enige vastgestelde significante verschillen zijn de volgende. BAN-gesteunde ondernemingen presteren significant beter dan de niet-BAN-gesteunde ondernemingen op vlak van rendabiliteit der activa, maar dit enkel in het vierde jaar na BA participatie (en slechter in het jaar voor BA participatie), en groei in winst voor belastingen, maar dit enkel voor het jaar na BA participatie. Samengevat presteren BAN-gesteunde ondernemingen dus niet slechter noch beter vergeleken met de niet-BAN-gesteunde ondernemingen. Dit is goed nieuws voor de BANs aangezien dit suggereert dat zij niet de deals met de slechtste kwaliteit aantrekken, zoals vaak geopperd wordt.

Beleidsrelevante performantiemaatstaven

Er zijn tot slot ook nog een aantal andere performantiemaatstaven relevant vanuit een beleidsstandpunt, zoals toegevoegde waarde, belastingen en jobcreatie. BA-gesteunde ondernemingen voegen niet significant meer of minder waarde toe dan hun niet-BA-gesteunde tegenhangers. De absolute groei in toegevoegde waarde, daarentegen, is significant beter bij de BA-gesteunde ondernemingen dan bij de niet-BA-gesteunde ondernemingen, maar enkel in het vierde jaar na BA participatie. Wanneer we de BAN-gesteunde ondernemingen vergelijken met de niet-BAN-gesteunde ondernemingen, stellen we vast dat de eersten significant minder waarde toevoegen dan de laatsten, maar dit enkel in het tweede jaar na BA participatie. Hetzelfde geldt voor absolute groei in toegevoegde waarde, maar deze slechtere performantie is enkel significant in het jaar na BA participatie. De totale toegevoegde waarde van de BA-gesteunde ondernemingen in de steekproef, tellende vanaf het jaar van BA participatie, is € 116 204 000. Het totaal voor de BAN-gesteunde ondernemingen is € 31 913 000 of, indien geëxtrapoleerd, € 51 623 971. Met andere woorden, elke euro overheidssubsidies gespendeerd aan de BANs in Vlaanderen heeft € 60,26 aan toegevoegde waarde gegenereerd. Op vlak van toegevoegde waarde per werknemer presteren de BA-gesteunde ondernemingen significant slechter dan de niet-BA-gesteunde ondernemingen. Tussen de BAN-gesteunde ondernemingen en de niet-BAN-gesteunde ondernemingen zijn er geen significante verschillen.

Verder betalen de BA-gesteunde ondernemingen significant *minder* belastingen dan de niet-BA-gesteunde ondernemingen, maar dit enkel in het tweede jaar na BA participatie. Er zijn geen significante verschillen met betrekking tot de betaalde belastingen tussen de BAN-gesteunde en niet-BAN-gesteunde ondernemingen. In totaal betaalden de BA-gesteunde ondernemingen € 2 145 000 belastingen ende BAN-gesteunde ondernemingen € 348 000 belastingen overheen de bestudeerde periode, te starten vanaf het jaar van BA participatie. Indien we dit extrapoleren, komt dit neer op € 562 941 aan betaalde belastingen door BAN-gesteunde ondernemingen of, met andere woorden, elke euro overheidssubsidies gespendeerd aan de vier BANs heeft € 0,66 aan belastingen gegenereerd.

Tot slot creëerde elke BAN-gesteunde onderneming gemiddeld 1,84 extra jobs vanaf het jaar van BA participatie. Indien geëxtrapoleerd, zou dit betekenen dat de BAN-gesteunde ondernemingen samen 102 netto-jobs creëerden (187 gecreëerde jobs min 85 vernietigde jobs), wat dus neerkomt op een overheidskost van € 8 399 per gecreëerde job, en 495 jobs in totaal vertegenwoordigden. Om dit in perspectief te plaatsen kunnen we vergelijken met een recente Europese studie van de overheidskost per job van het 'European Seed Capital Fund Scheme', wat een programma is van co-financiering van early stage venture capital fondsen. Murray (1998) becijferde dat de kost per job van die interventie € 1 260 bedroeg (Murray, 1998). Met andere woorden, op vlak van kost per job lijken de overheidssubsidies voor BANs minder efficiënt.

