

Investeren in high-tech start-ups: criteria van durfinvesteerders en andere financiers



Martijn de Koning 348104 (auteur)
Dr. Jeroen P.J. de Jong (coach)
Dr. Hans Bruining (meelezer)
10 september 2012
martijndekoning_1@hotmail.com
Erasmus Universiteit
Rotterdam School of Management (RSM)
PTO MScBA/drs. Bedrijfskunde
Burgemeester Oudlaan 50, J3-28
3062 PA Rotterdam

Investeren in high-tech start-ups: criteria van durfinvesteerdere en andere financiers

Disclaimer

Het auteursrecht van deze Master Thesis berust bij de auteur. Het gepresenteerde werk is origineel en er zijn geen andere bronnen gebruikt dan degenen waarnaar verwezen in de tekst en zijn genoemd in de referenties. De auteur is geheel verantwoordelijk voor de inhoud van deze Thesis. De RSM is slechts verantwoordelijk voor de onderwijskundige begeleiding en aanvaardt in geen enkel opzicht verantwoordelijkheid voor de inhoud.

VOORWOORD

Het idee van deze MasterThesis is ontstaan uit de colleges New Business Innovation Entrepreneurschap van Jeroen de Jong en mijn persoonlijke interesse in het financieren van innovatieve hightech start-ups. Deze interesse is ontstaan door mijn betrokkenheid bij het Teckle concept van de Rabobank¹.

In ruim 8 maanden heb ik deze Master Thesis BusinessAdministration voltooid. Dit was de afronding van een zeer mooie, waardevolle en intensieve studieperiode.

Hierbij wil ik mijn begeleider Jeroen de Jong hartelijk bedanken voor het sparren, het praktisch bijsturen en zijn erg snelle reacties op mijn e-mails. Jeroen wist mij op tactische wijze te motiveren waardoor ik het tempo beter kon bijhouden. Door deze combinatie ontstond voor mij een enorme discipline om veel vrije tijd en vakantiedagen aan deze MasterThesis te besteden. Daarbij wil ik mijn meezeer Hans Bruining ook bedanken voor het kritisch meedenken vanuit een ander perspectief.

Natuurlijk wil ik mijn vrouw Judith ook bedanken voor de steun, de motivatie en de interesse tijdens mijn studie. Gedurende deze opleiding heeft Judith mij twee prachtige dochters geschonken. Ondanks deze extra impuls aan het gezinsleven heeft zij mij gemotiveerd om door te zetten. Dit terwijl mijn inbreng aan het privé- en gezinsleven minimaal te noemen was in deze turbulente tijden. Bedankt voor je geduld!

Mijn werkgever Rabobank wil ook graag bedanken voor het mogelijk maken van deze studie. Naast de middelen en arbeidsuren die beschikbaar zijn gesteld, heb ik tijdens de gehele studieperiode een volledige betrokkenheid ervaren.

Als laatste wil ik mijn studiegenoten bedanken voor de fantastische tijd samen; in de colleges, tijdens de groepsopdrachten en discussies, tijdens het carpoolen en tijdens onze studietrips in Cleveland en Keulen. Ook van jullie heb ik enorm veel geleerd en de kans gekregen bedrijfskunde in een breder perspectief te zien.

Martijn de Koning

Best, 19 augustus 2012

¹ www.teckle.nl

SAMENVATTING

Innovatieve hightech start-ups ervaren vanaf de vroege levensfase de noodzaak van financiële middelen. De reden hiervoor is dat in de eerste fasen van de innovatieve start-up, de kosten geruime tijd voor de baten uit gaan. Ook in de latere fasen zijn er verschillende externe financiers die een rol kunnen spelen in de mogelijke groei van de onderneming. Daarom is het noodzakelijk voor innovatieve start-ups inzicht te verkrijgen in de belangrijkste criteria van investeren voor investeerders en mogelijke financiers.

De huidige wetenschappelijke literatuur beschrijft voornamelijk de investeringscriteria van durfinvesteerdere: Business Angels en Venture Capitalists. Echter aangezien deze investeerders niet het monopolie op de financiering van innovatieve hightech start-ups hebben, zijn banken en overheidsgelateerde financiers daar in dit onderzoek aan toegevoegd.

Naast een wetenschappelijke toevoeging heeft het onderzoek direct praktische waarde: het biedt een integraal overzicht van beoordelingscriteria van diverse typen externe financiers en hoe deze onderling verschillen. Dit is nuttige informatie bij het samenstellen van checklists voor zowel financiers als startende ondernemers met een financieringsbehoefte.

De bevindingen tonen aan dat van de 20 geselecteerde criteria, de generieke beoordelingscriteria zoals passie, branche kennis en leiderschapsvaardigheden binnen het algemeen beeld van dit onderzoek als meest belangrijk worden gekwalificeerd. Daarbij treden diverse verschillen op tussen de typen externe financiers bij het waarden van de investeringscriteria.

De externe financiers bleken echter ook waarde te hechten aan de betrokkenheid van andere netwerkpartijen, de betrokkenheid van andere financiers als indicatie voor de legitimiteit van de investeringskans. Deze criteria zijn tot nu toe onderbelicht gebleven en vormen daarmee een toevoeging aan de huidige literatuur.

Concluderend kan worden vastgesteld dat onderstaand citaat niet alleen van toepassing is op de VC's maar ook sporen nalaat bij de overige externe financiers.

There is no question that irrespective of the horse (product), horse race (market), or odds (financial criteria), it is the jockey (entrepreneur) that fundamentally determines whether the venture capitalist will place a bet at all. McMillan et al. (1985).

INHOUDSOPGAVE

1 INLEIDING	5
1.1 Aanleiding/motivatie.....	5
1.2 Introductie op de probleemstelling.....	5
1.3 Probleemstelling en onderzoeksvragen	7
1.4 Onderzoeksdoelstelling	7
2 THEORIE.....	8
2.1 Criteria van financiers.....	8
2.2 Management	12
2.4 De Markt.....	14
2.5 Product	17
2.6 Opbrengsten en risico	19
2.7 Verschillen tussen typen financiers.....	22
3 METHODE	25
3.1 Doelgroep	25
3.2 Interviewprotocol	26
3.3 De respondenten.....	27
4 BEVINDINGEN.....	28
4.1 Belangrijkste criteria van financiers	28
4.2 Significante verschillen tussen financiers.....	31
4.3 Business Angels	33
4.4 Venture Capital Fondsen	34
4.5 Banken	35
4.6 Overheidsgerelateerde financiers.....	36
5 DISCUSSIE	38
5.2 Implicaties voor ondernemers	42
5.3 Implicaties voor onderzoek	43
Referenties	45
Bijlage 1 Interview checklist	48
Bijlage 2 Overzicht van de respondenten.....	49

1 INLEIDING

1.1 Aanleiding/motivatie

Het starten van een nieuwe onderneming brengt vele risico's met zich mee. Illustratief zijn de statistieken van startende bedrijven die falen. Waar 40% al in het eerste jaar faalt, is het 90% dat binnen de eerste 10 jaar verdwijnt (Timmons 1999).

Innovatie wordt door bedrijven en onderzoekers al lang gezien als een belangrijke factor om lange termijn groei en hoge winstgevendheid van een bedrijf te garanderen (Drucker, 1988).

Echter wanneer er gekeken wordt naar hightech start-ups is de kans van slagen nog kleiner. Het is voor banken veelal onmogelijk om in de vroege fase van de innovatieve start-up tot financiering te komen. Het missen van een trackrecord is een voorbeeld van een reden (Berger and Udell, 1998). Kenmerkend hierbij is dat de start-up juist in de vroege fase van de onderneming de noodzaak van financiële middelen ervaart. De reden hiervoor is dat in de eerste fasen van de innovatieve start-up de kosten geruime tijd voor de baten uitgaan. De eerste fase bestaat voornamelijk uit ontwikkeling van een product, waardoor omzet genereren uitblijft.

Middels dit onderzoek wordt getracht inzage te geven in de belangrijkste investeringscriteria om te investeren/ financieren in innovatieve hightech start-ups. Dit bekeken vanuit Business Angels (BA's), Venture Capital fondsen (VC's), banken en overheidgerelateerde financiers. Innovatieve start-ups doorlopen verschillende fasen gedurende de levenscyclus. Bij iedere fase zijn er verschillende investeerders/ financiers die een rol kunnen spelen in de mogelijke groei van de onderneming. Daarom is het noodzakelijk voor innovatieve start-ups inzicht te verkrijgen in de belangrijkste criteria van investeren voor de betrokken externe financiers.

1.2 Introductie op de probleemstelling

De wetenschappelijke literatuur beschrijft voornamelijk de investeringscriteria van durfinvesteerdere: Business Angels (BA's) en Venture Capitalists (VC's). Deze criteria geven een beeld van de factoren die investeerders van belang achten voor hun investeringsbeslissing.

Echter, BA's en VC's hebben niet het monopolie op de financiering van hightech start-ups. Ook banken en overheidsgerelateerde partijen kunnen een rol spelen; denk bij de laatste groep in Nederland aan regionale ontwikkelingsmaatschappijen en organisaties als bijvoorbeeld

Incubator 3+². Incubator 3+ ondersteunt startende ondernemers met kansrijke technologisch innovatieve plannen en ideeën. Het stimuleert en faciliteert technostarters in de idee- en planfase om zo de tijd van idee tot prototype te verkorten. Doel hierbij is het aantal succesvolle technostarters in een bepaalde regio te verhogen.

In dit onderzoek zullen de investeringscriteria van de vier genoemde groepen (BA's, VC's, banken, overheidsgelateerde financiers) in kaart worden gebracht en vergeleken. Over de beoordelingscriteria van banken en overheidsgelateerde financiers is nog weinig bekend; de tot dusver uitgevoerde wetenschappelijke studies zijn hoofdzakelijk gericht op durfinvesteerdere. Dit terwijl in de rede ligt dat banken en overheidsgelateerde financiers andere criteria hanteren; uit het navolgende zal blijken dat zij doorgaans in andere fasen van het venture creation proces instappen.

Dit onderzoek richt zich op hightech innovatieve start-ups in Nederland. Er wordt inzicht gegeven in de belangrijkste investeringscriteria om te investeren in innovatieve start-ups. De focus ligt op MKB bedrijven, en in het bijzonder hightech MKB start-ups omdat hierbij innovatie een belangrijke rol speelt. Er is voor deze groep gekozen omdat hightech bedrijven een centrale plaats innemen in het vertalen van nieuwe technologische kennis in concrete toepassingen, en net als grotere organisaties te maken hebben met een zich ontwikkelde R&D- functie (De Jong, 2006). Hightech bedrijven zijn belangrijk voor de economische ontwikkeling van een land en spelen een belangrijke rol op het gebied van innovatie. Bovendien hebben juist hightech start-ups een grote behoefte aan externe financiering; reguliere MKB-bedrijven kunnen doorgaans niet op de interesse van financiers rekenen, en bovendien maken zij bij voorkeur gebruik van bootstrappingtechnieken om hun bedrijf te starten (Winborg en Landstrom, 2001).

²<http://www.incubator3plus.nl/>

1.3 Probleemstelling en onderzoeksvragen

De probleemstelling luidt:

Op basis van welke criteria beoordelen potentiële financiers hightech start-ups, en welke verschillen treden daarbij op tussen Business Angels, Venture Capitalists, Banken en overheidsgelateerde financiers?

Om deze probleemstelling te operationaliseren, zijn de volgende onderzoeksvragen geformuleerd:

1. Wat is er bekend over de beoordelingscriteria van externe financiers?
2. Hoe verschillen deze criteria tussen Banken, BA's, VC's en overheidsgelateerde financiers? En
3. Wat is hieruit te concluderen voor toekomstig onderzoek, en voor innovatieve hightech start-ups die de kans op aantrekken van investeerders willen vergroten?

1.4 Onderzoeksdoelstelling

Op basis van literatuuronderzoek is een overzicht samengesteld van de belangrijkste beoordelingscriteria die potentiële financiers hanteren. Vervolgens is door middel van halfgestructureerde interviews met BA's, VC's, banken en overheidsgelateerde financiers vastgesteld in welke mate de beoordelingscriteria tussen de typen externe financiers verschillen.

De wetenschappelijke toevoeging van dit onderzoek uit zich door inzicht te bieden in de investeringscriteria van overheidsgelateerde financiers en banken tegenover de huidige literatuur die voornamelijk gebaseerd is op VC's en BA's. Mede gezien het feit dat de literatuur (zie hoofdstuk 2) nog maar weinig theoretische basis biedt als het gaat om de verschillen tussen de vier typen financiers, is gekozen voor een exploratief kwantificerend onderzoek naar verschillen in investeringscriteria. Er zijn derhalve vooraf geen specifieke hypothesen opgesteld.

Naast een wetenschappelijke toevoeging heeft het onderzoek direct praktische waarde: het biedt een integraal overzicht van beoordelingscriteria van diverse typen financiers en hoe deze onderling verschillen. Dit is nuttige informatie bij het samenstellen van checklists voor zowel financiers als startende ondernemers met een financieringsbehoefte; uit het onderzoek zijn

aanbevelingen te destilleren over hoe zij zich het beste kunnen presenteren, en waaraan aandacht te besteden bij het voorleggen van hun business case.

