



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

### **Masterthesis**

***Welke criteria beoordelen investeerders in een business plan? Een vergelijkende studie van de criteria van bankiers, venture capitalists en business angels***

#### **Dion Julien**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen, afstudeerrichting accountancy en financiering

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

#### **BEGELEIDER :**

Mevrouw Alana VANDEBEEK



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

[www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)

Universiteit Hasselt  
Campus Hasselt:  
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt  
Campus Diepenbeek:  
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

**2019**  
**2020**



# Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische  
wetenschappen

## ***Masterthesis***

***Welke criteria beoordelen investeerders in een business plan? Een vergelijkende studie van de criteria van bankiers, venture capitalists en business angels***

### **Dion Julien**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,  
afstudeerrichting accountancy en financiering

### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

### **BEGELEIDER :**

Mevrouw Alana VANDEBEEK



*Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk. Er was impact op:*

*-de datacollectie*



## Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, met afstudeerrichting Accountancy en Financiering, aan de Universiteit Hasselt. Omwille van mijn persoonlijke belangstelling voor ondernemers en de kunst van het ondernemen zelf, heb ik ervoor gekozen om de verschillen in de criteria die investeerders beoordelen in een business plan te onderzoeken. Dit onderwerp is de perfecte combinatie van deze belangstelling voor het ondernemen en mijn interesse in finance. Dit zorgde ervoor dat ik met plezier de enorme tijdsbesteding invulde. Ik haal voldoening uit het gegeven dat de lessen uit dit onderzoek mogelijk bijdragen tot een grotere kans voor ondernemers op het vinden van financiering. Om dit te bereiken worden de resultaten dan ook gedeeld met verschillende ondernemersverenigingen om zo tot bij de ondernemer zelf te geraken.

Het is natuurlijk niet meer dan normaal om hier de personen te bedanken, zonder wie deze masterproef niet gerealiseerd zou kunnen zijn. In de eerste plaats wil ik mijn promotor Prof. dr. Wim Voordeckers bedanken. Niet enkel voor de deskundige begeleiding en raadgeving waarop ik telkens kon rekenen, maar zeker ook voor het voorstellen van dit interessante onderwerp. Verder zou de gegevensverzameling, die reeds enorm bemoeilijkt werd door de gezondheids crisis die zich voordeed tijdens deze masterproef, praktisch onmogelijk zijn geweest zonder te kunnen rekenen op zijn netwerk. Deze contacten deden telkens veel moeite voor mij door te verwijzen met de juiste persoon op de juiste plaats, aan wie ik mijn enquête kon bezorgen. Bij deze wil ik dan ook graag iedereen bedanken die de moeite heeft genomen om mij door te verwijzen en natuurlijk de personen die de enquête ingevuld hebben. De doelgroep was namelijk heel specifiek en niet iedereen kon helpen, er zijn relatief weinig personen die de enquête kunnen invullen. Zonder hun was dit dan ook zeker niet mogelijk.

Dion Julien

Maasmechelen, mei 2020



# Samenvatting

Ondernemers zijn de motor van onze economie. Goede ondernemers hebben de mogelijkheid om met hun innovaties onze manier van leven te veranderen. Ze creëren jobs, waarde en verbeteren onze levensstandaard. Toch moeten ondernemers vaak een moeilijk pad afleggen, waar het zoeken naar extra kapitaal bij het opstarten of uitbreiden van een onderneming, een grote uitdaging vormt. Hiervoor moeten ze frequent op zoek naar financiering van buitenaf hetzij in de vorm van durfkapitaal, hetzij in de vorm van schuldenfinanciering. De meest mogelijke externe investeerders willen op zijn minst een business plan zien vooraleer ze een investering overwegen. Internationale academische literatuur geeft aan dat investeerders niet allemaal op zoek zijn naar dezelfde criteria in een business plan (Mason & Stark, 2004; Berger & Udell, 1998; Ueda, 2004; Van Osnabrugge, 2000; Hsu et al., 2014; Bachher & Guild, 1996; Block et al., 2019). Het doel van dit onderzoek is te bevestigen welke deze verschillen zijn tussen business angels, venture capitalists en bankiers, en te verifiëren of deze verschillen ook gelden in de Belgische context. De criteria die verschillende soorten investeerders beoordelen in een business plan, zijn al decennia lang het onderwerp dat academici, studenten en ondernemers bezighoudt.

Het eerste deel van dit onderzoek analyseert de bestaande literatuur, waarbij hypothesen opgesteld worden die door een empirisch onderzoek al dan niet bevestigd worden in het tweede deel van deze masterproef. Het empirisch onderzoek gebeurt aan de hand van een online enquête, opgesteld in *Qualtrics*. De populatie omvat alle Nederlandstalige Belgische investeerders die zich identificeren onder de noemer van business angel (BA), venture capitalist (VC) of bankier. In totaal worden de resultaten van 39 respondenten geanalyseerd, die bestaan uit 8 business angels, 17 venture capitalists en 14 bankiers.

Hoofdstuk 3, de literatuurstudie, vangt aan met een verklaring te geven op basis waarvan de verschillen in de criteria tot stand komen tussen de verschillende investeerders. De verschillen ontstaan als reactie op de verschillende invloeden die de agent-principaal relatie en asymmetrische informatie teweegbrengen. De meeste gelijkenissen waren zichtbaar tussen de BAs en de VCs, mogelijk omdat ze beide blootgesteld worden aan gelijkaardige risico's bij het verschaffen van durfkapitaal. De bankiers verschilden het meest, omdat ze zich moeten indekken voor andere risico's bij het verschaffen van schuldenfinanciering.