6.3.5. Conclusie performantievergelijking

Samengevat kunnen we stellen dat BA-gesteunde ondernemingen slechter presteren vóór BA participatie dan vergelijkbare niet-BA-gesteunde ondernemingen, wat de visie bevestigt dat BAs een financieringsbron van laatste toevlucht zijn. Na de investering presteren BA-gesteunde ondernemingen significant slechter dan hun niet-BA-gesteunde tegenhangers op vlak van efficiëntie, winst, liquiditeit en toegevoegde waarde per werknemer. Ze presteren net iets beter met betrekking tot de groei in toegevoegde waarde en presteren even goed met betrekking tot hun falingsgraad en toegevoegde waarde. De resultaten zijn gemengd voor groei en grootte. Ze betalen ook iets minder belastingen. Algemeen gesproken zijn er geen significante verschillen tussen de BAN-gesteunde ondernemingen en de niet-BAN-gesteunde ondernemingen wat de traditionele performantiemaatstaven betreft, maar voegen de BAN-gesteunde ondernemingen echter wel iets minder waarde toe (zowel qua niveau als groei).

<i>Performantiemaatstaf (in 000 EUR)</i>	<i>BA-gesteunde ondernemingen</i>							<i>Niet-BA-gesteunde ondernemingen (1:1 matched sample)</i>			
	<i>BAN</i>			<i>Niet via BAN</i>			<i>Sign.</i>	<i>Gem.</i>	<i>St.D.</i>	<i>N</i>	<i>Sign.</i>
	<i>Gem.</i>	<i>St.D.</i>	<i>N</i>	<i>Gem.</i>	<i>St.D.</i>	<i>N</i>					
Rendement op activa: -1	-0.36	0.47	21	-0.28	0.95	22	*	0.02	0.34	45	***
Rendement op activa: 0	-0.45	0.54	26	-0.39	0.80	27		0.04	0.22	62	***
Rendement op activa: 2	-1.58	5.04	21	-0.28	0.46	41		0.11	0.24	65	***
Rendement op activa: 4	0.22	0.44	5	-0.41	0.80	31	*	0.09	0.15	33	**
Groei in Totaal Actief: -1/0	285.35	896.93	20	232.10	508.51	21		205.82	795.61	45	*
Groei in Totaal Actief: 0/1	111.43	529.05	21	645.21	1436.61	24		12.38	405.30	60	***
Groei in Totaal Actief: 2/3	-142.45	449.44	11	91.05	906.32	37		35.54	469.93	56	
Groei in Totaal Actief: 3/4	379.80	1642.98	5	-4.60	344.54	30		-55.44	742.07	34	
Groei in winst vóór belastingen: -1/0	-91.95	137.85	20	-99.52	320.02	21		17.16	137.57	45	**
Groei in winst vóór belastingen: 0/1	24.81	191.45	21	-126.71	456.56	24	*	29.76	201.66	59	
Groei in winst vóór belastingen: 2/3	808.73	2483.91	11	-84.51	539.73	37		44.72	213.54	57	
Groei in winst vóór belastingen: 3/4	445.80	603.14	5	378.42	1489.50	31		-25.26	210.41	35	**
Groei in operationele winst: -1/0	-62.10	135.58	20	-109.38	318.53	21		24.07	134.54	45	**
Groei in operationele winst: 0/1	1.29	152.04	21	-112.92	460.45	24		32.63	201.52	60	**
Groei in operationele winst: 2/3	730.18	2130.84	11	-42.30	555.47	37		20.00	146.82	57	
Groei in operationele winst: 3/4	313.60	412.66	5	152.29	558.12	31		-1.37	176.19	35	*
Groei in werknemers: -1/0	2.50	5.82	12	2.00	3.72	14		3.68	9.03	22	
Groei in werknemers: 0/1	-0.36	3.52	14	3.86	8.84	21		4.26	11.25	27	
Groei in werknemers: 2/3	1.17	5.27	6	2.22	11.78	32		0.68	7.70	28	
Groei in werknemers: 3/4	-1.75	6.45	4	2.39	11.64	28		1.29	6.99	17	
Winst vóór belastingen: -1	-214.81	569.63	21	-36.41	96.98	22		5.09	140.36	46	***
Winst vóór belastingen: 0	-269.23	519.36	26	-200.33	348.09	27		15.16	120.70	63	***
Winst vóór belastingen: 2	-687.76	2116.79	21	-364.67	552.82	42		55.49	220.42	69	***
Winst vóór belastingen: 4	-46.60	490.57	5	9.65	979.99	31		34.29	215.34	35	
Operationele winst : -1	-181.10	567.15	21	-25.09	103.59	22		15.43	142.19	46	***
Operationele winst : 0	-213.88	506.13	26	-196.30	361.01	27		30.66	123.95	64	***
Operationele winst : 2	-618.57	1899.75	21	-330.33	561.59	42		76.10	216.49	69	***
Operationele winst : 4	-147.20	523.55	5	-164.87	369.10	31		51.57	220.90	35	***
Totaal actief: -1	1214.81	2011.76	21	575.41	698.63	22		553.52	797.92	46	**
Totaal actief: 0	1251.50	2229.01	26	967.44	938.71	27		757.56	1155.18	64	**
Totaal actief: 2	1495.14	2307.02	22	1609.24	2014.98	41		947.99	1371.08	67	***
Totaal actief: 4	1892.60	2116.57	5	1478.37	2040.41	30		1020.76	1154.06	34	