2 THEORIE

In dit hoofdstuk wordt een beschrijving gegeven van bestaande wetenschappelijke kennis over de investeringscriteria die financiers hanteren om te investeren in innovatieve hightechstart-ups. Er wordt eerst een generiek overzicht geboden van het tot dusver uitgevoerde onderzoek (2.1). Vervolgens worden de belangrijkste beoordelingscriteria weergegeven. Deze zijn te relateren aan:

- I. het management van de onderneming (2.2),
- II. de markt (2.3),
- III. het product (2.4),
- IV. opbrengsten/risico's (2.5).

In de laatste paragraaf maken we aannemelijk waarom er verschillen te verwachten zijn tussen diverse typen financiers (2.6).

2.1 Criteria van financiers

Investeringscriteria is een veel besproken onderwerp in academische publicaties van de afgelopen decennia. Gezien de brede basis aan literatuur, is voornamelijk die literatuur bestudeerd, waarbij de focus ligt op investeringscriteria bij investeren in innovatieve hightech start-ups (Deventer en Mlambo 2008), (Levie en Gimmon, 2008), (Mason en Stark, 2004), (Zutchi et al, 1999), Landström, 1998), (Feeney et al. 1999), (Fried en Hisrich, 1994).

Binnen de huidige academische publicaties zijn voornamelijk de investeringscriteria van VC's en BA's beschreven en bestudeerd. Banken worden zeer minimaal meegenomen in deze publicaties en overheidsgerelateerde financiers ontbreken geheel.

Naast het in beeld brengen van de verschillende investeringscriteria, wordt ook het investeringsproces in kaart gebracht. Op deze manier tracht de schrijver de stappen in beeld te brengen die een investeerder neemt om tot investeren over te gaan.

In algemene zin is het doel van de schrijvers om de investeringscriteria van een investeerder in beeld te brengen. Sommige studies focussen daarnaast op de verschillen tussen VC's en BA's, waarbij weer andere de nadruk leggen op de belangrijkste investeringscriteria binnen een land. In de geraadpleegde academische studies is een oerwoud aan beoordelingscriteria geïdentificeerd. Daarin is de vierdeling 'management', 'markt', 'product' en 'opbrengsten/risico' te ontdekken. Onderstaande tabel 1 geeft een gedetailleerd overzicht van de genoemde beoordelingscriteria.

literatuur criteria	Deventer & Mlambo (2008)	Levie & Gimmon (2008)	Mason & Stark (2004)	Feeney et al. (1999)	Zutshi et al. (1999)	Landström (1998)	Fried & Hisrich (1994)
Type investeerder	VC	VC's en BA's	VC, BA's en banken	BA's	VC	BA	VC
Locatie van onderzoek	Zuid-Afrika	VS, Israel en UK	Zuid Engeland	Canada	Singapore en VS	Zweden	VS
Steekproef	Een Survey onder 16 respondenten	Diepte interviews onder 6 respondenten	Diepte interviews onder 10 respondenten	Interviews en enquêtes onder 303 respondenten	Enquêtes onder 307 respondenten	Enquêtes 44 respondenten	Diepte interviews onder 5 respondenten
Criteria							
<i>Management</i>							
Achtergrond Ondernemer	X	X	X				X
Samenstelling man. team				X			
Flexibiliteit ondernemer	X						X
Kennis ondernemer				X			
Betrouwbare ondernemer				X			X
Integere ondernemer	X		X	X		X	X
Leiderschap vaardigheden	X	X		X	X	X	X
Branche ervaring Ondern.	X		X	X	X	X	X
Trackrecord ondernemer	X		X	X	X	X	X
Passie ondernemer	X	X	X		X		X

Vaardigheden ondernemer	X	X	X	X			
Ondernemer is teamplayer		X					
Business strategie			X				
Sales capaciteiten						X	
Trackrecord onderneming				X			
Organisatie activiteiten			X			X	
<i>Product</i>							
Innovativiteit product		X	X	X		X	
Onderscheidend vermogen	X	X	X			X	
Product Prestatie			X		X	X	
Uitstraling product			X				
Aantal patenten		X			X		X
Functionaliteiten product			X		X	X	
Technische haalbaarheid	X			X		X	
<i>Markt</i>							
Potentiële marktgroei	X	X	X	X		X	
Marktomvang	X					X	X
Marktsegmentatie		X					
Kennis van de markt					X	X	
Time to market	X		X				
Marktbehoefte	X		X				
Marktacceptatie product	X				X	X	
Werkend prototype					X		
Inzichtelijke markt				X			
Lange termijn visie				X			
Niveau van de concurrentie			X			X	
<i>Opbrengsten en risico</i>							
Kosten en prijs product			X				
Omzet prognose	X	X	X	X			
Potentie voor omzetgroei	X			X	X		X
Betrouwbare prognoses				X			
Winst	X			X			
Gefaseerd investeren		X					
Benodigde investering		X					X
Tijd tot break even						X	
Waardering aandelen	X		X				
Verwachte ROI	X		X	X	X	X	X

Exit mogelijkheden			X	X	X	X	X
Goede Risico inschatting	X			X	X	X	X

Tabel 1 Investeringscriteria uit de huidige literatuur

Uit tabel 1 blijkt dat in voorgaande studies een groot aantal criteria is te destilleren aan de hand waarvan potentiële financiers hightech start-ups beoordelen. Niet elk criterium is even vaak genoemd: sommige criteria worden door vrijwel alle eerdere studies herkend (bijvoorbeeld passie van de ondernemer, trackrecord ondernemer, potentiële marktgroei) en andere slechts incidenteel (bijvoorbeeld inzichtelijkheid van de markt, en productuitstraling). Daarnaast zijn er veel criteria die deels of bijna geheel overlappen (bijvoorbeeld: ‘track record van de ondernemer’ en ‘track record van de onderneming’ vallen bij een start-up vrijwel samen). Daarom is er binnen deze thesis, met het oog op onderzoekbaarheid, het overzicht ingedikt tot vier hoofdkenmerken, met per hoofdkenmerk vijf subkenmerken. Zie figuur 1. In het navolgende worden deze kenmerken in meer detail uit- en toegelicht.



Figuur 1 De hoofd en subcriteria geselecteerd uit de huidige literatuur

2.2 Management

Passie

Onder passie wordt verstaan het enthousiasme, de betrokkenheid en overtuigingskracht van de ondernemer (Deventer en Mlambo 2008), (Levie en Gimmon, 2008), (Mason en Stark, 2004). Hoe de ondernemer tijdens zijn gesprekken met de investeerders overkomt is grotendeels bepalend voor de investeringsbeslissing. De ondernemer moet een gedreven proactieve houding aannemen. Investeerders willen het gevoel hebben dat de ondernemer heeft wat nodig is om de onderneming tot een succes te maken. Gedrevenheid bestaat hierbij uit hard werken en inzicht. De ondernemer moet zichzelf kunnen motiveren om (figuurlijk) deuren in te trappen om klanten te vinden (Mason en Stark 2004). Onderzoek van Zutshi et al. (1999) onder VC's toont aan dat in de VS de capaciteit van de ondernemer om intensief tijd en energie in de start-up te steken het belangrijkste criterium is en dat in Singapore dit het tweede belangrijkste criterium is.

De wil om iets te bereiken wordt getoond door passie. Mensen die hoger scoren in de wil om iets te bereiken zouden beter in staat zijn om kansen in het ondernemerschap te benutten. Dit gebeurt volgens Shane (2003) om de volgende redenen;

Ten eerste omdat men bij het benutten van kansen in het ondernemerschap in staat moet zijn problemen op te lossen. De bereidheid en mogelijkheid om zulke problemen op te lossen vragen om personen die uitdagingen tegemoet komen, dit is karakteristiek voor mensen die een grote wil hebben om iets te bereiken.

Ten tweede dient men bij het benutten van kansen doelen te kunnen stellen, plannen en informatie vergaren. Mensen met passie hebben een sterke bereidheid om te plannen, doelen te stellen, informatie te verzamelen en te leren.

Ten derde hebben mensen met een sterke wil de passie om ideeën tot leven te brengen. Dit verhoogd de kans dat deze ondernemer zijn doelen een lange tijd doorzet in activiteiten, ondanks mislukkingen en obstakels (Shane, 2003).

Branchekennis

Ervaring in de markt waarin men gaat acteren wordt belangrijk bevonden (Mason en Stark, 2004), (Fried en Hisrich, 1994). Ondernemers met kennis van een industrie, zij het als klant of leverancier, kunnen zich vaak een beeld verschaffen over de wens van potentiële klanten in de betreffende branche. Branchekennis zorgt voor informatie die buitenstaanders nooit kunnen

vergaren (Johnson, 1986). De informatie en vaardigheden verkregen uit branche ervaring verhogen de prestaties en de exploitatie van de onderneming (Shane, 2003). In eerder onderzoek wordt aangetoond dat ervaring in de branche de kans op falen verminderd bij het starten van een nieuwe onderneming. In de studie over Duitse start-ups bewijzen Bruderl et al (1992) dat branche ervaring de overlevingsrating positief beïnvloedt.

Kennis van de markt speelt bij VC's een essentiële rol om tot investeren over te gaan. Daarbij wordt rekening gehouden met de karakteristieken van de markt/industrie, de milieu aspecten (environmental threats), het niveau van de concurrentie en het niveau van product differentiatie (Mason en Stark, 2004 en Shephard 1999). BA's staan meer open voor investeringen in nieuwe sectoren. Immers, bij hen ligt de nadruk eerder op de generieke criteria dan op de sector specifieke kennis (Van Osnabrugge, 2000).

Integriteit

Voordat een investeerder besluit te gaan investeren gaat daar een proces aan vooraf dat vaak maanden tot een jaar kan duren. Het is voor investeerders van essentieel belang dat men vertrouwen heeft in de oprechtheid van de ondernemer (Fried en Hisrich, 1994), (Landström, 1998), (Feeney et al. 1999). De investeerder gaat veelal nauw samenwerken met de ondernemer en dient daarom te weten of deze te vertrouwen is. Mason en Stark (2004) geven aan dat openheid een belangrijke rol speelt. Het is ook belangrijk wie de betrokken personen worden. Hoe staan deze bekend en verwacht men dat deze integer zijn. De investeerder neemt deze criteria mee in gesprekken met de ondernemer, zijn familie en tijdens een referentiecheck. Persoonlijke integriteit wordt als belangrijkste kenmerk ervaren en hierbij speelt de persoonlijkheid van de ondernemer een rol (Deventer en Mlambo 2008). Het is ook de reputatie van de investeerder die meespeelt in het verhaal. Wanneer een onderneming niet integer handelt loopt de investeerder een risico op betrokkenheid. Ook bij banken zie je dat de integriteit een steeds belangrijkere rol krijgt³. Natuurlijk is het altijd al van essentieel belang geweest, maar vanaf 2009 is de controle hierop groter en dienen de banken vanwege vernieuwde wet en regelgeving meer inzicht te hebben in de integriteit van de klant.

³ <http://www.pwc.nl/nl/assets/documents/artikel-wetgeving-rond-klantintegriteit.pdf>

Trackrecord

Met een trackrecord wordt bedoeld; historische ervaring in het opstarten van nieuwe ondernemingen. Deze ervaring verhoogd de kans op het benutten van een ondernemers kans (Fried en Hisrich, 1994). Hoewel sommige vaardigheden en informatie voor het benutten van kansen geleerd kan worden door opleiding, managementervaring of branche ervaring, kan de meest belangrijke informatie enkel worden geleerd door het te doen (Jovanovic, 1982). Bijvoorbeeld de routines om organisaties op te zetten, kan alleen geleerd worden door organisaties te creëren (Bruderl et al., 1992). Een trackrecord wordt in de literatuur ook beschreven als eerdere commerciële ervaring met bewezen resultaten. Wanneer dit van toepassing is zijn investeerders sneller bereid te investeren in een kans (Feeney et al, 1999).

Leiderschap

Het management moet zich bewezen hebben in leiderschap, dit dient getoond te worden door resultaten in verschillende bedrijfsactiviteiten (Deventer en Mlambo 2008). Wanneer de groei van de onderneming achterblijft is de investering minder rendabel. Het is daarom dat verwacht kan worden dat VC's en BA's veel waarde hechten aan de capaciteiten van het management. De meest consistente vinding in verschillende studies over VC's is de kwaliteit van het management (Fried en Hisrich, 1994), (Landström, 1998). Dit bevat de leiderschap ervaring, kwaliteit van het managen en de ervaring in het samenstellen van een succesvol team. Hierin biedt een aantoonbare leiderschapservaring van een manager een voordeel bij het zoeken naar investeerders (Mason en Stark 2004). Gebaseerd op bewijs vanuit focus groepen van BA's concluderen Haines et al. (2003) dat mensen de belangrijkste factor zijn in het beslissingsproces van investeren. Veel investeerders geven daarbij aan dat zij veelal voor een hands-on mentaliteit kiezen waarbij zij zelf een rol spelen binnen het (te) vormen management. Juist omdat ze veel tijd met het management van de onderneming spenderen is het voor hen belangrijk in capabele mensen te investeren. Daarnaast kiezen ze vaak ook voor mensen die ervaring hebben in het managen van een bedrijf en daarbij de business goed kennen waarin ze actief zijn.