Vervolgens worden de investeerders elk afzonderlijk beschreven met als doel de criteria in kaart te brengen. Hoewel er gelijkenissen zijn tussen alle investeerders over welke criteria ze willen terugzien in een business plan, verschilt de waarde die ze hechten aan bepaalde criteria onderling. De criteria waarmee de BAs rekening houden bij hun investeringsbeslissing kunnen worden gegroepeerd als: de ondernemer en het team, het product of de dienst, de markt, de financiële gegevens en de overige kenmerken. Het valt op dat de criteria die de VCs hanteren hetzelfde gegroepeerd kunnen worden. Toch kan uit de literatuurstudie afgeleid worden dat de BAs meer waarde hechten aan de mogelijkheid tot persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan de VCs, dit vormt de eerste hypothese. Ook zou het criterium dat gaat over de ondernemer en het team belangrijker zijn voor de BAs dan voor de VCs, dit is de tweede hypothese. De VCs hechten op hun beurt dan weer meer waarde dan de BAs aan het product of de dienst, en de markt. Dit wordt weergegeven in hypothesen



3 en 4 respectievelijk. De criteria die bankiers hanteren hebben betrekking op: de ondernemer, de lening, de onderneming en de assumpties die gemaakt worden in het business plan. Hiermee verschillen de bankiers dus sterk van de BAs en de VCs. Wanneer de subcriteria in dezelfde groepering als de BAs en VCs worden gebracht, valt het op dat bankiers meer waarde hechten aan de financiële gegevens van de onderneming dan BAs en VCs doen. Dit vormt de vijfde hypothese. Het persoonlijke vermogen van de ondernemer wordt door de bankiers vaak onder de loep genomen. Ook het hebben van waarborgen blijkt enorm belangrijk bij bankiers. Hoewel deze bevindingen niet direct een plaats hebben in het business plan, maar wel belangrijk zijn bij het verkrijgen van een lening, zullen deze stellingen onderzocht worden in de extra analyses 1 en 2 respectievelijk.

In hoofdstuk 5 worden de resultaten van de online enquête verwerkt en worden de hypothesen al dan niet bevestigd. Het is bij de interpretatie van de resultaten belangrijk te vermelden dat het aantal respondenten laag was, en hierdoor de resultaten mogelijk niet met een grote betrouwbaarheid geëxtrapoleerd mogen worden naar de gehele populatie. De BAs hechten meer waarde aan de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan de VCs. De BAs hebben geen principaal waarvoor ze investeren en staan zo minder onder druk van andere investeerders die alleen opbrengsten willen zien. Zo kan de BA kiezen voor projecten die hem meer interesseren en die hij beter kan begeleiden door de kennis en ervaring die hij bezit. Hiermee wordt de eerste hypothese aanvaard. Door het gebrek aan uitgebreide contracten bij de BAs in vergelijking met de VCs, werd in hypothese 2 verwacht dat de BAs meer waarde hechten aan de ondernemer en het team dan de VCs. Hoewel dit criterium uitermate belangrijk was voor beide investeerders, was het verschil tussen de gemiddelde scores niet groot genoeg om deze hypothese te aanvaarden. Door het gebruiken van deze uitgebreide contracten zou het voor de VCs ook gemakkelijker zijn dan voor de BAs om een team dat ondermaats presteert te vervangen dan het huidige product of dienst te vervangen door een ander goed product of dienst. Toch bleek het criterium met betrekking tot het product of de dienst geen significant grotere impact te hebben voor de VCs dan voor de BAs, hiermee wordt de derde hypothese niet aanvaard. Hoewel VCs over een uitgebreidere dealflow beschikken dan de BAs en hierdoor meer informatie beschikbaar hebben om de markt te vergelijken, is de markt ook geen criterium dat een significant hogere score kreeg bij de VCs dan bij de BAs. Hierdoor wordt de vierde hypothese niet aanvaard.

Bankiers kiezen vooral voor zekerheid door solide financiële gegevens in plaats van een uitgebreide evaluatie van het project. De bankiers delen met schuldenfinanciering tegen lage marges niet in dezelfde mate in het succes van het project dan de BAs en de VCs die in risicokapitaal voorzien en een participatie nemen. Bijgevolg hechten de bankiers significant meer waarde aan de financiële gegevens dan de BAs en de VCs doen. Hiermee wordt hypothese 5 bevestigd. Omdat de bankiers slechts lage marges verdienen aan het uitgeven van leningen, moeten ondernemers de bankiers verzekeren dat ze de lening inclusief de kosten kunnen terugbetalen. BAs en VCs hoeven deze zekerheid niet expliciet te verkrijgen omdat ze er rekening mee houden dat de enorme meerwaarde die klein deel van de investeringen realiseert, de verliezen van de andere investeringen goed maakt. Hierdoor hechten bankiers inderdaad meer waarde dan de BAs en VCs aan het hebben van waarborgen. De tweede extra analyse wordt hiermee aanvaard. Indien de waarborgen niet door de onderneming gegeven kunnen worden, kan verwacht worden dat de ondernemers hiervoor persoonlijk garant moeten staan. Toch wordt de eerste extra analyse niet aanvaard, die stelde dat bankiers meer waarde hechten aan het persoonlijke vermogen van de ondernemer dan de BAs en

de VCs doen. Er zijn dus duidelijke verschillen tussen de investeerders, waardoor een enkel business plan niet volstaat. Een belangrijke les voor een ondernemer om de kansen voor financiering te verkrijgen te maximaliseren, is het business plan aan te passen aan de investeerder die benaderd wordt.

De populatie van dit onderzoek omvatte alle Nederlandstalige Belgische investeerders onder de noemer van business angel, venture capitalist of bankier. Omdat de zoektocht naar financiering niet stopt aan de taalgrens, is het interessant om in een vervolgonderzoek dit onderzoek voor heel België te herhalen.

Wat betreft de richting van het onderzoek zelf, hier is zeker meerwaarde te verwezenlijken door toekomstige onderzoekers. Dit onderzoek deed een eerste stap om aan te tonen dat de verschillen die verscheidene internationale studies aangaven, hier grotendeels ook van toepassing zijn. Bij het maken van een dergelijk onderzoek wordt er telkens gedacht aan de ondernemer die hier zijn voordelen uit kan halen. Deze voordelen zijn duidelijk, maar hiermee is natuurlijk nog niet duidelijk hoe men dit business plan dan precies moet opstellen. Verder onderzoek zou de opbouw van elk van de criteria kunnen onderzoeken, zodat deze kennis uiteindelijk samengevoegd kan worden in een complete en praktische handleiding voor een geweldig business plan te schrijven, aangepast aan elke investeerder die de ondernemer benadert.