Tabel 25: Performantievergelijking tussen BA-gesteunde (BAN en niet-BAN) en niet-BA-gesteunde ondernemingen (deel 1)

Tabel 26: Performantievergelijking tussen BA-gesteunde (BAN en niet-BAN) en niet-BA-gesteunde ondernemingen (deel 2)

<i>Performantiemaatstaf (in 000 EUR)</i>	<i>BA-gesteunde ondernemingen</i>							<i>Niet-BA-gesteunde ondernemingen (1:1 matched sample)</i>			<i>Sign.</i>
	<i>BAN</i>			<i>Niet via BAN</i>			<i>Sign.</i>	<i>Gem.</i>	<i>St.D.</i>	<i>N</i>	
	<i>Gem.</i>	<i>St.D.</i>	<i>N</i>	<i>Gem.</i>	<i>St.D.</i>	<i>N</i>					
Aantal werknemers (VTE): -1	11.85	12.71	13	7.47	7.90	15		14.18	32.24	22	
Aantal werknemers: 0	11.06	16.33	17	7.88	8.60	24		15.48	31.56	29	
Aantal werknemers: 2	11.00	18.38	16	11.51	16.77	37		20.39	35.59	33	
Aantal werknemers: 4	30.50	32.36	4	13.90	25.16	29		16.78	16.18	18	
Cash flow: -1	-96.52	445.21	21	-3.36	97.57	22		33.80	144.57	44	***
Cash flow: 0	-133.69	386.49	26	-128.56	319.69	27		48.48	123.69	58	***
Cash flow: 2	-545.10	2205.43	20	-220.88	484.13	42		100.21	232.42	66	***
Cash flow: 4	200.50	156.21	4	201.26	1044.53	27		90.06	173.33	33	
Toegevoegde waarde: -1	279.48	763.57	21	218.59	363.19	22		332.20	940.82	46	
Toegevoegde waarde: 0	238.85	696.33	26	233.44	637.86	27		394.86	1010.77	63	
Toegevoegde waarde: 2	317.45	1063.29	22	377.98	741.30	42	*	624.84	1359.55	69	
Toegevoegde waarde: 4	1156.50	2244.67	6	629.19	1267.56	31		640.83	1061.71	35	
Groei in toegevoegde waarde: -1/0	33.15	176.97	20	61.52	363.30	21		122.32	377.38	44	
Groei in toegevoegde waarde: 0/1	61.38	266.19	21	237.29	378.62	24	*	121.55	551.98	58	
Groei in toegevoegde waarde: 2/3	-31.83	191.76	12	124.00	469.92	37		92.89	350.08	56	
Groei in toegevoegde waarde: 3/4	331.00	373.98	6	198.48	604.44	31		-12.29	279.30	35	**
Toegevoegde waarde per werknemer: -1	9.56	54.57	14	28.46	54.19	16		62.53	50.18	22	***
Toegevoegde waarde per werknemer: 0	-10.49	69.39	17	12.83	75.61	25		63.62	32.76	30	***
Toegevoegde waarde per werknemer: 2	24.13	83.03	16	22.60	118.16	37		77.06	52.50	33	**
Toegevoegde waarde per werknemer: 4	67.47	49.75	4	27.90	61.41	29		82.59	55.61	18	**
Belastingen op het resultaat: -1	17.60	18.73	5	16.20	17.65	10		21.19	34.47	32	
Belastingen op het resultaat: 0	4.20	7.80	10	21.82	32.78	11		19.11	47.42	44	
Belastingen op het resultaat: 2	-1.17	4.17	6	15.69	27.68	13		40.44	93.27	52	**
Belastingen op het resultaat: 4	196.00	/	1	30.15	41.76	13		40.11	51.43	27	