2.4 De Markt

Marktgroei

Uit bestaande literatuur blijkt eveneens dat voor financiers, het marktpotentieel van een product of dienst als een belangrijk investeringscriterium wordt ervaren. Daarbij is het

belangrijk dat men actief is in een groeiende markt (Deventer en Mlambo, 2008), (Levie en Gimmon (2008). Met andere woorden afnemers moeten het willen kopen (Levie & Gimmon, 2008). In datzelfde onderzoek is zichtbaar dat, vooral in de VS de marktpotentie als zeer belangrijk wordt ervaren.

Dit wordt eveneens bevestigd door Mason en Stark (2004) en Deventer en Mlambo (2008). Zij concluderen dat de marktgroei bij zowel de BA's als de VC's het belangrijkste criterium is.

Ook in het onderzoek uitgevoerd door Zutshi et al. (1999) komt naar voren dat een groeiende markt van essentieel belang is, maar spreekt tegen dat dit criterium belangrijker voor investeerders zou zijn dan de passie van de ondernemer

Het is ook een logisch gegeven dat men waarde hecht aan het feit of een markt gaat groeien. Een markt die expandeert maakt het namelijk mogelijk om een bedrijf snel te ontwikkelen (Landstrom, 1998). Er wordt hierbij meer gekeken naar het potentieel in de markt dan naar de huidige sterktes en zwaktes (Landstrom, 1998). Inspelen op trends is hierbij van belang, om middels een innovatief product of dienst, de vraag naar het product en of dienst te waarborgen.

Verwachte marktacceptatie

Men kan in staat zijn een prachtig innovatief product te ontwikkelen, maar als de markt er niet in geïnteresseerd is blijft een succesverhaal uit. Daarom is de verwachte marktacceptatie van een product van essentieel belang (Deventer en Mlambo 2008), (Zutshi et al, 1999), (Landström, 1998). Het exploiteren van een succesvolle kans is afhankelijk van 4P's: product, prijs, plaats en promotie. Het product moet aantrekkelijk zijn voor huidige maar ook toekomstige klanten (Zutshi et al, 1999). De prijs stelling moet in verhouding staan tot de geleverde kwaliteit. Ook de plaats waar het product verkrijgbaar is weegt mee. Daarnaast kan een goed uitgevoerde promotiestrategie van het nieuwe product zorgen voor een juiste lancering en gretige afname van het product (Zutshi et al, 1999).

Opvallend is dat waar VC's meer nadruk leggen op marktrisico's, kijken BA's eerder naar organisatie risico's. Dit uit zich in het feit dat bij onderpresterende bedrijven de VC's eerder geneigd zijn de ondernemers te vervangen die niet aan de verwachting voldoen, zich niet integer gedragen, of als incompetent worden beoordeeld (Mason en Stark, 2004).

Een ander belangrijk element dat de aantrekkelijkheid van de prijs bepaalt, is de aanwezigheid van concurrentie. Zijn er veel of weinig concurrenten op deze markt?

Marktomvang

De omvang van de markt zou een positief effect hebben op de kansen voor start-ups (Deventer & Mlambo 2008), (Fried & Hisrich, 1994). Dit omdat een grotere markt vaak leidt tot meer afnemers waardoor men sneller in staat is omzet te creëren.

Als gevolg hiervan zullen deelnemers in kleine markten hun exploitatie afstaan aan de grote gevestigde bedrijven, in een poging om dezelfde kans zelf te exploiteren in grotere markten (Shane, 2003). Meerdere empirische studies ondersteunen deze propositie. Dean et al. (1998) onderzochten een aantal kleine ondernemingen in het toetreden van 302 industrieën in drie tijdsperiodes tussen 1676 en 1978, tussen 1982 en 1984 en tussen 1986 en 1988. Zij concludeerden dat de grootte van de markt de instapmogelijkheden verruimd. Een ander voorbeeld is de studie van Ventresca et al. (1999). Zij onderzochten een aantal oprichtingen van ondernemingen in de technologiegedreven online data base van 1972 tot 1991, en concludeerden dat het niveau van computer hardware verkoop in de VS een positief effect had op het aantal opgerichte bedrijven in deze branche.

Time to Market

De time to market betreft het moment van toetreden op een bestaande of nieuwe markt met een nieuw product (Deventer en Mlambo, 2008), (Mason en Stark, 2004). Het kenmerk time to market hangt sterk samen met benodigde technologie. Een kans moet (technologisch) te realiseren zijn tegen een acceptabele inspanning in termen van tijd en geld (Shane, 2003). Daarnaast is het belangrijk te bepalen hoe snel het product op de markt kan worden gebracht. Dit laatste is van belang om een voorsprong op de concurrentie te creëren en behouden (Shane, 2003). Tevens heeft de time to market invloed op de financiële situatie van het bedrijf. Wanneer de ontwikkeling uitloopt blijven de kosten oplopen terwijl er geen omzet wordt gegenereerd. Het is daarom van essentieel belang tijdig de markt te kunnen betreden om verkoop/ omzet te realiseren.

Marktsegmentatie

Marktsegmentatie zou de kansen voor start-ups moeten vergroten omdat de exploitatie in niche markten organisaties nodig heeft die snel en behendig genoeg zijn om gebruik te maken van de kansen die niet benut worden door concurrenten (Shane, 2003). Tevens zijn nieuwe ondernemingen vaak sneller en behendiger dan grote gevestigde organisaties (Dean et al, 1998). Empirisch onderzoek ondersteunt de propositie dat marktsegmentatie de kans op het ontstaan van nieuwe bedrijven positief beïnvloed. Verschillende auteurs hebben reeds aangetoond dat, hoe hoger het niveau van marktsegmentatie in een branche, des te hoger het aantal medewerkers dat eerder geïdentificeerde kansen weet te benutten (Anton en Yao, 1995). In vele branches hebben onderzoekers aangetoond dat de aanwezigheid van markt niches kansen creëert voor nieuwe start-ups. Tevens biedt het kansen voor bestaande bedrijven om op deze manier hun operaties uit te breiden.

2.5 Product

Innovativiteit

Bij een innovatief product is het van belang dat het uniek is (Levie en Gimmon, 2008), Mason en Stark, 2008), (Feeney et al., 1999). Het is iets wat nog niet bestaat en daarmee vernieuwend is. Met een uniek product kan een onderneming zich onderscheiden van de concurrentie. Een uniek product maakt een marktintroductie makkelijker (Landstrom 1998), (Kleinschmidt en Cooper, 1991). Innovatie stelt de ondernemer in staat een barrière te creëren voor de concurrentie. Door het continue avanceren van de gebruikte methodes blijft men de concurrentie voor in het benutten van kansen (Shane, 2003). Een focus op productinnovatie heeft een positieve invloed op de winstgevendheid van start-ups. Tevens verhoogd het de kansen om een groter markt bereik te realiseren (Simon en Zahra, 1994). Zahra en Bogner's (2000) studie onder software bedrijven toont aan dat start-ups met meer productverbeteringen en meer radicale product innovaties, een hogere return on equity realiseerde dan andere start-ups.

Onderscheidend vermogen

Er moet een significant concurrentie voordeel zijn, of de branche moet niet competitief zijn (Mason & Stark, 2004), (Deventer&Mlambo,2008). Dit is conform het onderzoek van Fried en Hisrich (1994) een van de geïdentificeerde investeringscriteria die alle VC's gebruiken. Het artikel van Tyebjee en Bruno (1984) is een van de meest geciteerde artikelen in de

literatuur over VC's investeringcriteria. Zij stellen productdifferentiatie als tweede belangrijkste criteria. Hiermee bedoelen zij de mogelijkheid van de ondernemer om technische vaardigheden in te zetten om een uniek product te creëren dat door het onderscheidende vermogen beschermd kan worden middels patent en daardoor een hogere winstmarge kan genereren.

Patenten (IP)

De mogelijkheid om het product te patenteren blijkt voor sommige investeerders een belangrijk aspect te zijn. In de literatuur wordt dit echter niet beschreven als essentieel (Zutshi 1999), (Levie en Gimmon (2008). Bescherming tegen inbreuk op het intellectueel eigendom van het product middels patent beïnvloed de formatie van start-ups omdat het kennis beschermd (Arrow, 1962). In de afwezigheid van patenten is het veelal lastig om contracten te sluiten om middelen te verkrijgen ten behoeven van de exploitatie van kansen. De reden hiervoor is dat men het risico wil afdekken, dat een ander bedrijf er met de kans vandoor gaat (Shane 2004). Wanneer een bedrijf een sterke bescherming op wil zetten middels patenten, zijn er twee belangrijke zaken die bekeken moeten worden.

Ten eerste moet het aanvragen van patent wel mogelijk zijn. Hiermee wordt bedoeld dat organisaties moeten bewijzen dat ze in het bezit zijn van niet voor de hand liggende en waardevolle uitvindingen.

Ten tweede dient het patent effectief te zijn in het beschermen van intellectueel eigendom (Shane, 2004). Patent is een slechte manier van bescherming in een industrie wanneer het onwaarschijnlijk een juridische uitdaging kan weerstaan, niet afdwingbaar is in rechtbanken, eromheen kan worden uitgevonden.

Een patent is niet passend om snel evoluerende technologieën te beschermen wanneerer teveel onthulling nodig is, of licentie of wederkerige licentie om juridische redenen vereist is (Levin et al., 1987). Een voorbeeld een minder sterk patent is een patent voor de bescherming van elektronische apparaten, hierbij is het namelijk makkelijker eromheen te werken.

Technische haalbaarheid

Het kenmerk uitvoerbaarheid hangt sterk samen met benodigde technologie (Deventer en Mlambo,2008), (Feeney et al, 1999). Een kans moet (technologisch) te realiseren zijn tegen een acceptabele inspanning in termen van tijd en geld.

Belangrijk is dat er geen technologische gap is of dat het technisch zeer complex. Deze

elementen leiden tot een hogere mate van onzekerheid omdat dit vaak als technische horden gezien wordt. Haalbaarheid is een essentiële factor voor een succesvolle kans om te kunnen overtuigen en het neemt (deels)onzekerheden weg (Shane, 2003).

Verschillende technieken worden gebruikt om het ontwikkelde idee, de commerciële en technische zichtbaarheid te geven. In het algemeen gaat het om het ontwerp en het zichtbaar maken van functionele specificatie. Het is van kritisch belang om de functie en vorm te evalueren bij nieuwe product ontwikkeling (Hart et al 2003). Uitvoerbaarheid gaat dus om technische vernieuwing die realiseerbaar en zichtbaar moet zijn. Daarnaast dient men te beschikken over geschikte resources waarbij time to market niet het concurrentie voordeel belemmert.

Product prestatie

Succesvolle innovatieve ondernemingen focussen op de prestatie van het product (Mason en Stark, 2004), (Zutchi et al, 1999), Landström, 1998). Hiermee wordt bedoeld dat deze ondernemingen proberen te identificeren waar en hoe het product of de dienst het leven van de afnemer kan veranderen. Dit is een andere en belangrijke manier om naar een product te kijken. Dit betekent dat hoe een product ontwikkelt wordt, minder gaat over de functie van de technologische mogelijkheden, maar meer over de functie en het nut voor de afnemer. Zo kan een innovatief product de productiviteit van de afnemer verhogen door de consument te helpen activiteiten sneller, beter of op andere manieren te doen (Kim & Mauborgne, 2000).

2.6 Opbrengsten en risico

Gefaseerd investeren

Naar verwachting zou een onderneming met veel vermogen een voordeel hebben ten opzichte van ondernemers die een bootstrapping methode hanteren wanneer het gaat over het financieren van een onderneming. Echter in de praktijk is het vaak zo dat de funding procedures een grote verantwoordelijkheid met zich meebrengt. Hoe meer geld er aanvankelijk in een project geïnvesteerd wordt, des te minder geduld de investeerder heeft in de ROI (Gilbert & Eyring, 2010). Daarom investeren VC's in start-ups door kapitaal te verschaffen in meerdere rondes waarbij de waarde van de onderneming verhoogd wordt (Levie en Gimmon (2008).

Dit is veel effectiever dan direct het volledige vraagstuk in te vullen (Gilbert & Eyring, 2010). De rede hiervoor is dat start ups op deze manier worden gedwongen niet te ver in de verkeerde richting te gaan (Gilbert & Eyring, 2010). Wanneer men volledig gaat voor de vanaf de start bepaalde richting en ook de middelen heeft, compenseert men de mogelijkheid om te bepalen welke delen van deze richting fout zijn. Wanneer men er dan achter komt betaald men een hoge prijs. Echter wanneer een onderneming investeert in fases, middels investeren in kleine hoeveelheden, ermee rekening houdend dat de strategie nog aangepast zou kunnen worden. Dan is het makkelijker aanpassingen te verrichten om zo een succesvol resultaat neer te zetten (Gilbert & Eyring, 2010).