# Inhoudsopgave

Woord vooraf .....	I
Samenvatting .....	III
Inhoudsopgave .....	VII
1. Inleiding .....	1
2. Onderzoeksoepzet .....	3
2.1 Probleemstelling .....	3
2.2 Deelvragen .....	4
Hoe komen de verschillen tot stand tussen de verschillende investeerders? .....	4
Welke criteria beoordelen business angels in een business plan? .....	4
Welke criteria beoordelen venture capitalists in een business plan? .....	4
Welke criteria beoordelen bankiers in een business plan? .....	4
3. Literatuurstudie en hypotheseontwikkeling .....	5
3.1 Business plan .....	5
3.2 Hoe komen de verschillen tot stand tussen de verschillende investeerders? .....	6
3.3 Welke criteria beoordelen business angels in een business plan? .....	9
Business angels .....	9
Investeringscriteria .....	9
3.4 Welke criteria beoordelen venture capitalists in een business plan? .....	15
Venture capitalists .....	15
Investeringscriteria .....	15
3.5 Welke criteria beoordelen bankiers in een business plan? .....	20
Bankiers .....	20
Investeringscriteria .....	21
4. Methodologie .....	25
4.1 Populatie .....	25
4.2 Dataverzameling .....	25
4.3 De structuur van de enquête .....	25
4.4 Technieken .....	26
5. Resultaten .....	27
5.1 Algemeen .....	27
Beschrijvende statistiek .....	27

Belang van het business plan .....	31
Grootte van de investering .....	32
De verwachte <i>multiples of money invested</i> .....	33
5.2 Bespreking van de hypothesen .....	35
Hypothese 1: De business angel hecht meer waarde aan de mogelijkheid tot persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan de venture capitalist. ....	35
Hypothese 2: Hoewel de ondernemer en het team voor zowel de BA als de VC belangrijk zijn, hecht de BA hier nog meer waarde aan. ....	37
Hypothese 3: Het product of de dienst is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA. ....	40
Hypothese 4: De markt is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA. ....	42
Hypothese 5: De bankiers hechten meer waarde aan de financiële gegevens van de onderneming dan BAs en VCs doen. ....	44
5.3 Extra analyses .....	46
Persoonlijk vermogen van de ondernemer .....	46
Het hebben van waarborgen .....	48
5.4 Overzicht hypothesen en extra analyses .....	49
6. Conclusie .....	51
6.1 Discussie van de resultaten .....	51
6.2 Bijdrage voor de praktijk .....	54
6.3 Beperkingen van de studie en aanbevelingen voor verder onderzoek .....	55
Literatuurlijst .....	56
Lijst van tabellen .....	59
Lijst van figuren .....	60
Appendix .....	61
Appendix 1: Vragenlijst en antwoordmogelijkheden .....	61
Appendix 2: Beschrijvende statistiek van de resultaten .....	65
Appendix 3: Variantieanalyse van criteria business plan .....	70

# 1. Inleiding

Bij het opstarten of uitbreiden van een onderneming is er vaak nood aan extra kapitaal. Indien dit niet door de ondernemer zelf geïnvesteed kan worden, moet deze op zoek naar externe investeerders. Nieuwe ondernemingen zullen typisch gezien voor risicokapitaal gaan, omdat ze initieel door een periode gaan waarin hun kosten boven hun omzet uitstijgen. Deze periode wordt vaak de *valley of death* genoemd, omdat de ondernemingen hier meestal niet op schuldenfinanciering kunnen terugvallen door hun gebrek aan financiële voorgeschiedenis, positieve cashflows en activa die een bank vereist als waarborg bij een lening (Alemany & Andreoli, 2018). De meeste mogelijke investeerders willen op zijn minst een business plan zien vooraleer ze een investering overwegen (Mason & Stark, 2004). Volgens Mason & Harrison (1996) is dit bij business angels bijvoorbeeld zelfs in meer dan 75% van de gevallen waar.

Aangezien een business plan een uitermate belangrijke tool is om investeringen mogelijk te maken, verwacht je dat er veel informatie beschikbaar is over hoe je een goed business plan opstelt. Dit is deels waar: er is namelijk genoeg informatie over hoe je een algemeen business plan opstelt. Het grootste punt van kritiek is echter dat de meeste bronnen het hebben over één enkel business plan dat voor alle investeerders geldt (Mason & Stark, 2004). Een *one size fits all* aanpak. Uit onderzoek blijkt dat verschillende groepen investeerders op een andere manier naar een business plan kijken (Mason & Stark, 2004). Ze zoeken naar andere informatie, ze hebben andere verwachtingen over welke informatie er in een business plan hoort en welke eruit gelaten mag worden. Bovendien zullen ze de ondernemer op een andere manier bevragen over het business plan.

De drie groepen investeerders die nader bekeken worden in deze studie zijn business angels (BAs), venture capitalists (VCs) en bankiers. Verwacht wordt dat er duidelijke verschillen zijn in de redenering achter het maken van een investeringsbeslissing, naargelang men naar een andere groep investeerders gaat. Dit beïnvloedt waarschijnlijk de manier waarop de ondernemer een geschikt business plan opstelt. Die verschillen worden onderzocht om vervolgens te begrijpen hoe ze tot stand komen. Dit wordt gedaan in een Belgische context. Zo kunnen Belgische ondernemers hier raad uit putten bij het opstellen van hun business plan in de zoektocht naar financiering.



## 2. Onderzoeksopzet

### 2.1 Probleemstelling

De criteria die verschillende soorten investeerders beoordelen in een business plan, zijn al decennia lang het onderwerp dat academici, studenten en ondernemers bezighoudt. De investeerders die het meest besproken worden zijn de business angels en de venture capitalists. Bankiers worden vaak uit de vergelijking gelaten omdat ze veel verschillen van de business angels en de venture capitalists.

De meeste literatuur bespreekt de situatie in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten van Amerika. Toch zijn er ook studies te vinden die uitgevoerd zijn in Azië, Europa en Canada. Een Belgische studie die de verschillen analyseert tussen de criteria die de Belgische business angels, venture capitalists en bankiers beoordelen in een businessplan, is tot mijn kennisgeving niet beschikbaar.

Het zoeken naar financiering is al geruime tijd een actueel onderwerp. Dit is gemakkelijk te begrijpen aangezien ondernemingen constant op zoek zijn naar middelen om te groeien. Er is dan ook al veel onderzoek gedaan naar de verschillen tussen business angels, venture capitalists en bankiers. Weinig ondernemers weten echter dat ze de verschillende investeerders elk op een unieke manier moeten benaderen in hun business plan. De weinige Belgische ondernemers die dit wel weten, gebruiken de beschikbare informatie waarschijnlijk om hun business plan op te stellen. Het grote probleem hiermee is dat niet met zekerheid kan gezegd worden of deze informatie ook geldt in de Belgische context.

Het feit dat niet met zekerheid gezegd kan worden of de beschreven investeringscriteria ook in de Belgische context gelden, wordt opgelost door een benadering langs twee manieren. Enerzijds wordt er een uitvoerig onderzoek gedaan in de bestaande literatuur (secondaire bronnen) naar de verschillende criteria waaraan de groepen investeerders elk afzonderlijk, op een andere manier waarde hechten. Anderzijds worden deze bevindingen nu ook in België getest aan de hand van een empirisch onderzoek, gebruik makend van een enquête. Er wordt ook kort bekeken hoe de Belgische wetgeving een invloed kan hebben op investeerders.