7 Algemene conclusie

In dit onderzoeksproject hebben we de efficiëntie van overheidssubsidies voor BANs bestudeerd. Voorstanders van overheidsinterventie in de risicokapitaalmarkt rechtvaardigen deze tussenkomst op basis van twee argumenten. Het eerste argument is de gepercipieerde falings in de informele risicokapitaalmarkt, veroorzaakt door een kapitaal- en informatiekloof. Het tweede argument is het gepercipieerde belang van jonge en/of snelgroeiende ondernemingen voor economische ontwikkeling. Dus, teneinde aan te tonen dat overheidssubsidies gerechtvaardigd zijn, dienen we aan te tonen dat er een marktvaling is, die gereduceerd wordt door de BANs en dat de ondernemingen die financiering via deze BANs ontvangen bijdragen tot economische ontwikkeling.

Gebaseerd op Storey's (2000) voorgesteld onderzoeksopzet om overheidsmaatregelen te evalueren, hebben we interviews afgenomen met zowel BAs als ondernemers en hebben we de performantie vergeleken van BA-gesteunde ondernemingen (zowel degene die BA financiering ontvangen hebben via een BAN als degene die dit via een ander kanaal hebben verkregen) en vergelijkbare niet-BA-gesteunde ondernemingen.

Op basis van de interviews vinden we steun voor het eerste argument pro overheidsinterventie, zijnde het bestaan van een informatie- en kapitaalkloof in de informele risicokapitaalmarkt. Zowel ondernemers als business angels geven aan dat ze moeilijkheden hebben om elkaar te vinden en ze bevestigen dat BANs deze inefficiëntie reduceren. Bovendien verwijzen ondernemers ook naar de moeilijkheden waarmee ze geconfronteerd worden bij het vinden van financiering bij andere bronnen. Zowel de interviews als de pre-investering boekhoudkundige gegevens tonen aan dat BAs wel degelijk een financieringsbron van laatste toevlucht zouden kunnen zijn voor deze jonge en/of snelgroeiende ondernemingen. Onze studie toont dus duidelijk aan dat er een marktvaling is in de markt van informeel risicokapitaal en dat de BANs deze falings helpen reduceren.

Met betrekking tot het tweede argument pro overheidsinterventie zijn de resultaten meer ambigue. Ondernemingen die BA financiering ontvingen via een BAN dragen wel degelijk bij tot de economische ontwikkeling van een regio, maar dat deze bijdrage is

slechts beperkt op vlak van betaalde belastingen en gecreëerde jobs. Ze presteren niet beter noch slechter in vergelijking met ondernemingen die hun BA financiering ontvingen via een ander kanaal. BA-gesteunde ondernemingen in het algemeen presteren echter wel slechter dan niet-BA-gesteunde ondernemingen op de meerderheid der performantiemaatstaven.

Samengevat percipiëren zowel BAs als ondernemers een faling in de informele risicokapitaalmarkt, een faling die BANs helpen reduceren, aldus het eerste argument pro overheidsinterventie bevestigend. Met betrekking tot het tweede argument voor overheidsinterventie stellen we vast dat BAN-gesteunde ondernemingen een beperkte bijdrage hebben tot economische ontwikkeling en noch beter, noch slechter presteren in vergelijking met BA-gesteunde ondernemingen die hun financiering niet via een BAN verkregen. Samengenomen bieden deze resultaten toch ondersteuning voor overheidsinterventie in de informele risicokapitaalmarkt en verdere subsidiëren van BANs. Zonder het bestaan van de BANs hadden de meeste van deze BA-gesteunde ondernemingen immers niet bestaan.