Mogelijke omzet groei

Voor een start up moet een significant potentieel aanwezig zijn voor omzetgroei (Deventer en Mlambo,2008),(Feeney et al, 1999). Het mag duidelijk zijn dat start-ups in de vroege fase nog geen omzet realiseren, maar voor het toekomstperspectief is het belangrijk (Hisrich en Jankowicz, 1990). Dit omdat lange termijn omzetgroei binnen ondernemingen leidt tot betere prestaties.

De omzetgroei verklaart een derde van de verandering in lange termijn waarde creatie van een onderneming (Pfeffer, 1998). Hoewel stabiele groei lastig te realiseren is, staan kapitaalmarkten erop dat ondernemingen groeien. Ze komen met fraaie beloningen voor de groei en kunnen ondernemingen straffen wanneer de omzetgroei afneemt. Dit door middel van hogere lasten voor het aantrekken van kapitaal (Rappaport en Mauboussin, 2001).

Verwachte Omzet

Investeerders baseren de kans om tot een investering te komen veelal op rentabiliteitsperspectieven (Devnter en Mlambo, 2008), Levie en Gimmon, 2008), Feeney et al, 1999). De keuze om te innoveren hangt vanzelfsprekend ook af van rationele argumenten. Een ondernemer doet er goed aan om de opbrengsten en kosten van een idee in te schatten, al is het maar globaal. Daarvoor heeft de ondernemer veel informatie nodig en ook zal hij/zij aannames moeten doen om tot deze inschattingen te komen. Door op deze manier de potentie van een idee tegen het licht te houden, maakt de ondernemer zijn/haar impliciete veronderstellingen zichtbaar (De Jong, 2009). Elke mogelijkheid om te innoveren is in feite een optie op toekomstige waardecreatie waarbij een ondernemer moet afwegen of een idee de moeite van het investeren waard is. Bij twijfel hierover wordt een idee direct minder

aantrekkelijk (Venkataraman, 1997). De verwachte opbrengsten moet bovendien voldoende groot zijn.

Exit mogelijkheden

Waar VC's tevens waarde aan hechten is om te toetsen of zij de investeringen op ten duur terugontvangen. Van de ondernemers wordt daarom vaak verwacht dat ze in het business plan een zogenaamde 'exit route' hebben uitgewerkt (Mason en Stark 2004), (Feeney et al., 1999), (Landstrom, 1998). Ook voor BA's is de exit route van de kans een belangrijk criterium.

Deinvesteerdere geven in de regel aan dat ze het rendement kunnen oogsten bij overname of bij liquidatie (Sudek, 2007). Investeerdere hebben vooraf vastgestelde verwachtingen van een mogelijke exit. Het merendeel van de investeerdere heeft de verwachting om na een periode van meer dan vijf jaar uit te kunnen stappen (Feeney et al. 2010). Het belang van een exit strategie is groot. VC fondsen pakken voornamelijk de winsten bij een (publieke) verkoop, of wanneer de onderneming de aandelen terugkoopt van het fonds.

VC fondsen verwachten een exit mogelijkheid binnen 3 tot 10 jaar. Hierbij speelt het potentieel op een hoge ROI een grote rol (Fried en Hisrich 1994).

Risico inschatting

Is er een unieke samenvoeging van criteria die in alle gevallen gebruikt kan worden bij het evalueren van start-ups? Deze vraag wordt door onderzoekere op verschillende wijze benaderd. De belangrijkste rol van de VC is om de risico's te managen van de betreffende onderneming. De evaluatie criteria zijn een mechanisme ter beoordeling van de risico's van het project (MacMillan et al, 1985). Zoals het managen van de risico's voor VC's een belangrijke rol is, is het ook een belangrijk criterium in de beoordeling van het management team. Zo wordt in het onderzoek van Zutshi et al (1999) aangetoond dat investeerdere in zowel Azië, de VS, Europa en Canada veel waarde hechten aan de capaciteiten van het management om de risico's van de onderneming te evalueren en hier adequaat op te reageren.

VC's trachten het management te beoordelen op hun vaardigheid om risico's te identificeren en waar mogelijk plannen ontwikkelen om met deze risico's om te gaan (Fried & Hisrich 1994). Een belangrijk criterium voor VC's is of de ondernemer over goede risicomanagement kwaliteiten beschikt (Deventer & Mlambo, 2008).

2.7 Verschillen tussen typen financiers

In deze paragraaf wordt beschreven waarom men (in algemene zin) verschillen kan verwachten tussen de vier verschillende typen externe financiers. In eerdere studies keek men voornamelijk naar BA's en VC's, een enkele keer naar banken en helemaal niet naar overheidsgerelateerde financiers. Tussen VC's en BA's worden doorgaans (subtiele) verschillen gevonden in het belang van de besproken criteria. Investerings van VC's zijn veelal gestoeld op het idee van beleggen en rendement oogsten, terwijl BA's vaak hun eigen middelen inzetten om winst te behalen. Daarnaast nemen BA's ook vaak actief deel in het gehele proces (Van Osnabrugge en Robinson, 2000). Met andere woorden BA's zijn veelal betrokken in de dagelijkse gang van zaken binnen de onderneming, terwijl de VC's enkel monitoren op grote lijnen (Benjamin en Margulis, 2000).

VC's en BA's kiezen de investeringen vaak op basis van vergelijkbare criteria maar leggen de nadruk op verschillende specifieke kenmerken. VC's leggen vooral de nadruk op entrepreneurial teams en marktkarakteristieken. BA's hechten meer waarde aan ondernemingsrisico's (Mason & Stark 2004).

Met name in de eerste selectieprocedure leggen VC's vooral de nadruk op de 'return on investment (ROI)'. Terwijl BA's meer kijken en selecteren op subjectieve factoren zoals de management vaardigheden en het 'onderbuikgevoel' (Timmons, 1990), (Mason en Harrison, 1996).

Daarnaast hechten VC's meer waarde aan een integriteitonderzoek dan BA's en pakken dit onderzoek professioneler op (Van Osnabrugge, 1998).

Er kan geconcludeerd worden dat de huidige studies aantonen dat VC's in mindere mate emotioneel betrokken zijn en voornamelijk geïnteresseerd zijn in ROI. Het doel van de VC is winst realiseren voor de partners.

BA's willen vooral vanuit hun kennis en ervaring een bijdrage leveren aan de start-up's (Benjamin en Margulis, 2000), (Van Osnabrugge en Robinson, 2000). Deze verschillen komen tot stand doordat de BA over het algemeen succesvol ondernemer is geweest en meer tijd ter beschikking heeft (Van Osnabrugge en Robinson, 2000).

Over de criteria van banken en overheidsgerelateerde financiers is, zoals gezegd, zeer weinig tot niets bekend uit eerder uitgevoerde wetenschappelijke studies.

Overheidsgerelateerde financiers hebben in de regel niet-commerciële motieven. Hun beweegredenen om innovatie te stimuleren is dat innovatie aantoonbaar bijdraagt aan de verbetering van de productiviteit en de economische groei (Lundvall, 1992). Hierdoor zal men meer kijken naar de bijdrage die een start-up kan leveren aan een stad, provincie of land. Gedachte hierachter is dat groei van de start-up, een positieve invloed zal hebben op de economische groei. Denk hierbij ook aan het creëren van werkgelegenheid⁴. Naar verwachting is de overheidsgerelateerde financier minder gebrand op de ROI zoals de VC's en zal men in mindere mate betrokken willen zijn als de BA.

Dit heeft ook te maken met het gegeven dat overheidsgerelateerde financiers net als banken kapitaal beschikbaar stellen middels een financiering. Dit in de vorm van een lening of een krediet. BA's en VC's participeren doorgaans in een start-up waardoor men een aandelenbelang verwerft voor het gestorte kapitaal. Dit verschil kan van invloed zijn op het belang dat men hecht aan bepaalde criteria.

Voor wat betreft banken kunnen eveneens afwijkende beoordelingscriteria worden verwacht. De aanpak van de bank in de beoordeling van een financieringsverzoek staat in contrast tot de VC's en BA's. Bankiers hechten meer waarde aan de financiële aspecten van een voorstel. Dit contrast is meer dan twee keer zo groot (Mason en Stark, 2004). Daarnaast acteert een bank risicomijdend en vestigt zekerheden om het verlies bij een default situatie te beperken.

Een ander, generiek verschil tussen de vier typen externe financiers is dat zij doorgaans in verschillende fasen van het innovatieproces zijn betrokken, of, populairder gezegd, 'instappen'. Dit heeft consequenties voor de reeds behaalde resultaten, en de mate waarin over diverse criteria al duidelijkheid bestaat (bijv. technische haalbaarheid, verwachte opbrengsten, etc.). Onderstaand figuur biedt een overzicht van de verschillende momenten van financieren per type financier. Het moment van financieren is afhankelijk van de levensfase waarin de innovatieve hightech start-up zich bevindt.

⁴www.vlerick.be/nl/17471-VLK.html

risicovolle fase, waar andere financiers nog niet instappen⁶.

Banken gaan een rol spelen in de meer mature fasen van de start-up. Zij trachten middels een financiering de onderneming te ondersteunen in de mogelijke groei⁷. Banken beoordelen de haalbaarheid van het financieringsverzoek op historische en geprognosticeerde financiële documentatie.

Al met al heeft eerder onderzoek laten zien dat de beoordelingscriteria en hun gewichten tussen BA's en VC's verschillen, en op basis van hun eerste betrokkenheid in verschillende fasen, en hun afwijkende werkwijzen en motieven, ligt het voor de hand dat dit ook voor overheidsgerelateerde financiers en banken zal gelden. Hoe precies is het onderwerp van het (verkennde) empirische onderzoek dat in de volgende hoofdstukken wordt gerapporteerd.

3 METHODE

Middels dit onderzoek wordt in beeld gebracht welke criteria de verschillende groepen financiers van belang achten om te investeren of financieren in een hightech start-up. Door middel van halfgestructureerde interviews is in kaart gebracht welke gewichten verschillende typen financiers toekennen aan de in hoofdstuk 2 besproken criteria.

3.1 Doelgroep

De interviews waren gericht op vier groepen respondenten namelijk:

- Business Angels
- Venture Capital fonds managers
- Accountmanagers en Financieringspecialisten bij banken
- Beoordelaars bij overheidsgerelateerde financiers

Alle betrokken respondenten hebben ervaring in het beoordelen van innovatieve hightech start-ups bij een investering/financieringsverzoek. De betrokken respondenten zijn deels geselecteerd uit het netwerk van de auteur. De overige respondenten zijn gevonden via doorverwijzingen en gerichte uitbreiding van het bestaande netwerk.

⁶ <http://www.eindhoven.nl/ondernemersplein/Folder-Investeringsfonds-Eindhoven.htm>

⁷ www.vlerick.be/nl/17471-VLK.html

Geografisch gezien is de groep BA's, Banken en Overheidsgerelateerde financiers voornamelijk actief in Brabant en Limburg waarbij nadruk ligt op de Brainport regio (Eindhoven e.o.). Vanwege het innovatieve karakter van de Brainport regio, alsmede de focus van deze regio op hightech bedrijvigheid, was deze regio geschikt voor het onderhavige onderzoek.

Vanwege de minimale aanwezigheid van VC's in de Brainport regio treft deze groep een meer landelijke spreiding. In totaal werden 46 interviews uitgevoerd, die elk gemiddeld circa drie kwartier in beslag namen. Het overzicht in bijlage 2 geeft de betrokken respondenten weer.

3.2 Interviewprotocol

In het onderzoek naar investeringscriteria is gebruik gemaakt van halfgestructureerde interviews (Erlandson et al, 1993). Hierbij heeft de onderzoeker een lijst met vragen waarbij specifieke onderwerpen geraakt worden. De interviewer heeft echter een mogelijkheid om door te vragen om tot de kern te komen (Bryman & Bell 2007). Voorafgaand aan ieder interview heeft de onderzoeker zich voorgesteld en aangegeven wat het doel van het onderzoek is en dat de uitleg van de respondent leidend is. Door dit te doen weet de respondent wat het doel van het onderzoek is en zal dit mogelijk leiden tot meer openheid (Taylor en Bogdan, 1984).

Elk interview bestond uit twee delen. Ten eerste werd de respondent gevraagd om gewichten toe te kennen aan de hoofd- en subkenmerken uit het literatuuronderzoek. Dit is gedaan door zowel de hoofdcriteria als de subcriteria op papier weer te geven, waarbij de respondent gevraagd wordt deze te prioriteren. Voorafgaand werd door de onderzoeker een toelichting gegeven op de geïdentificeerde hoofd- en subkenmerken. Vervolgens werd gevraagd om over de criteria 100 punten te verdelen, al naar gelang het gewicht dat de respondent aan elk criterium toekent. Omdat een verdeling over 20 criteria een te complexe taak is, gebeurde de kwantificering in twee stappen: eerst verdeelde de respondent 100 punten over de vier hoofdkenmerken, en vervolgens per hoofdkenmerk 100 over de onderscheiden subkenmerken. Een algehele kwantificering werd verkregen door beide verdelingen te vermenigvuldigen. De verdeling werd per respondent vastgelegd op een interviewformulier (bijlage 1). Op deze manier is zichtbaarheid gegeven aan welke criteria de respondent het meeste belang hecht.