## 2.2 Deelvragen

Om tot een sluitend antwoord te komen op de vraag: '**Welke criteria beoordelen investeerders in een business plan?**', die van een vergelijking tussen business angels, venture capitalists en bankiers uitgaat, wordt de hoofdvraag opgedeeld in vier deelvragen. De eerste deelvraag brengt in kaart hoe de verschillen tot stand komen. Vervolgens zal elk soort investeerder apart geanalyseerd worden, om zo een zicht te hebben op de verschillen tussen de verschillende soorten investeerders. Aan de hand van deze vier deelvragen wordt een antwoord geformuleerd op de hoofdvraag.

De deelvragen zijn als volgt:

Hoe komen de verschillen tot stand tussen de verschillende investeerders?

Welke criteria beoordelen business angels in een business plan?

Welke criteria beoordelen venture capitalists in een business plan?

Welke criteria beoordelen bankiers in een business plan?

## 3. Literatuurstudie en hypotheseontwikkeling

### 3.1 Business plan

Verschillende investeerders leggen de nadruk op verschillende criteria bij het maken van een investering. Wie de nadruk waarop legt, is belangrijk voor de ondernemers om te weten bij het opstellen van een business plan (Marija, 2015).

Een business plan is een document dat meestal minimum de volgende informatie bevat: de beschrijving van het product of de dienst, de bedrijfsgegevens (korte voorstelling van de onderneming, de ondernemers en hun motivatie), de missie en visie, een marktanalyse (bestaande uit een klantenanalyse, leveranciersanalyse, concurrentenanalyse, omgevingsanalyse en een SWOT-analyse), het marketingplan, en het financieel plan. Sinds de nieuwe vennootschapswetgeving zijn er zeven elementen die het nieuwe WV (Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen) dicteert met betrekking tot het financieel plan:

- een nauwkeurige beschrijving van de voorgenomen bedrijvigheid;
- een overzicht van alle financieringsbronnen en eventuele zekerheden;
- een openingsbalans en geprojecteerde balansen op 12 en 24 maanden;
- een geprojecteerde resultatenrekening op 12 en 24 maanden;
- een begroting van inkomsten en uitgaven voor minstens twee jaar;
- een beschrijving hypothesen voor schatting omzet en rendabiliteit;
- de naam van een externe deskundige indien die is opgetreden.

Door de aanwezigheid van deze elementen in het nieuwe WV zal er vanzelfsprekend meer aandacht gehecht worden aan het financiële plan, een gegeven dat alle te bespreken groepen ten goede komt.

Met dit business plan kan er financiering opgehaald worden bij investeerders. De noodzakelijkheid van een business plan kan verklaard worden door de agency theorie. De agency theorie zegt dat er een belangenconflict optreedt tussen de principaal, de investeerder dus, en de agent, hier de ondernemer die geld nodig heeft. De agent heeft in dit geval geld nodig, terwijl de principaal een goede investering zoekt, in een ondernemer met potentieel en talent. De ondernemer wilt dus een investering verkrijgen, waardoor de kans bestaat dat hij zijn project rooskleuriger voorstelt dan het in werkelijkheid is. Dit belangenconflict kan op verschillende manieren opgelost worden. Een belangrijke actie die de principaal (de investeerder) kan nemen is het vooraf uitzoeken van winstgevende projecten van goede ondernemers (Kaplan, 2004). Hiervoor heeft men uitgebreide informatie nodig over de projecten, die men in een business plan kan terugvinden.

## 3.2 Hoe komen de verschillen tot stand tussen de verschillende investeerders?

Uit de onderzochte literatuur kan duidelijk geconcludeerd worden dat de verschillende investeerders het business plan op een andere manier bekijken. Hierbij hecht de ene groep investeerders meer waarde aan bepaalde criteria dan de andere.

Business angels bijvoorbeeld beslissen niet door een gewicht en een score te geven aan criteria en dan het gewicht te berekenen (Maxwell, Jeffrey, & Lévesque, 2011). In plaats hiervan gebruiken ze een proces dat Maxwell et al. beschrijven als 'eliminieren-door-aspecten'. Dit is een kortere manier om de vele aanvragen die ze krijgen te reduceren naar een aantal dat ze beter kunnen bekijken.

Een investering in een dergelijk vroeg stadium brengt veel onzekerheid met zich mee. Er zijn verschillende krachten die hierdoor een invloed uitoefenen. Een goede verklaring wordt gedaan door de effecten van de principaal-agenttheorie en de asymmetrische informatie die hierbij hoort.

### *Principaal-agenttheorie*

Vanuit een principaal-agent theoretisch standpunt wordt de relatie tussen twee partijen voorgesteld als een contract tussen enerzijds de agent, en anderzijds de principaal (Jensen, 1976). De theorie gaat ervan uit dat zowel de agent als de principaal hun nut willen maximaliseren, mogelijk ten koste van de ander. De theorie zegt dat de principaal er voor zorgt dat de agent voor hem werkt, waarbij de agent over een gedeeltelijke bevoegdheid beschikt om zelf beslissingen te maken. Er is een grote kans dat de agent niet steeds in het voordeel van de principaal handelt omdat er een scheiding van eigendom en controle is.

De BAs worden gezien als principaal terwijl de VCs als agent gezien kunnen worden vanuit het standpunt van de *limited partners*, dit zijn de investeerders in het fonds van de VC. Natuurlijk blijven de VCs ook de principaal in de relatie met de ondernemers zelf. De BAs investeren namelijk hun eigen middelen, dit terwijl VCs het geld van hun fonds investeren en zelf dus niet rechtstreeks hun inleg kunnen verliezen. Dit zorgt mogelijk voor de verschillen in de gehanteerde criteria (Freear & Wetzel, 1990).

BAs hechten veel waarde aan de persoonlijke eigenschappen van de ondernemer. Ze hebben vaak niet de middelen die de VCs en banken hebben om uitgebreide contracten op te stellen (Fiet, 1995; Van Osnabrugge, 2000), zo vertrouwen ze op de band die ze hebben met de ondernemer om het agent-principaal probleem te beperken. De BAs keuren vaak een voorstel af als ze een gebrek aan eerlijkheid of betrouwbaarheid opmerken (Maxwell, 2014).