8 Referenties

- Berger, Allen N. & Gregory F. Udell. (1998) "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle." *Journal of Banking and Finance* 22(6-8): 613-673.
- Dollery, Brian. (1994) "Economic theory and policy analysis: Conceptual guidelines for public policy-makers." *Australian Journal of Public Administration* 53(2): 222-232.
- European Business Angel Network. (2005a) *European directory of business angel networks in Europe*. Brussels: EBAN.
- European Business Angel Network. (2005b) *Statistics Compendium*. Brussels: EBAN.
- European Commission. (2003) "Benchmarking business angels." *Best Report 1*: 1-44.
- Florida, Richard & Donald F. Smith. (1993) "Keep the government out of venture capital." *Issues in Science and Technology* 9(4): 61-68.
- Freear, John, Jeffrey Sohl & William Wetzel. (2002) "Angles on angels: Financing technology-based ventures – A historical perspective." *Venture Capital* 4(4): 275-287.
- Harrison, Richard T. & Colin M. Mason. (1999) "Editorial: An overview of informal venture capital research." *Venture Capital* 1(2): 95-100.
- Heirman, Ans & Bart Clarysse. (2004) "How and why do research-based start-ups differ at founding? A resource-based configurational perspective." *Journal of Technology Transfer* 29(3): 247-268.
- Legrand, Julian. (1991) "The theory of government failure." *British Journal of Political Science* 21(4): 423-442.
- Leleux, Benoît & Bernard Surlemont. (2003) "Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis." *Journal of Business Venturing* 18(1): 81-104.
- Lerner, Josh. (2002) "When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public venture capital' programmes." *The Economic Journal* 112(477): F73-F84.
- Lerner, Josh. (1999) "The government as Venture Capitalist: The long-run impact of the SBIR program." *The Journal of Business* 72(3): 285-318.
- Lerner, Josh. (1998) "Angel financing and public policy: An overview." *Journal of Banking and Finance* 22(6-8): 773-783.
- Lockett, Andy, Gordon Murray & Mike Wright. (2002) "Do UK venture capitalists still have a bias against investment in new technology firms." *Research Policy* 31(6): 1009-1030.

- Manigart, Sophie, Katleen Baeyens & Wim Van Hyfte. (2002) "The survival of venture capital backed companies." *Venture Capital* 4(2): 103-124.
- Mason, Colin M. & Richard T. Harrison. (2003) "Closing the regional equity gap? A critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds initiative." *Regional Studies* 37(8): 855-868.
- Mason, Colin M. & Richard T. Harrison. (2002) "Barriers to investment in the informal venture capital sector." *Entrepreneurship and Regional Development* 14(3): 271-287.
- Murphy, Gregory B., Jeff W. Trailer & Robert C. Hill. (1996) "Measuring performance in entrepreneurship research." *Journal of Business Research* 36(1): 15-23.
- Murray, Gordon. (1998) "A policy response to regional disparities in the supply of risk capital to new technology-based firms in the European Union: The European Seed Capital Fund Scheme." *Regional Studies* 32(5): 405-419.
- OECD. (1997) "Government venture capital for technology-based firms." Organisation for Economic co-operation and development. OCDE/GD(97)201
- Paul, Stuart, Geoff Whittam & Jim B. Johnston. (2003) "The operation of the informal venture capital market in Scotland." *Venture Capital* 5(4): 313-335.
- Sapienza, Harry J., Sophie Manigart & Wim Vermeir. (1996) "Venture capitalist governance and value added in four countries." *Journal of Business Venturing* 11(6): 439-469.
- Sohl, Jeffrey. (2003) "The U.S. angel and venture capital market: Recent trends and developments." *The Journal of Private Equity* 6(2): 7-17.
- Storey, David. (2000) "Six steps to heaven: Evaluating the impact of public policies to support small businesses in developed economies." In *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*, ed. D.L. Sexton & H. Landström, 176-193. Oxford: Blackwell Publishers Ltd.
- Stroobandt Frank, John Lievens & Hans Waeye. (2005) "Cultuurparticipatie in het Europa van de 15. Vlaanderen: 'Best in Class'?" In *Cultuurparticipatie in breedbeeld*, ed. J. Lievens & H. Waeye, 233-264. Antwerpen: Uitgeverij De Boeck.
- Van Auken, Howard E. (2001) "Financing small technology-based companies: The relationship between familiarity with capital and ability to price and negotiate investment." *Journal of Small Business Management* 39(3): 240-258.
- Wetzel, William. (1987) "The informal venture capital market: Aspects of scale and market efficiency." *Journal of Business Venturing* 2(4): 299-313.
- Wolf, Charles. (1979) "A theory of non-market failure: Framework for implementation analysis." *Journal of Law and Economics* 22(1): 107-139.