Tijdens het verdelen van de punten, is met de respondenten van gedachten gewisseld over de gepresenteerde criteria en gevraagd om een toelichting: wat vindt de respondent dan precies van belang, en waarom?

Ten tweede werd de respondent de mogelijkheid geboden om kanttekeningen te plaatsen, en met aanvullingen te komen. Relevante vragen waren: Zijn er nog criteria die hierin niet genoemd worden die in uw optiek wel bij de top 20 aan belangrijkste investeringscriteria horen? Zo ja welke criteria zijn dat? Waarom vindt u deze criteria zo belangrijk?

Na afloop van het interview legde de onderzoeker aan de respondent voor, wat hij had begrepen wat er gezegd was. De onderzoeker legde aan de respondent uit dat zijn/haar kijk belangrijk is en dat dit daarom na afloop gecheckt wordt. Gehouden interviews zijn door de onderzoeker uitgewerkt tot thick descriptions. Hierin staat alle verkregen aanvullende informatie beschreven.

3.3 De respondenten

In totaal zijn er 46 respondenten bereid geweest om aan dit onderzoek mee te werken. Dit betreffen 12 BA's, 11 VC managers, 12 Accountmanagers of financieringsspecialisten bij banken en 11 overheidsgerelateerde financiers. In bijlage 2 worden alle respondenten genoemd inclusief de organisatie die men vertegenwoordigd. Bij de banken zijn vertegenwoordigers van de Rabobank sterk vertegenwoordigd. De verklaring hiervoor schuilt in het feit dat de schrijver zelf voor Rabobank werkzaam is en voornamelijk actief is in het netwerk binnen de regio Brainport.

Onder de 46 respondenten bevonden zich 3 vrouwen en 43 mannen. Hiervan vielen 25 respondenten binnen de leeftijdsklasse 40-50 jaar oud, 11 respondenten waren ouder dan 50 jaar, 8 respondenten vielen binnen de leeftijdsklasse 30 tot 40 jaar, en twee respondenten waren jonger dan 30. Voorts waren er 13 respondenten die (deels) persoonlijk risico nemen bij het doen van investeringen, de overige 33 respondenten deden of doen dit nooit. Eveneens 13 respondenten beschikten zelf over ondernemerservaring, de overige 33 niet. De respondenten die persoonlijk risico liepen komen niet een op een overeen met de respondenten met ondernemerservaring.

In sommige gevallen was de beschikbare tijd beperkt, en kon het tweede deel van het interview niet aan bod komen. Onderstaand overzicht geeft weer bij hoeveel betrokken respondenten het volledige interview is afgenomen. Van de overige respondenten is alleen de kwantificering op de twintig criteria verkregen.

	respondenten	volledig interview
BA's	12	9
VC's	11	7
Banken	12	8
Overheidsgerelateerde fin.	11	6

Tabel 2 de wijze van dataverzameling

4 BEVINDINGEN

We presenteren eerst de kwantitatieve resultaten waarin de uit de literatuur afkomstige criteria van gewichten zijn voorzien. Daarbij staat centraal de analyse van de meest belangrijke investeringscriteria (4.1) en de kwantitatieve verschillen tussen de vier typen financiers (4.2). Daarna volgen de kwalitatieve resultaten op basis van het tweede gedeelte van de interviews: welke aanvullende criteria weten financiers te noemen? Om het belang van de verschillende criteria per externe financier goed in beeld te brengen is ervoor gekozen om de bevindingen per type financier te rapporteren (4.3 t/m 4.6). Bij banken (4.5) en overheidsgerelateerde financiers (4.6) staan we bovendien stil bij de vraag of en hoe de investeringscriteria afwijken van VC's en BA's die de wetenschappelijke literatuur over investeringscriteria tot dusver domineren.

4.1 Belangrijkste criteria van financiers

Tabel 3 laat zien welke gewichten de diverse typen financiers hebben toegekend aan elk van de investeringscriteria. De scores zijn bovendien per hoofdcategorie (ondernemer, markt, product, opbrengsten en risico) gesommeerd; de scores tellen vanzelfsprekend op tot honderd. Het eerste dat opvalt is dat tabel 3 veel overeenkomsten laat zien. Daarom beginnen we met een bespreking van de belangrijkste algemene kenmerken van investeerders. Als ieder hoofdkenmerk even belangrijk zou zijn, dan zou de totale score per hoofdkenmerk 25 bedragen. Relatief hoge scores geven aan dat aan een hoofdkenmerk een hoog gewicht wordt

toegekend, en vice versa. Eenzelfde analyse is vervolgens gemaakt van de gewichten per subkenmerk; een score hoger dan 5 betekent dat het subkenmerk als relatief belangrijk is aan te merken.

type type financier	totaal	overheid	BA	VC	bank	F (oneway)	F (unianova)
OND Ondernemer							
ond_1 ond: passie	8,6	11,2	8,9	5,7	8,5	1,4	0,8
ond_2 ond: branche kennis	7,4	8,9	6,5	5,9	8,4	1,7	0,6
ond_3 ond: leiderschapsvaardigheden	7,4	6,2	8,3	8,3	6,7	0,8	0,4
ond_4 ond: trackrecord	6,8	8,1	4,9	9,0	5,5	2,8 [^]	2,2&
ond_5 ond: integriteit	6,5	7,9	5,1	6,7	6,4	1,3	1,5
	36,6	42,3	33,8	35,5	35,4	1,1	0,7
MAR markt							
mar_1 mar: marktgroei	3,9	3,7	5,0	3,2	3,8	1,4	0,6
mar_2 mar: marktacceptatie	5,4	5,9	4,1	5,5	6,0	1,8	1,3
mar_3 mar: marktgrootte	3,9	3,2	5,3	4,1	2,8	2	0,2
mar_4 mar: time to market	5,0	3,3	4,1	4,9	7,7	5,5*	4,2*
mar_5 mar: marktsegmentatie	2,3	2,6	2,7	1,8	2,0	0,7	0,7
	20,5	18,6	21,3	19,5	22,3	0,8	0,7
PRO product							
pro_1 pro: onderscheidend vermogen	6,2	5,5	6,2	6,3	6,9	0,5	0,7
pro_2 pro: prestatie	3,4	3,2	4,4	2,6	3,2	1,1	0,6
pro_3 pro: innovativiteit	3,8	3,5	3,3	3,6	4,6	1	0,3
pro_4 pro: patenten	2,8	2,7	3,1	2,8	2,6	0,1	0,3
pro_5 pro: technische haalbaarheid	4,3	3,8	4,3	4,2	4,7	0,3	0,2
	20,4	18,6	21,3	19,5	22,1	0,2	0,1
OPB opbrengsten + risico							
opb_1 opb: gefaseerd investeren	3,5	4,4	2,6	4,5	2,9	2,1	1,8
opb_2 opb: verwachte omzet	4,5	3,5	4,5	4,0	5,7	1,7	2,3&
opb_3 opb: mogelijke omzetgroei	3,6	4,1	3,7	4,0	2,6	1,1	3,3 [^]
opb_4 opb: exitmogelijkheden	4,0	4,1	4,6	4,4	3,1	1,0	0,0
opb_5 opb: risicoinschatting	4,9	2,8	5,9	2,7	7,7	8,5**	5,5**
	20,5	18,8	21,3	19,5	22,1	0,3	0,5

** significant op 0,1%-niveau, * op 1%-niveau, ^ op 5%-niveau, & op 10%-niveau.

Tabel 3 scores kwantitatief onderzoek

Het algemeen beeld dat ontstaat bij het interpreteren van de onderzoeksresultaten is dat de ondernemer/ het managementteam het belangrijkste criterium is bij het beoordelen van een investeringskans. Waar de scores van de overige hoofdcriteria minimaal verschillen, is de score op de ondernemer voor alle externe financiers gemiddeld genomen bijna 2x hoger dan de andere hoofdcriteria. Dit komt overeen met de geraadpleegde literatuur. Geen van de bestudeerde studies wijkt van dit resultaat af; dit suggereert dat onze bevindingen valide zijn.

Vanwege de hoge scores die zijn toegekend aan het hoofd criterium ondernemer, scoren ook deze subcriteria hoog. In onderstaande tabel zijn de scores >5 in beeld gebracht en deze vergeleken met de belangrijkste criteria afkomstig uit de bestudeerde literatuur (hoofdstuk 2).

<i>Belangrijkste subcriteria</i>	<i>Huidig onderzoek</i>	<i>Geraadpleegde literatuur</i>
1	Passie ondernemer	Integriteit

2	Branche kennis	Passie ondernemer
3	Leiderschapsvaardigheden	Marktacceptatie
4	Trackrecord	Omzetverwachting
5	Integriteit	Branchekennis
6	Onderscheidend vermogen	Omzetgroei groei
7	Marktacceptatie	Leiderschapsvaardigheden
8	Time to market	Marktgroei

Tabel 4 huidige literatuur in vergelijking met empirische bevindingen

Er is zichtbaar overlap tussen de belangrijkste subcriteria uit geraadpleegde literatuur en de uit dit onderzoek hoogst gewaardeerde subcriteria. Passie scoort in de verschillende onderzoeken erg hoog. In de omschrijving is de betrokkenheid een belangrijk aspect binnen dit criterium. Meerdere respondenten gaven in dit onderzoek aan dat een eigen inbreng in de vorm van middelen impact heeft op de beoordeling van de investeringskans. De overige criteria uit bovenstaande tabel laten verschillen in beoordeling zien. Zo scoort integriteit in de geraadpleegde studies veelal het hoogst, terwijl integriteit binnen dit onderzoek substantieel lager scoort. Trackrecord, het onderscheidend vermogen van het product en time to market worden wel genoemd in alle geraadpleegde onderzoeken maar bevindt zich niet in de top 8 maar net daarbuiten. De financiële aspecten blijken een grotere rol te spelen in de geraadpleegde literatuur dan in het algemeen beeld van dit onderzoek. Marktsegmentatie wordt zowel in de geraadpleegde literatuur als in dit onderzoek het minst belangrijk geacht van de genoemde criteria. Ook de noodzaak van een patent wordt in de zowel de huidige literatuur als in dit onderzoek tegengesproken.

Concluderend kan gesteld worden dat de criteria passie, branchekennis en leiderschapsvaardigheden binnen het algemeen beeld van dit onderzoek als meest belangrijk gekwalificeerd kunnen worden. Binnen de bestaande literatuur komen deze criteria ook nadrukkelijk aan bod, echter met een afwijking in de waardering van het belang (tabel 4).

4.2 Significante verschillen tussen financiers

Tabel 3 geeft tevens inzicht in de verschillen tussen de vier typen financiers. Deze zijn op twee manieren getoetst op significantie. Eerst is met de enkelvoudige variantie-analyse bepaald of de verschillen tussen de groepen niet op toeval berusten. Vervolgens is een meer robuuste covariantie-analyse uitgevoerd, waarbij is gecontroleerd op geslacht (dummy vrouwen), leeftijdsklassen, ondernemerservaring (ja of nee) en of de respondent persoonlijk risico loopt bij het doen van investeringen (ja of nee). Voor ondernemerservaring en het lopen van risico is denkbaar dat dit de beoordeling van de respondent kan beïnvloeden. Vooraf moet worden opgemerkt, dat de steekproeven van bescheiden omvang zijn, en daarmee is de statistische ‘power’ van de uitgevoerde toetsen laag. Met andere woorden, de variantie-analyses geven alleen de belangrijkste verschillen tussen de vier typen weer.

Uit de analyse blijkt dat er op vijf subkenmerken significante verschillen worden gevonden: Ten eerste zien we een verschil in de beoordeling van het criterium risico-inschatting. Het significante verschil komt tot uiting door een hoge score bij banken en een lage score bij VC’s en overheidsgerelateerde financiers. Deze bevinding is herkenbaar uit de literatuur waar aangegeven wordt dat BA’s meer waarde hechten aan ondernemingsrisico’s (Mason en Stark, 2004). De afwijking van banken en overheidsgerelateerde financiers uit zich door een ver boven gemiddelde score bij banken en een ver ondergemiddelde score voor overheidsgerelateerde financiers. Dit zou verklaard kunnen worden door het gegeven dat overheid meer acteert als non profit instelling waarbij het creëren van een kans belangrijker is dan het beperken van het risico.