### *Asymmetrische informatie*

Asymmetrische informatie komt voor wanneer één partij meer informatie heeft dan de andere partij. Dit is een veelvoorkomend probleem dat ook bij onze drie soorten investeerders optreedt. De agency theorie die hierboven beschreven wordt, omvat twee gevolgen van asymmetrische informatie: moreel risico en adverse selectie.

### **Moreel risico**

Moreel risico is het risico dat één partij het contract niet in eer en geweten aangaat, of dat hij zijn gedrag verandert nadat een deal gesloten is omdat hij denkt dat hij de gevolgen niet hoeft te ervaren. Moreel risico is een groter probleem bij externe kapitaal financiering in vergelijking met externe schulden financiering, de reden hierachter is dat het vaker voorkomt naarmate de verhouding extern kapitaal in vergelijking met intern kapitaal (inclusief persoonlijke aansprakelijke waarborgen en onderpand) groter wordt. Het is vanuit dit perspectief dat het intern kapitaal bij schulden financiering verhoogd wordt, door de ondernemer persoonlijk aansprakelijk te stellen met persoonlijke waarborgen en een onderpand (Berger en Udell, 1998).

### **Adverse selectie**

Adverse of omgekeerde selectie gebeurt in het geval dat één partij betere of andere informatie heeft, dit zorgt voor een inefficiënte prijszetting. Adverse selectie komt vaker voor in externe schulden financiering in vergelijking met kapitaal financiering (Berger en Udell, 1998).

Ondernemers zijn vaak beter op de hoogte van de verschillende risico's die ze lopen dan hun investeerders. Bij de banken is het heel duidelijk dat er asymmetrische informatie is. Zo kan de ondernemer bijvoorbeeld heel rooskleurige projecties doen over de toekomst en zijn onderzoek met als doel gekozen te worden voor financiering, dit terwijl hij zelf meer informatie heeft over de haalbaarheid hiervan (adverse selectie). De bank probeert zich hiervoor in te dekken en de problemen als gevolg van asymmetrische informatie op te lossen, door waarborgen te vragen. Mogelijk worden deze waarborgen aangevuld met clausules die verbieden om bepaalde handelingen te stellen. Zo kan iemand die een aanvraag doet voor een autolening hier geen risicovolle investering mee doen (moreel risico), omdat dit contractueel bepaald is. Deze investering zou de ondernemer met zijn persoonlijk vermogen ook niet gemaakt hebben en banken kunnen moeilijk het gedrag na de investering in de gaten houden (Colombo, 2007). De waarborg dient ervoor om de ondernemer een hard signaal te laten geven aan de bankier dat hij zelf overtuigd is van zijn potentieel, en dat hij zijn geld durft te zetten op zijn woord. De bankiers onderhouden vaak ook betere klantenrelaties om projecten beter op te kunnen volgen en zo de informatiekloof te beperken (Berger en Udell, 1998).

Asymmetrische informatie komt ook bij BAs en VCs voor, maar deze zijn hier zonder rekening te houden met waarborgen en contracten, van nature beter tegen beschermd. Zij hebben namelijk de optie om het idee van de ondernemer bij misbruik te onteigenen en zelf uit te voeren, dit gaan banken minder snel doen (Ueda, 2004). Toch komt zowel moreel risico als adverse selectie ook voor bij deze investeerders die aan kapitaal financiering doen. Een ondernemer zou zijn eigen kennis namelijk beter kunnen voorstellen dan het is, om zo geselecteerd te worden voor financiering (adverse selectie). Eenmaal de investeerder besluit in de onderneming te stappen, kan de ondernemer meer risico aangaan dan hij oorspronkelijk voorstelde, om zo snel veel winst te proberen verwezenlijken (moreel risico).

De BAs en VCs hechten veel waarde aan de locatie van de onderneming tot hun thuis of werk, dit is een gevolg van het willen verkleinen van de informatiekloof door een fysiek zo klein mogelijke afstand te hanteren, wat resulteert in het gemakkelijker bezoeken van de onderneming om de informatie terug op pijl te brengen (Mason, 2002). Door het participeren in de strategische planning en in het

operationele beslissingsproces, verminderen de BAs en VCs de problemen die volgen uit de asymmetrische informatie (Berger en Udell, 1998).

### *Conclusie*

Verschillen in de criteria die de investeerders hanteren, ontstaan als reactie op de verschillende invloeden die de agent-principaal relatie en asymmetrische informatie teweegbrengen. Zowel de BAs, de VCs als de bankiers treffen maatregelen om de effecten van deze asymmetrische informatie zo klein mogelijk te houden. Adverse selectie is meer prominent bij schuldenfinanciering, door goede klantenrelaties te onderhouden proberen bankiers deze informatiekloof te dichten. Moreel risico wordt beperkt bij schuldenfinanciering door het vragen van verschillende waarborgen. De BAs en VCs leiden minder aan adverse selectie, omdat de investeerder vaak goed op de hoogte is van de sector van de onderneming. Moreel risico wordt beperkt door de deelname van de investeerder in de strategische planning en het operationele beslissingsproces. Bovendien verkiezen ze ondernemingen die korter bij hun huis of werk gelegen zijn, om zo gemakkelijk de onderneming waarin ze geïnvesteerd hebben te kunnen bezoeken met als doel de informatiekloof zo klein mogelijk te houden. Investeringscriteria worden dus anders beoordeeld door verschillende investeerders. Vervolgens wordt elke investeerder in detail bekeken.

## 3.3 Welke criteria beoordelen business angels in een business plan?

### Business angels

Business angels (BAs) zijn meestal private individuen die ervaring hebben met het succesvol starten van een onderneming. Ze zijn op zoek naar manieren om hun eigen geld en verworven kennis te laten renderen door andere kleine ondernemingen met veel potentie te helpen (Van Osnabrugge, 2000). Carpentier en Suret (2015) stellen dat business angels een belangrijke rol spelen in het financieren van talrijke ondernemingen die in een vroeg stadium zitten. Zo schat het European Business Angel Network (EBAN) dat BAs gedurende 2015 maar liefst €6.1 miljard investeerden in dergelijke ondernemingen in Europa. Dit terwijl Europese VCs in datzelfde jaar maar €2.1 miljard investeerden in dergelijke ondernemingen (Alemany & Andreoli, 2018). Carpentier en Suret (2015) vermelden ook een belangrijke trend die zich voordoet: BAs vormen onderling meer en meer gestructureerde groepen die collectief ook in latere stadia van de onderneming investeren. Zo kunnen ze hun kapitaal bundelen en kunnen ze meer gestructureerde beslissingsprocessen hanteren die meer gelijken op de aanpak van VCs. Over het algemeen zijn de investeringen van BAs zeer risicovol. Ze voorzien dan ook in risicokapitaal (Alemany & Andreoli, 2018). De meeste investeringen draaien uit in een verlies, met maar een klein percentage van de investeringen dat zorgt voor het grootste deel van de winst.