Een tweede significant verschil is de time to market. Banken scores hierbij significant hoger dan de overige externe financiers die meer op een lijn zitten in de beoordeling van dit criterium. De verklaring voor dit verschil zal ook voornamelijk liggen in het feit dat banken later instappen met financieren. In de vroege fasen is er nog veel onduidelijkheid over de time to market waardoor dit criterium op dat moment minder belangrijk wordt geacht. Ook de wijze van financieren kan hierbij een belangrijke rol spelen. De overige externe financiers zijn meer flexibel en zitten vaak niet vast aan een afgesproken moment van aflossen. Banken zijn wel gebonden aan momenten van aflossing. Mede hierdoor is het moment van naar de markt gaan van belang. Eén respondent merkte op: *‘Wanneer de ondernemer vertraging oploopt in de uitontwikkeling van het product komt de gehele kasstroom in een vertraging terecht waardoor men ook niet in staat is rente en aflossing te gaan betalen. En dat is voor de bank*

een belangrijk aspect (respondent 11 banken). In de bestudeerde studies wordt time to market genoemd, maar ontbreekt bij de belangrijkste 10 criteria.

Ten derde wijken de financiers significant af op het criterium trackrecord. VC's hechten meer waarde aan de aanwezigheid van een trackrecord. Het verschil is het grootst ten opzichte van BA's en banken. Dit komt overeen met bestudeerde studies onder VC's en BA's waarin wordt aangegeven dat BA's meer op subjectieve factoren beoordelen. Opvallender is dan echter dat banken sterk afwijken van VC's en overheidsgerelateerde financiers op dit criterium

Het vierde en vijfde significante verschil komt tot uiting in de subkenmerken verwachte omzet en omzetgroei. Waar alle overige externe financiers het belang van deze twee criteria gelijkwaardig zien, maken de banken wederom het onderscheid door de focus bij de verwachte omzet te plaatsen. Het criterium omzetgroei is hierbij in mindere mate belangrijk. Ook hierbij is het aannemelijk dat de fase waarin men tot financieren overgaat bepalend is. Doordat er nog geen omzet behaald wordt in de preseedfase is het logisch dat overheidsgerelateerde financiers meer toekomstgericht zijn. Banken baseren hun oordeel op historische en toekomstige financiële documentatie. De huidige situatie is daarbij belangrijker dan mogelijke omzetgroei.

Overkoepelend is zichtbaar dat er meer overeenkomsten zichtbaar zijn in de kwantitatieve resultaten dan verschillen. De significante afwijkingen tussen de vier typen financiers zijn minimaal aanwezig. Echter de bovengenoemde verschillen ontstaan voornamelijk door afwijkend gedrag van de banken. De reden hierachter ligt voornamelijk in het gegeven dat Banken risico mijndend financieren en de overige typen financiers vooral risicodragend. Men heeft daardoor minder mogelijkheden de risico's te overzien en laat staan beperken.

Overheidsgerelateerde financiers kennen veruit het meeste punten toe aan de ondernemer. Dit omdat zij in de meest vroege fase tot financieren over gaan waarbij factoren als opbrengsten en risico nog onvoldoende belangrijk zijn en ook onvoldoende onderbouwd kunnen worden.

In het navolgende gaan we per type financier in meer detail in op de voornaamste criteria, eventuele aanvullingen die in de interviews werden gedaan, en voor overheidsgerelateerde financiers en banken de voornaamste verschillen ten opzichte van VC's en BA's (ofwel klassieke durfinvesteerders).

4.3 Business Angels

Passie van de ondernemer is voor de BA het belangrijkste criterium (tabel 3). *Wanneer men onvoldoende passie toont blijft de investering ook achterwegen (respondent BA 1)*. Als tweede hecht men erg veel waarde aan de leiderschapsvaardigheden van een ondernemer. Men moet aantoonbaar groepen mensen hebben aangestuurd. Daarnaast is de marktgrootte en marktgroei belangrijk voor de BA. Ook het onderscheidend vermogen van het product acht men belangrijk *Om succes te kunnen behalen moet je jezelf kunnen onderscheiden van mogelijke concurrenten (respondent 1)*. Tenslotte hecht men veel waarde aan een goede inschatting van de risico's.

Toevoegingen door BA's

BA's noemden enkele criteria die niet voorkwamen op de initiële lijst van twintig, maar die in hun ogen van essentieel belang zijn voor de beoordeling van een investeringskans. Sommige daarvan waren niet geselecteerd in de 'lijst van twintig' maar wel bekend uit eerdere studies. Een veel genoemd criterium was 'het openstaan voor actieve betrokkenheid van de BA'. Het is daarbij van belang of er een match is met de expertise van de BA. *Er moet vanuit mijn kant affiniteit zijn met de branche en daarnaast moet er behoefte zijn aan mijn expertise op gebied van marketing, respondent BA5*). Een dominante CEO moet ten aller tijden vermeden worden (respondent BA12). Een ander veelgenoemd criterium is 'invulling van het totale managementteam'. *Slechts 1 persoon kan niet over de benodigde kwaliteiten en competenties beschikken om een innovatieve hightech start-up tot een succes te maken. Het gehele team moet dus goed op elkaar aansluiten (respondent BA8)*.

Daarnaast zijn er door BA's ook toevoegingen gedaan die niet in de geraadpleegde literatuur aan bod komen, namelijk: Het betrokken netwerk. Het wordt belangrijk gevonden dat men een goed netwerk om zich heen verzameld van betrokken adviseurs. Een tweede aanvulling is Externe legitimering. De betrokkenheid van een bank wordt als waardevol ervaren, deze betrokkenheid stelt BA's in zekere zin gerust dat de investeringskans legitiem is ('Als anderen er hun geld in steken, zal het wel in orde zijn').

Uit bovenstaande kan geconcludeerd worden dat de lijst met voorgelegde criteria in grote mate aansluit bij de belangrijkste investeringscriteria van BA. De samenstelling van het managementteam zou hieraan toegevoegd kunnen worden, evenals het bestaan van overlap

met de expertise van de BA. De vraag of men beschikt over capabele adviseurs en daarnaast in hoeverre is men in staat geweest overige financiers te betrekken, zijn voornamelijk criteria geënt op het afdekken van risico's. De betrokkenheid van overige externe financiers geeft de BA's vertrouwen in de slagingskans van hun investering.

4.4 Venture Capital Fondsen

Uit tabel 3 blijkt dat managers van Venture Capital fondsen veruit het meeste hechten aan het trackrecord alsmede de leiderschapsvaardigheden van de ondernemer. Binnen het hoofdcriterium markt is de (verwachte) marktacceptatie het meest belangrijk voor de VC. Het onderscheidend vermogen van het product krijgt eveneens veel punten toegewezen vanuit de VC. Tenslotte wordt ook de mogelijkheid tot gefaseerd kunnen investeren verhoudingsgewijs belangrijk gevonden.

Toevoegingen door VC's

De door respondenten genoemde toevoegingen zijn net als bij BA's in hoge mate wel terug te vinden in de geraadpleegde literatuur. Ook hier komt de invulling van het managementteam aan bod als belangrijke toevoeging. In het verlengde hiervan acht men het van belang dat de benodigde salesvaardigheden binnen het managementteam aanwezig zijn. *Een techneut die kan verkopen, dat is voldoende om een breakeven situatie te bereiken. Daarna moet hij het stokje kunnen overgeven om een andere manager aan te stellen die het bedrijf groter kan maken (respondent VC3). Is de ondernemer in staat om het plan aan mij te verkopen. Als de ondernemer mij kan overtuigen als kritisch persoon, dan is hij ook in staat potentiële afnemers te overtuigen (respondent VC1).* Ook zoekt de VC net als de BA een match met de eigen expertise.

Naast deze criteria zijn er door VC's ook nieuwe criteria toegevoegd. Ten eerste een betrokken netwerk. Enerzijds met leveranciers en anderzijds met mogelijke afnemers en of distributeurs. Ten tweede werd net als bij BA's de aanwezigheid van financiering door derden als waardevol ervaren; kennelijk zoeken VC's net als BA's naar signalen dat de investeringskans ook door anderen legitiem wordt gevonden.

Concluderend zien we dat er verschillen zichtbaar zijn tussen de criteria van BA's en VC's. Echter de toevoegingen (extern netwerk, signalen voor legitimiteit) hebben betrekking op hetzelfde hoofdcriterium, namelijk risicobeperking. Zowel de aanwezigheid van partners, als

de betrokkenheid van de bank zijn criteria die het risico voor de VC beperken. Deze zoektocht naar externe legitimiteit, biedt de investeerders meer comfort en vertrouwen in de slagingskans van het project.

4.5 Banken

Passie van de ondernemer is belangrijk voor banken (tabel 3). *De ondernemer kan het verschil maken en dit verschil schuilt voor een groot deel in de passie van de ondernemer (respondent AM12).* Branche kennis van de ondernemer scoort ook zeer hoog bij de banken. Daarnaast scoort de time to market hoog, daar deze direct invloed heeft op de kasstroom (respondent AM 12). Kijkend naar het product gaat de aandacht uit naar het onderscheidend vermogen. Daarnaast heeft de inschatting van het risico een hoge waardering ontvangen vanuit de banken. Dit doet een bank bijvoorbeeld door het in beeld brengen van de mogelijk te stellen zekerheden (respondent AM4).

Toevoegingen door banken

In de interviews met banken komt ook de samenstelling van het managementteam terug als criterium dat minimaal in de top 20 thuishoort. *Het managementteam dient te bestaan uit personen met verschillende achtergronden die elkaar goed aanvullen (respondent AM9).* Hierbij is door vele respondenten toegevoegd dat enkel een ondernemer met een technische achtergrond niet in staat is het product succesvol te vermarkten. Betrokkenheid van een commerciële man in het management wordt daardoor gezien als een absolute must.

Ook zijn er nieuwe criteria toegevoegd door de bankiers. Zo ziet men een financiële back-up als een belangrijke toevoeging aan de gepresenteerde investeringscriteria. *Uiteindelijk gaat het erom dat men een tegenvaller op kan vangen uit eigen middelen en niet volledig afhankelijk is van de bank. Dit wordt vastgelegd in de offerte wanneer een innovatieve hightech start-up een financiering aangaat (respondent AM2).* Voor deze financiële back-up is de ondernemer in veel gevallen afhankelijk van betrokken investeerders en financiers. *Voor een bank is het namelijk altijd positief als er investeerders of overheidsgerelateerde financiers betrokken zijn bij de invulling van het financieringsvraagstuk (respondent AM5).* De rode draad is wederom dat dit een signaal afgeeft over de externe legitimering van de investeringskans Een andere belangrijke toevoeging die vaak genoemd is betreft de mogelijkheid tot het stellen van zekerheden. *Een voordeel is dat voor innovatieve start-ups mogelijkheden vanuit de staat*

gecreëerd zijn middels het innovatieve borgstellingkrediet (IBSK). Het is daarbij belangrijk dat men aan de gestelde eisen van Agentschap.nl voldoet (respondent AM4). Ook het betrokken netwerk van de ondernemer is een belangrijke toevoeging. Welke partijen heeft de ondernemer om zich heen verzameld en hoe open is de samenwerking van deze partijen om tot innovatie te komen (respondent AM6). Vanuit het netwerk moet de ondernemer in staat zijn betrokken personen te vinden die de zwakke punten van het managementteam op kunnen vangen.

De scores uit het onderzoek bij banken zijn voornamelijk verantwoordelijk voor significante verschillen tussen de verschillende externe financiers. Een verklaring kan gevonden worden in het moment van financieren. Doordat men later instapt is men beter in staat een inschatting te maken van de risico's. Het is dan ook niet verassend dat het criterium risico-inschatting hoog scoort. In algemene zin scoren banken hoog op passie, branchekennis, marktacceptatie, time to market, onderscheidend vermogen, technische haalbaarheid, verwachte omzet, risico-inschatting. En ze hechten minder waarde aan leiderschapsvaardigheden, marktomvang, mogelijke omzetgroei en exitmogelijkheden. Achterliggende redenen zijn waarschijnlijk: ze willen zekerheden dat vreemd vermogen wordt terugbetaald. Enorme marktgroei en leiderschap om groot te groeien etc. is dan niet nodig, dat is meer voor aandeelhouders (VCs en BA's). Het vermijden van technisch risico en marktrisico is daarom van invloed op de haalbaarheid van een financieringsvraagstuk.

Ondanks de toevoegingen welke voornamelijk invloed hebben op de risicoperceptie, is het opvallend dat men voornamelijk stuurt op vergelijkbare criteria als durfinvesteerders.

4.6 Overheidsgerelateerde financiers

Het belangrijkste criterium voor overheidsgerelateerde financiers is (net als bij BA's en banken) de passie van de ondernemer (tabel 3). Naast passie scoort branchekennis hoog alsmede het trackrecord van het betrokken management. Ook integriteit scoort hoog. De markt is het minst belangrijke criterium volgens de onderzoeksresultaten. De focus ligt hierbij op marktacceptatie. Binnen het hoofdcriterium product ligt de nadruk op het onderscheidend vermogen. *Als je niet in staat bent een onderscheidend product in de markt te introduceren heb je als innovatieve hightech start-up weinig kans op succes (respondent OF10).* Overheidsgerelateerde financiers hechten binnen het hoofdcriterium risico/opbrengsten voornamelijk waarde aan de mogelijkheid om in fasen te investeren. Op deze

manier is men in staat de risico's te beperken.