Gezien het private karakter van business angel investeringsdata, is precieze nummers vinden moeilijk (Brush, Edelman, & Manolova, 2012). De Europese business angel markt in 2017 wordt door EBAN geschat op €7,3 miljard (groei van +9%), waardoor het de belangrijkste kapitaalmarkt blijft voor *early stage* KMO's en Europese startups (EBAN, 2018).

### Investeringscriteria

#### *Stappenplan*

Er is geen vast stramien volgens dewelke een business angel een beslissing maakt. Het valt wel op dat ze in veel literatuur over een stappenplan spreken. Toch verschilt het aantal stappen, de inhoud van elke stap en de criteria die de BAs in elke stap hanteren in nagenoeg elk onderzoek.

In dit onderzoek worden verschillende stappenplannen gevonden. Brush et al. (2012) beschrijven het beslissingsproces van de BA als een vierstappenplan, Paul et al. (2007) opteren voor een vijfstappenplan, waar Cox et al. (2017) en Maxwell et al. (2011) het zelfs hebben over processen met nog meer stappen. In groot contrast met deze uitgebreide stappenplannen staat Landström (1998), hier gaat het helemaal niet over een stappenplan. Hieruit kan worden afgeleid dat er bijna zoveel beschrijvingen van het proces zijn als er auteurs zijn die dit onderzochten. Toch is het aantal stappen niet bepalend, de manier waarop de auteurs de beslissingen in het investeringsproces van de BAs beschrijven, komen immers grotendeels overeen.

Er wordt een algemeen stappenplan gehanteerd dat rekening houdt met 5 stappen (Mason & Harrison, 1996; Paul et al. 2007):

1. De kennismaking

2. De evaluatie, die onderverdeelt wordt in:
  - a. Een eerste screening
  - b. Het gedetailleerd onderzoek
3. De onderhandeling en het sluiten van het contract
4. De betrokkenheid na de investering
5. De exit

### **1. De kennismaking**

In de kennismaking leren de BAs over het voorstel. Hierna volgt een gesprek met de ondernemer. De BAs beoordelen niet enkel het idee, maar evengoed de ondernemer zelf. Hierbij kijken ze onder andere naar de redelijkheid van de ondernemer, de ervaring en de kennis van zowel de ondernemer als het team (Paul, Whittam, & Wyper, 2007). Bovendien vinden Brush et al. (2012) dat ondernemers, naast goed voorbereid te zijn, best ook een realistisch idee hebben van de hoeveelheid kapitaal dat ze zoeken. De presentatie van het voorstel moet in een logische en overtuigende manier gebeuren. Bovendien moet de presentatie vrij zijn van type- en grammaticale fouten (Cox et al., 2017). Daarnaast is de locatie van hun onderneming beter niet te ver verwijderd van de BA waarvan ze kapitaal zoeken, zowel Mason en Harrison (1996), Landström (1998), Brush et al. (2012) en Paul et al. (2007) argumenteren namelijk dat BAs liever kort bij huis investeren. Brush et al. (2012) vond een significant verband tussen de afstand en de kans dat het voorstel afvalt voor het naar de evaluatie gaat. Afstand is dus een criterium dat vaak voorkomt, terwijl dit aanvankelijk misschien niet direct een criterium was dat geassocieerd werd met de investeringsbeslissing.

### **2. De evaluatie**

Tijdens de screening wordt het business plan grondig geanalyseerd. De markt wordt bestudeerd en als de BAs hier zelf geen kennis van hebben vragen ze een andere BA of, indien niemand kennis heeft in de industrie, een expert. Zo hebben ze er een goed idee van of ze de samenwerking aan willen gaan door te investeren. Paul et al. (2007) vonden dat de BAs uit hun onderzoek het vaakst suggesties voor het veranderen van de inhoud van het business plan gaven in de marketing en financiële delen. Dit duidt op het eerste zicht op een andere mening dan die van Brush et al. (2012), aangezien zij zeggen dat de ondernemer een duidelijk zicht moet hebben op de hoeveelheid kapitaal die hij van de BA nodig heeft. Als de financiën niet kloppen, vaak door een onderschatting van de uitgaven, moet het gevraagde kapitaal namelijk aangepast worden. Gedurende de evaluatie wordt er zowel gekeken naar het businessplan als naar ontastbare eigenschappen. Onder meer het uitstralen van vertrouwen in het kunnen uitvoeren van de gekozen strategie, overtuiging en passie zijn belangrijk in het oordeel van de BA (Brush et al., 2012; Maxwell en Lévesque, 2014).

### **3. De onderhandeling**

De stap waarin er onderhandeld wordt is bepalend voor de verdeling van de aandelen. Hier is het veel eenvoudiger om een goede waardering te maken als de BAs zich kunnen baseren op verkopen in het verleden met een al bestaand product en markt (Paul, 2007).

#### **4. De betrokkenheid na de investering**

Zelfs als alle vorige stappen positief doorlopen zijn, moet er rekening gehouden worden met de wensen en de mogelijkheden van de BA. Een typische BA zal het aantal ondernemingen waarin hij investeert, beperken in functie van zijn beschikbare tijd. Aanvullend wordt er rekening gehouden met de kennis van de investeerder en bijgevolg de waarde die de BA kan toevoegen, buiten zijn financiële investering (Paul, 2007). Het is vanuit dit standpunt dat er vaak over 'smart money' gesproken wordt in dit soort investeringen, in vergelijking met traditionele financiering. De investeerder kan ook als vereiste opleggen dat bepaalde functies ingevuld worden door hemzelf of iemand die hij aanraadt. Zo komt het veel voor dat de BA wil zetelen in de Raad van Bestuur (Mason, 1996). Omdat de BA vaak enkel voor zichzelf investeert, staat hij minder onder druk door andere investeerders. De BA heeft met andere woorden geen principaal waarvoor hij bepaalde winstdoelstellingen moet halen. Dit is een belangrijk gegeven om te verklaren waarom de BA naast winst, ook de meerwaarde die hij voor de onderneming kan betekenen enorm waardeert. Hij heeft dus meer vrijheid om investeringen aan te gaan die hem persoonlijk meer kunnen laten toevoegen, maar iets minder winstgevend zouden zijn.

*Hypothese 1: De business angel hecht meer waarde aan de mogelijkheid tot persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan de venture capitalist.*

#### **5. De exit**

Tot slot zijn er verschillende manieren om tot de exit over te gaan. Het aandeel van de investeerder kan verkocht worden aan een andere onderneming of aan een andere investeerder, dit gebeurt het vaakst. Een andere optie is dat (het management van) de onderneming de investeerder terug uitkoopt. Een laatste optie is publiek gaan door middel van een uitgifte van aandelen op de beurs (een IPO) (Paul, 2007). De manier waarop en de termijn waarin dit gebeurt wordt voornamelijk gestuurd door de investeerder. Het is pas als de ondernemer hiermee akkoord gaat dat er een deal gebeurt.

Bij het overlopen van het algemene stappenplan, worden al snel belangrijke criteria zichtbaar. Ook uit onderzoeken die zich niet aan een stappenplan houden, worden een overvloed aan criteria gevonden. In wat volgt worden veelvoorkomende criteria besproken om zo een overzicht te krijgen.

##### *Voorbereid*

Ondernemers denken vaak dat ze klaar zijn om hun voorstel aan te bieden bij de BAs, maar vaak rust dit eerder op de drang om hun idee snel groot te maken in plaats van dat ze echt organisatorisch klaar zijn om financiering te ontvangen (Brush et al., 2012). Dat het belangrijk is om voorbereid te zijn vooraleer een ondernemer zich aanbiedt bij een BA, bevestigen Cardon et al. (2017) ook in hun studie: ze aanvaardden de hypothese die zegt dat er een verband bestaat tussen de voorbereidheid van een ondernemer en de kans op het krijgen van kapitaal.



De ondernemer kan stappen ondernemen om zich voor te bereiden. Brush et al. (2012) beschrijven het belang van technologische, organisatorische en strategische voorbereiding. Technologische voorbereiding houdt in dat er een vorm van intellectueel eigendom aanwezig moet zijn, dit kan gaan over een lopende patentaanvraag, een patent of een handelsmerk. Dit toont aan de BA dat de ondernemer verder nagedacht heeft over het commercialiseren van het idee. Organisatorische voorbereiding wordt getypeerd door het uitstralen van een goed organisatievermogen. Een volledig gevormd managementteam met ervaring is hier een belangrijke vorm van. Strategische voorbereiding is te zien aan een eerste versie (prototype) van het product of de dienst, liefst complementair met een klantenbestand.

### *De ondernemer en het team*

Zonder de ondernemer en zijn team is er natuurlijk geen onderneming. Het is dan ook niet verbazend dat het team vaak vooruitgeschoven wordt, samen met het idee zelf, als het belangrijkste criterium voor het slagen van de onderneming (Kaplan et al., 2009). Om de onderneming of het team een cijfer te kunnen geven, moet het opgedeeld worden in verschillende onderdelen die bijdragen tot het geheel. Het leiderschap potentieel van de ondernemer, de marketing en sales mogelijkheden, de vorige prestaties van de ondernemer en de erkende expertise binnen het managementteam met betrekking tot de industrie van de onderneming zijn belangrijke onderdelen volgens de BAs (Landström, 1998; Maxwell et al., 2011). De ervaring, de reputatie, het uitstralen van vertrouwen, overtuiging en passie staan samen met de volledigheid van het management centraal (Carpentier en Suret, 2015; Brush et al., 2012; Maxwell en Lévesque, 2014). Cox et al. (2007) zijn van mening dat het team effectief de ontwikkeling van de onderneming moet kunnen ondersteunen, en dat het in staat moet zijn de uitdagingen die met de onderneming meekomen aan te kunnen. Indien het managementteam niet de benodigde ervaring of kennis heeft, moet er een realistisch plan voorhanden zijn om aan de benodigde vaardigheden te geraken. Verder is een financieel inzicht hebben uiterst belangrijk: het team moet de financiële vereisten begrijpen en de basis voor opbrengsten, kosten, investeringsuitgaven en de nood voor externe financiering zijn duidelijk omschreven en zijn realistisch. De ondernemer en zijn team moeten dus over de kwaliteiten beschikken die het mogelijk maken om het potentieel uit al deze, en de onderstaande criteria, waar te maken (Feeney et al., 1999). De ondernemer en het team worden uitvoerig besproken. Het is ook logisch dat er zoveel criteria aangehaald worden: de ondernemer en het team moeten ervoor zorgen dat de onderneming de doelstellingen keer op keer haalt. Toch wordt er nóg meer nadruk gelegd op de ondernemer en het team bij de BA in vergelijking met de VC. Dit kan verklaard worden door de VC die uitgebreide contracten gebruikt om het agency conflict te beperken, terwijl de BA vaak veel beperktere contracten gebruikt en het agency conflict dus probeert te vermijden door op buikgevoel een ondernemer te kiezen waar hij meer vertrouwen in heeft.

*Hypothese 2: Hoewel de ondernemer en het team voor zowel de BA als de VC belangrijk zijn, hecht de BA hier nog meer waarde aan.*

### *Het product of de dienst*

Buiten de sterke focus op de ondernemer of het team, kijkt de informele investeerder naar de mogelijkheden van het idee. Dit kan in de vorm van een product of dienst. Belangrijk is dat ze niet enkel naar de sterktes en zwaktes kijken op dit moment, maar zeker zoveel naar de mogelijkheden

in de toekomst (Landström, 1998). Het hebben van een aantrekkelijk en uniek product, de status waarin het product zich bevindt, de beschermbaarheid van het idee (complexiteit of patent), een bewezen werking en een externe bron die het idee beaamt, dragen allemaal bij tot de beoordeling van het idee (Maxwell et al., 2011; Landström, 1998; Carpentier en Suret, 2015).

### *De markt*

Ook de markt is uitermate belangrijk als criterium in het beslissingsproces van de BAs. Zo wordt gekeken naar de opportuniteiten die de markt biedt. Drie criteria die de opportuniteit van de markt meten, zijn: het bewezen potentieel van de markt, de marktvoordelen en de voorziene risico's (Cox et al., 2017).

*Bewezen potentieel van de markt:* Het product of de dienst en de markt zijn duidelijk beschreven. Het is ook duidelijk hoe men voordeel kan halen uit de behoefte van die markt. De doelklant en de grootte van de markt zijn goed gedefinieerd en gekwantificeerd. Bovendien toont de markt veel potentieel voor het aanvaarden van het product/dienst en bijgevolg mogelijke opbrengsten (Carpentier en Suret, 2015). De grootte, de groei, de drukte (concurrentie) van de markt en de aantrekkelijkheid duiden op potentieel (Landström, 1998; Maxwell et al., 2011; Carpentier en Suret, 2015; Cox et al., 2017).