Toevoegingen door overheidsgerelateerde financiers

Hoewel er geen literatuur beschikbaar is over de investeringscriteria van overheidsgerelateerde financiers gerelateerd aan innovatieve hightech start-ups. Heeft men wel bepaalde toevoegingen aan de 20 subcriteria genoemd, die ook in de geraadpleegde studies aan bod komen. Er wordt bijvoorbeeld verwacht dat de start-up open staat voor een adviesfunctie vanuit de overheidsgerelateerde financier. Vanuit deze gedachte probeert men een match te maken met de eigen expertise van de overheidsgerelateerde financier. Zo voert men regelmatig coachinggesprekken met de ondernemer om de voortgang te monitoren. Ook de samenstelling van het managementteam wordt meerdere malen genoemd. *Is men in staat elkaar aan te vullen en wordt men ondersteund op de ontbrekende vaardigheden (respondent OF10).*

Niet in de huidige literatuur waargenomen toevoegingen zijn – wederom – indicatoren die de externe legitimiteit van de investeringskans aantonen/suggereren: *Hoe ver is men met andere partijen als bijvoorbeeld een bank, zijn deze ook positief over het vraagstuk (respondent OF6).* Maar ook overige investeerders worden in meerdere interviews genoemd als een belangrijke toevoeging aan het geheel. Vanuit de overheidsgerelateerde financier speelt ook een economisch vraagstuk. Is men in de toekomst in staat een bijdrage te leveren aan de regionale economie? Met andere woorden; *Beschikt men over de potentie om groot te worden (respondent OF1).* *Is men in staat een MKB + bedrijf op te bouwen en daarmee de Nederlandse economie ten goede te komen middels het creëren van werkgelegenheid (respondent OF3).* Vanwege het feit dat overheidsgerelateerde financiers vaak vanuit de gemeente of provincie acteren is de locatie van de onderneming ook van belang. Het betrokken netwerk is ook een belangrijke toevoeging. Wie heeft men om zich heen verzameld als klankbord?

De scores binnen het hoofdcriterium opbrengsten/ risico staan voor overheidsgerelateerde financiers lijnrecht tegenover de scores van de banken. Dit kan verklaard worden door het moment van financieren. Doordat de overheid al in de preseed fase acteert, welke zich kenmerkt als ideefase, zijn de risico lastig te beperken. Het doel van financieren is ook niet vergelijkbaar met de andere externe financiers. Hierdoor ontstaan logische toevoegingen aan de geselecteerde criteria.

Ook ten opzichte van BA's en VC's wijken overheidsgerelateerde financiers in een aantal opzichten af. Zij scoren hoog op passie, branchekennis en integriteit.

En laag op marktgrootte, time tot market, technische haalbaarheid, verwachte omzet en exitmogelijkheden. Achterliggende redenen zijn waarschijnlijk: ze zitten zeer vroeg in het proces, zekerheden zijn nog niet te geven. Plus: ze zijn non-profit, tolerantie voor mislukkingen is het hoogst, daarom meeste focus op kenmerken gerelateerd aan 'de vent' en nog niet 'de tent' (respondent OF 10).

5 DISCUSSIE

Het doel van dit onderzoek was om inzichtelijk te maken welke beoordelingscriteria investeerders het meest belangrijk achten om te investeren in een innovatieve hightech start-ups, met speciale aandacht voor de verschillen tussen BA's, VC's, banken en overheidsgerelateerde financiers. Na een analyse van de bevindingen in het vorige hoofdstuk, zijn in dit hoofdstuk de bevindingen samengevat en vergeleken met de bestaande literatuur. Het hoofdstuk start met het weergeven van de belangrijkste investeringscriteria. Vervolgens wordt ingegaan op de praktische toevoeging van het onderzoek en aanbevelingen voor innovatieve start-ups. Tenslotte worden de relevantie alsmede de beperkingen van het onderzoek besproken.

5.1 De belangrijkste investeringscriteria voor externe financiers

De centrale vraag van dit onderzoek was:

Op basis van welke criteria beoordelen potentiële financiers hightech start-ups, en welke verschillen treden daarbij op tussen Business Angels, Venture Capitalists, Banken en overheidsgerelateerde financiers?

In onderstaand overzicht (tabel 5) komt aanvullend op hoofdstuk 4 alles samen namelijk: bevindingen literatuur, algemeen beeld voor alle externe financiers en de verschillen tussen groepen. Tevens wordt een overzicht geboden van de belangrijkste toevoegingen aan de criteria. Voor de hoofdcriteria is enkel het criterium met de hoogste score genoemd. Bij de subcriteria is ervoor gekozen en de criteria met een score >7 te benoemen. Wanneer er binnen een hoofd criterium geen sub criterium voldeed aan de >7 score is enkel het hoogst gewaardeerde criterium genoemd. Voor de literatuur (eerste kolom) is een gemiddelde genomen van de als meest belangrijk benoemde criteria.

Criteria uit literatuur	Algemeen	BA's	VC's	Bank	Overheid
Meest belangrijke hoofdkenmerk	-Ondernemer	-Ondernemer	-Ondernemer	-Ondernemer	-Ondernemer
Meest belangrijke subkenmerken					
Ondernemer -Intergriteit -Passie -Branche-kennis	-Passie -Branche-kennis -Leiderschaps-vaardigheden	-Passie -Leiderschaps-vaardigheden	-Trackrecord -Leiderschaps-vaardigheden	-Passie -Branche-kennis	-Passie -Branche-kennis -Trackrecord -Integriteit
Markt -Marktacceptatie	-Marktacceptatie	-Markt-grootte	-Marktacceptatie	-Time to market	-Marktacceptatie
Product -Onderscheidend vermogen	-Onderscheidend vermogen	-Onderscheidend Vermogen	-Onderscheidend vermogen	-Onderscheidend vermogen	-Onderscheidend vermogen
Opbrengsten/risico -Omzetverwachting	-Risicoinschatting	-Risicoinschatting	-Gefaseerd investeren	-Risico inschatting	-Gefaseerd investeren
Aanvullingen	- Samenstelling managementteam - Betrokken netwerk - Externe legitimiteit	-Samenstelling managementteam -Externe legitimiteit -Betrokken netwerk - Match met expertise	-Samenstelling managementteam -Betrokken netwerk - Externe legitimiteit	-Samenstelling managementteam - Financiële back-up - Externe legitimiteit - Mogelijke zekerheden -Betrokken netwerk - Match met expertise	-Samenstelling managementteam -Externe legitimiteit -Bijdrage aan regionale economie -Betrokken netwerk -Locatie - Match met expertise

Tabel 5 Belangrijkste beoordelingscriteria van financiers

De generieke beoordelingscriteria zoals passie, branchekennis en leiderschapsvaardigheden worden binnen het algemeen beeld van dit onderzoek als meest belangrijk gekwalificeerd. Wat we vanuit de huidige literatuur al wisten voor VC's en BA's geldt kennelijk deels ook voor banken en overheidsgerelateerde financiers. Deze conclusie kunnen we trekken daar de huidige literatuur veelal dezelfde criteria hoog waardeert. De grootste verschillen tussen historisch onderzoek en dit onderzoek is de waarde die men in bestaand onderzoek hecht aan integriteit en omzetverwachting. Deze criteria komen in dit onderzoek namelijk minder nadrukkelijk naar voren.

In dit onderzoek hechten BA's voornamelijk waarde aan criteria als passie en leiderschapsvaardigheden van de ondernemer. Daarnaast zijn marktgrootheid en marktgroei van belang. Ook het onderscheidend vermogen van het product alsmede de het criterium risico-inschatting zijn van belang.

Voor VC's zijn criteria als trackrecord en leiderschapsvaardigheden het meest belangrijk. Daarnaast hechten zij veel waarde aan de marktacceptatie en het onderscheidend vermogen van het product. Tenslotte komt de mogelijkheid tot gefaseerd investeren als belangrijk naar voren.

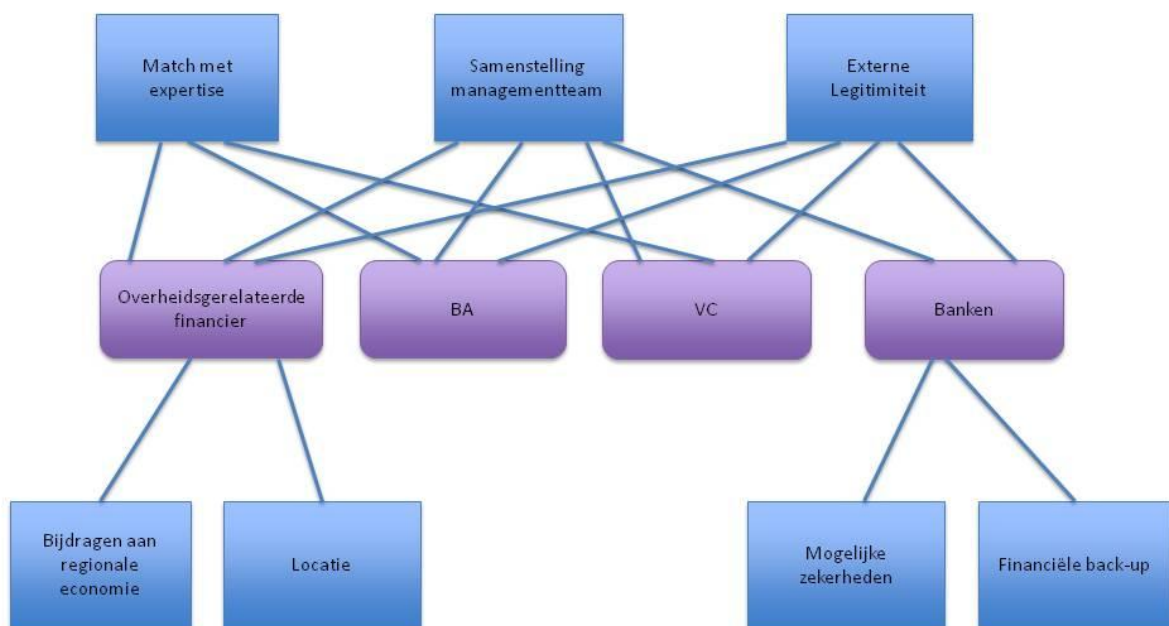
Banken hechten voornamelijk waarde aan de passie waarover de ondernemer dient te beschikken. Ook branchekennis wordt belangrijk bevonden. Daarnaast wordt de time to market hoog gewaardeerd, net als het onderscheidend vermogen van het product. Tenslotte heeft de inschatting van het risico invloed op de beoordeling van de investeringskans.

Het belangrijkste criterium voor de overheidsgerelateerde financier is net als bij BA's en banken de passie van de ondernemer. Naast passie scoort branche kennis hoog alsmede het trackrecord van het betrokken management. Ook integriteit wordt belangrijk bevonden. Daarnaast zijn marktacceptatie en het onderscheidend vermogen van het product zijn belangrijke criteria. Tenslotte hecht men veel waarde aan de mogelijkheid tot gefaseerd te investeren.

De onderste rij in tabel 5 geeft aan welke criteria werden toegevoegd in de interviews. Zo hecht de overheidsgerelateerde financier veel waarde aan de toekomstige bijdrage van een start-up aan de regionale economie, en is de locatie van de start-up belangrijk. Banken voegen

daaraan toe de mogelijke zekerheden en de eventuele financiële back-up bij tegenvallende resultaten.

In algemene zin werd door alle typen de samenstelling van het managementteam genoemd. Dit criterium is in voorgaande studies al vaak aan bod gekomen. Financiers bleken echter ook waarde te hechten aan de betrokkenheid van andere netwerkpartijen, de betrokkenheid van andere financiers als indicatie voor de legitimiteit van de investeringskans. Deze criteria zijn tot nu toe onderbelicht gebleven en vormen daarmee een toevoeging aan de huidige literatuur. Onderstaand figuur 5 geeft in meer detail weer welke toevoegingen per type financier van belang zijn.



Figuur 5

De in dit onderzoek betrokken typen externe financiers streven allen een ander doel na. Dit doel heeft direct invloed op de waarde die men hecht aan de criteria. Dit komt ook terug in de toevoegingen aan de bestaande criteria. Daarnaast is het moment van investeren van belang. Hoe vroeger men investeert hoe meer risico men over het algemeen loopt.

Concluderend kan worden vastgesteld dat onderstaand citaat niet alleen van toepassing is op de VC's maar ook sporen nalaat bij de overige externe financiers.

There is no question that irrespective of the horse (product), horse race (market), or odds (financial criteria), it is the jockey (entrepreneur) that fundamentally determines whether the venture capitalist will place a bet at all. McMillan et al. (1985).

5.2 Implicaties voor ondernemers

Middels dit onderzoek wordt de ondernemer achter de innovatieve hightech start-up gewezen op de financiering en investeringsmogelijkheden per fase. Daarnaast worden de mogelijke externe financiers in beeld gebracht middels de belangrijkste investeringscriteria. De praktische toevoeging voor ondernemers is een totaal overzicht van de belangrijkste criteria. Op deze manier is men in staat een gesprek met de betreffende externe financier goed voor te bereiden om de kans op het succesvol aantrekken van kapitaal te vergroten. Naast de ondernemer zijn ook banken gebaat bij dit rapport. Vanuit de inhoud van dit rapport is men in staat de ondernemer te adviseren en door te verwijzen naar mogelijke investeerders of overheidsgerelateerde financiers.

Zowel uit bestaande literatuur als uit dit onderzoek blijkt dat een investering of financiering valt of staat met vertrouwen in de ondernemer/ het managementteam. Passie is een belangrijk criterium ter beoordeling van de ondernemer. Een gedreven proactieve houding en een goede voorbereiding zijn hierbij van belang.

Zorg voor een goede samenstelling van het managementteam. Een techneut is belangrijk om een innovatief product te ontwikkelen, echter voor het vermarkten zijn commerciële vaardigheden nodig. Zorg dat de achtergrond en vaardigheden van de betrokkenen van de leden van het managementteam goed op elkaar aansluiten en onderbouw dit in een rapport.

Denk vooraf na over de invulling van het totale kapitaal vraagstuk. De mogelijke investeerders en financiers acteren in verschillende levensfasen van de start-up speel daar op in door tijdig de juiste partijen te benaderen.

Een goede onderbouwing is van essentieel belang. Voor alle externe financiers geldt dit op de financiële prognoses. Maar houdt ook rekening met een exit strategie voor investeerders,

mogelijke zekerheden voor de bank en groei potentieel voor de overheidsgerelateerde financiers. Adviseurs kunnen hierin van toegevoegde waarde zijn.

5.3 Implicaties voor onderzoek

Middels de toevoeging van banken en overheidsgerelateerde financiers is een bredere groep externe financiers meegenomen in dit onderzoek. Ten opzichte van de bestaande literatuur die voornamelijk focust op VC's en BA's, zijn er onderscheidende factoren gevonden voor overheidsgerelateerde financiers en banken.

Zo weten we nu dat overheidsgerelateerde financiers meer dan andere financiers beoordelen op de ondernemer. Dit heeft te maken met het gegeven dat overheidsgerelateerde financiers in een vroeg en risicovoller stadium tot financieren overgaan, waarbij vele criteria nog heel onzeker zijn. Daarnaast zijn toevoegingen als bijdragen aan de regionale economie en het belang van de locatie van de start-up uniek ten opzichte van VC's en BA's. In nader onderzoek kan in beeld gebracht worden in hoeverre de toegevoegde criteria van invloed zijn op het beoordelingsproces.

Hoewel de belangrijkste criteria van banken veelal overeenkomen met VC's en BA's, wijken zij sterk af op een aantal getoetste criteria zoals risico-inschatting en time to market. Deze factoren zijn voor banken belangrijker vanwege het gegeven dat zij het technische risico alsmede het marktrisico zoveel mogelijk willen beperken. Toevoegingen aan de criteria als zekerheden en financiële back-up bij tegenvallende resultaten zijn ook risico beperkende criteria. Banken financieren onder andere met gelden van spaarders. Risicomijdend financieren is een onderdeel van het bestaansrecht van een bank. Vanuit deze gedachte is het te onderbouwen dat men in een latere levensfase tot financieren overgaat.

Een belangrijke toevoeging aan de huidige literatuur is het feit dat alle betrokken type externe financiers waarde hechten aan externe legitimiteit. Dit heeft enerzijds te maken met het feit dat andere specialisten een investeringsverzoek ook positief hebben beoordeeld, wat weer bevestigend werkt voor de betrokken investeerders. Daarnaast kan het risico van de investering gedeeld worden met andere betrokkenen. Een onderzoek naar de ideale samenstelling van betrokken externe financiers zou een onderwerp kunnen zijn voor nader onderzoek.

Er treden verschillen op tussen de onderzoeksresultaten onder VC's en BA's in de huidige literatuur en in dit onderzoek. Dit zou te maken kunnen hebben met cultuurverschillen, daar eerdere studies in andere landen en werelddelen zijn uitgevoerd. Een mogelijk vervolg zou een gedegen cultuuronderzoek kunnen zijn naar investeringscriteria van externe financiers.

Het onderzoek kende vanzelfsprekend ook een aantal beperkingen. Het betrof een exploratief onderzoek dat vanwege het beperkte aantal respondenten niet representatief is. Hierdoor was het ook lastig tot significante verschillen te komen. Een keuze voor enkel kwantitatief onderzoek onder een grotere groep respondenten resulteert in een groter bereik. Hierdoor zouden waarschijnlijk meer significante verschillen zichtbaar worden. Daarnaast zijn de criteria welke getoetst zijn onder respondenten vooraf bepaald. Enkel diepte interviews zou wellicht tot andere inzichten leiden, daar men niet geconfronteerd wordt met 20 vastgestelde criteria.

Het onderzoek is voornamelijk gericht op de Brainport regio (regio Eindhoven) en geeft daarmee geen representatief beeld van Nederland. Misschien hechten investeerders of bankiers uit de Randstad wel andere waardes aan bepaalde criteria.

Referenties

Anton, J. J. and D. A. Yao (1995), 'Start-ups, Spinoffs, and Internal Projects,' *Journal of Law, Economics, and Organization*, 11, 362-378.

Arrow, K. (1974a), 'Economic welfare and the allocation of resources for inventions', in R.

Nelson (ed), *The rate and direction of Inventive activity*, Princeton, NJ, US: Princeton University Press, pp. 609-25.

Benjamin, G.A. & Margulis, J. (2000). *AngelFinancing: How to Find and Invest inPrivate Equity*. New York: John Wiley& Sons.

Bruderl J, Preisendo'rfer P. 2000. Fast-growing businesses.*International Journal of Sociology* 30: 45–70.

De Jong, J. P. J. (2006) *Technologiebedrijven in het MKB. M200604*. Zoetermeer, EIM.

Dean, T. J., Brown, R. L., & Bamford, C. E. 1998. Differences in large and small firm responses to environmental context: Strategic implications from a comparative analysis of business formations. *StrategicManagement Journal*, 19 (8): 709–728.

Deventer B., C. Mlambo (2008) Factors influencing venture capitalist' project financing decisions in South Afrika.

Dimov, D. & De Clercq, D. (2006). Venture capital investment strategy and portfolio failure rate: A longitudinal study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, 207–223.

Drucker, P. F. (1988) THE COMING OF THE NEW ORGANIZATION. *Harvard Business Review*, 66(1):45-53.

Feeney L.; Haines G. H.; Riding A. L. (1999) Private investors' investment criteria: insights from qualitative data

Freear, J., Sohl, J.E., Wetzel, W.E., Jr., 1994. The private investor market for venture capital. *The Financier* 1, 7±19.

Fried, V.H., Hisrich, R.D., 1994. Towards a model of venture investment decision making. *Financial Management* 23, 28±37.

Freear, J. and Wetzel, W.E. Jr. (1990). 'Who bankrolls high-tech entrepreneurs?' *Journal of Business Venturing*, vol. 5, pp. 77±89.

Jovanovic, Boyan. 1982. "Selection and the Evolution of Industry." *Econometrica* 50:649—70.

Kleinschmidt, Elko J. and Cooper, Robert G. The impact of product innovativeness on performance. *Journal of Product Innovation Management* 8(4):240-251 (1991).

Landstrom, H. (1998) Informal investors as entrepreneurs.

Levie J., E. Gimmon (2008) Mixed signals: why investors may misjudge first time high technology venture founders.

Lundvall, B.A. (1992), *National Systems of Innovation: Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning*, Pinter, London.

MacMillan, I. C., Siegel, R. and Subba Narasimha, P. N. (1985) 'Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals', in J. A. Hornaday, E. B. Shils, J. A.

Mason C., M. Stark (2004) What do Investors Look for in a Business Plan?

Shane S. 2003. *A General Theory of Entrepreneurship*. Edward Elgar: Northampton, MA.

Shepherd, D. A. 1999. Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*, 45: 621–632.

Simon, M. and S. Zehra (1994), 'The strategy and performance of independent and corporate-sponsored new ventures', in W. Bygrave, S Birley, N. Churchill, E. Gatewood, F. Hoy, R.

Keeley and W. Wetzel (eds), *frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson Park, US: Babson College, pp. 278-89.

Sudek, R. 2007. Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy* 17, no. 2: 89-103.

Timmons, J. (1999) *New Venture Creation: Entrepreneurship For The 21st Century*, 5th edition. Boston, MA: Irwin/McGraw Hill

Tyebjee, T., & Bruno, A. 1984. A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30, 1051–1066.

van Osnabrugge, M. 1998. The financing of entrepreneurial firms in the UK. PhD diss., Univ. of Oxford.

Van Osnabrugge, M. & Robinson, R. J. (2000). *Angel investing: matching start-up funds with start-up companies: the guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalist*. San Francisco: Jossey-Bass.

Ventresca, M., M. Washington, D. Diadlin and R. Lacey (1999). 'Between traits and rates: Form entrepreneurship in online database services, 1972-1992', working paper, Northwestern University, US.

Zahra, S and W. Bogner (2000), 'Technology strategy and software new ventures' performance: Exploring the moderating effect of the competitive environment'. *Journal of business Venturing*, 15(2), 135-73.

Zutchi, K et al. (1999) *Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination*.

Bijlage 1 Interview checklist

Investeerder/financier criteria	Meest belangrijk 1- tot 20	Te verdelen 100 punten
Ondernemer/ management		
Passie		
Branche kennis		
Leiderschap vaardigheden		
Trackrecord		
Integriteit		
Markt		
Marktgroei		
Marktacceptatie		
Marktgrootte		
Time to market		
Marktsegmentatie		
Product		
Onderscheidend vermogen		
Prestatie		
Innovativiteit		
Patenten (IP)		
Technische haalbaarheid		
Opbrengsten +risico		
Gefaseerd investeren		
Verwachte omzet		
Mogelijke omzetgroei		
Exit mogelijkheden		
Risico inschatting		
Criteria toegevoegd door respondenten		

Bijlage 2 Overzicht van de respondenten

Type investeerder	Naam	Vertegenwoordiger van
Business Angels		
BA 1	A. Boelen	Rabo Private Equity
BA 2	J. Zwartjens	Zwartjens Holding B.V.
BA 3	P. Dankers	MAX-L.B.V.
BA 4	O. Jansen	Enkel Business Angel
BA 5	E. Hiemstra	Ergonomique
BA 6	H. Holtkamp	Holtkamp Beleggingen en Beheer B.V.
BA 7	D. de Ruiter	Enkel Business Angel
BA 8	M. Pattenier	Mazars
BA 9	K. van Herwaarden	Consultant
BA 10	G. Brand	Braver Investments
BA 11	R. Verbruggen	Braver Investments
BA 12	H. Brulleman	to-BBB
Venture Capital Fondsen		
VC 1	J. Spoelstra	Health Innovation Fund
VC 2	H. van Barlingen	Thuja Capital Management
VC 3	H. Bloemen	Eindhoven Corporate Finance Gr.
VC 4	R. Baijens	Eindhoven Corporate Finance Gr.
VC 5	J. Kromwijk Smits	Prime Ventures
VC 6	R. Metz	Ecart Invest 1 B.V.
VC 7	R. Verbakel	Technostars
VC 8	G. Verhees	Dutch Greentech Fund
VC 9	M. Beggemann	Business Angels Technostarters

VC 10	C. de Vries	Startgreen fund
VC 11	E. van den Biggelaar	Spera-groep
Banken		
AM 1	O. Caboni	Rabobank Helmond
AM 2	V. Streng	ABN AMRO
AM 3	R. van Dijk	Rabobank Eindhoven-Veldhoven
AM 4	H. Schellen	Rabobank Eindhoven-Veldhoven
AM 5	M. Ziekman	Rabobank Eindhoven-Veldhoven
AM 6	H. van Haaren	Rabobank Nederland
AM 7	J. Bremers	Rabobank Westelijke Mijnstreek
AM 8	H. Gasseling	ING
AM 9	R. van der Snoek	Rabobank Westelijke Mijnstreek
AM 10	M. Hebben	Rabobank Westelijke Mijnstreek
AM 11	W. Willems-Wijnen	Rabobank Westelijke Mijnstreek
AM 12	H. Verbakel	Rabobank Eindhoven-Veldhoven
Overheidsgerelateerde fin.		
OF 1	H. Schellen	Brabantse ontw. Maatschappij
OF 2	Hans Robertus	Incubator 3+
OF 3	F. vd Ven	Brabantse ontw. Maatschappij
OF 4	R. Feelders	Bright Move
OF 5	G. van de Ven	Brabantse ontw. Maatschappij
OF 6	J. Castelijns	Gemeente Eindhoven
OF 7	P. Pieters	Gemeente Eindhoven
OF 8	D. van Schaijk	Brainport Development
OF 9	P. van der Wielen	Brainport Development
OF 10	M. van Bijsterveld	Starterslift

OF 11	H. van Haaren	Gemeente Eindhoven
-------	---------------	--------------------