*Marktvoordelen:* De concurrerende producten en diensten zijn goed onderzocht. Er is een duidelijk USP (*unique selling proposition*) dat zorgt voor een voordeel ten opzichte van de concurrentie. Het plan voor het ontwikkelen en commercialiseren van het product of de dienst is duidelijk omschreven en is realistisch. Bovendien telt het gemak tot het toetreden in de markt (Landström, 1998; Cox et al., 2017).

*Voorziene risico's:* Het business plan beschrijft de belangrijkste voorziene business en technologische risico's en de ondernemer heeft al gedacht aan manieren om deze te voorkomen. Zo beoordeelt men de mogelijkheid om na het toetreden, de toetreding tot de markt van nieuwe speler tegen te gaan. Men stelt bovendien duidelijke doelen om het succes van het implementeren van het business plan te meten en in kaart te brengen (Landström, 1998; Cox et al., 2017).

### *De financiële gegevens*

De onderneming moet natuurlijk ook financieel haalbaar en rendabel zijn. Het begint allemaal bij het financieel model van de onderneming, de manier waarop het inkomsten zal genereren (Maxwell et al., 2011). Vervolgens is het belangrijk hoe de opbrengsten gebruikt zullen worden voor de groei van de onderneming en hoe de waardering van de onderneming tot stand komt (Carpentier en Suret, 2015). BAs willen, met een haalbare exit in het achterhoofd, potentieel zien dat gepaard gaat met hoge winsten en dus een hoge ROI (Feeney et al., 1999). Ondernemers hebben best ook een realistisch idee van de hoeveelheid kapitaal die ze zoeken (Brush et al., 2012).

BAs en VCs zouden ongeveer dezelfde verwachtingen hebben met betrekking tot de exit en ROI. Dit is opmerkelijk, omdat BAs vaak in vroegere stadia investeren dan VCs, en er hierdoor dus meer risico voor de BAs is. Een mogelijke verklaring voor dit fenomeen is dat de BAs dit niet als meer risicovol ervaren, omdat ze veel kennis hebben van de industrie (Feeney et al., 1999).

### *De overige kenmerken*

Buiten de bovenstaande criteria die regelmatig terugkomen, zijn er criteria die niet direct onder één van de noemers te groeperen zijn. Zo heeft de eerdergenoemde afstand een schijnbaar belangrijke invloed. Ook de referentie van een vertrouwde bron, zoals een andere BA bijvoorbeeld, heeft een grote invloed (Mason en Harrison, 2002). Onder de noemer van overige karakteristieken, wordt ook de mogelijkheid tot betrokkenheid in de onderneming door de BA geplaatst (Feeney et al., 1999). Het is dus belangrijk voor de ondernemers om goed te kijken naar wat de BAs zoeken in hun investering. Het kan goed zijn dat een ondernemer met een uitstekend idee en een goed business plan geen investering krijgt, omdat de vereisten van de BA niet in overeenstemming staan met hetgeen aangeboden wordt. Een voorbeeld hiervan is dat de BA geen ervaring heeft in de industrie, en hij dus geen toegevoegde waarde kan bieden aan de ondernemer (Cox et al., 2017).

### *Conclusie*

Uit de voorgaande literatuur volgt een duidelijk idee over de criteria waarmee de BAs rekening houden bij hun investeringsbeslissing: voorbereiding, de ondernemer en het team, het product of de dienst, de markt, de financiële gegevens en de overige kenmerken. Het gewicht dat de BAs toekennen aan deze criteria zal onderzocht moeten worden, gezien verschillende bronnen elk een ander gewicht toekennen aan bepaalde criteria, en ze meestal soortgelijke criteria op een andere manier opbouwen. Verwacht wordt dat in deze tijd waar ideeën veelvuldig zijn, de nadruk gelegd wordt op het team.

Toch zijn er situaties waarin de BAs bereid zijn om hun investeringscriteria te versoepelen (Mason & Harrison, 2002). BAs geven aan dat als ze sterk geloven in de ondernemer of het team, ze in de helft van de gevallen hun overige criteria willen versoepelen om tot een investering te komen. Ook als er maar een kleine investering nodig is, durven ze zich iets soepeler op te stellen. Een resultaat dat doorheen de literatuurstudie vaak terugkomt, en hier weer bevestigd wordt, is dat als de locatie van de onderneming kort bij de BA (werkplaats of thuis) is, ze zich weer soepeler kunnen opstellen ten opzichte van de andere criteria. Van de resterende redenen om de investeringscriteria te versoepelen, zijn de referentie van een vertrouwde bron en een vooruitzicht van zeer hoge opbrengsten de belangrijkste.

## 3.4 Welke criteria beoordelen venture capitalists in een business plan?

### Venture capitalists

Venture capitalists verschillen op verschillende manieren van BAs. De professionele managers investeren niet hun eigen geld, maar het geld van een fonds dat ze beheren. Alemany en Andreoli (2018) stellen dat het geld van een fonds komt van derden (pensioenfondsen, banken, family trusts, ...). Duran en Farres (Alemany & Andreoli, 2018) stellen dat de fondsen van venture capitalists veel van elkaar kunnen verschillen in hun grootte en aanpak. Zo worden de fondsen geregeld ingedeeld in 3 groepen naar gelang hun investeringsstadium: *Seed*, *Early stage* en *Expansion*. Hoe vroeger het stadium, hoe risicovoller de investering, maar des te groter is de mogelijke winst. Net zoals BAs voorzien VCs in risicokapitaal (Alemany & Andreoli, 2018). Over het algemeen investeren de meeste VCs in latere stadia dan de BAs (Maxwell, Jeffrey & Lévésque, 2011). Dit doen ze zodat ze een beter oog hebben op het risico dat hun investering loopt. De meeste investeringen binnen een fonds zijn van soortgelijke grootte in een soortgelijke sector, zo kan de VC het meeste waarde creëren door zijn kennis uit vorige investeringen en kennis over de sector in het algemeen, toe te passen.

De Europese venture capital industrie was in 2018 goed voor €11,4 miljard aan nieuwe fondsen (+11% groei), waarvan €8,2 miljard geïnvesteerd werd in startups (+13% groei). Dit zijn recordbedragen (Invest Europe, 2019).

### Investeringscriteria

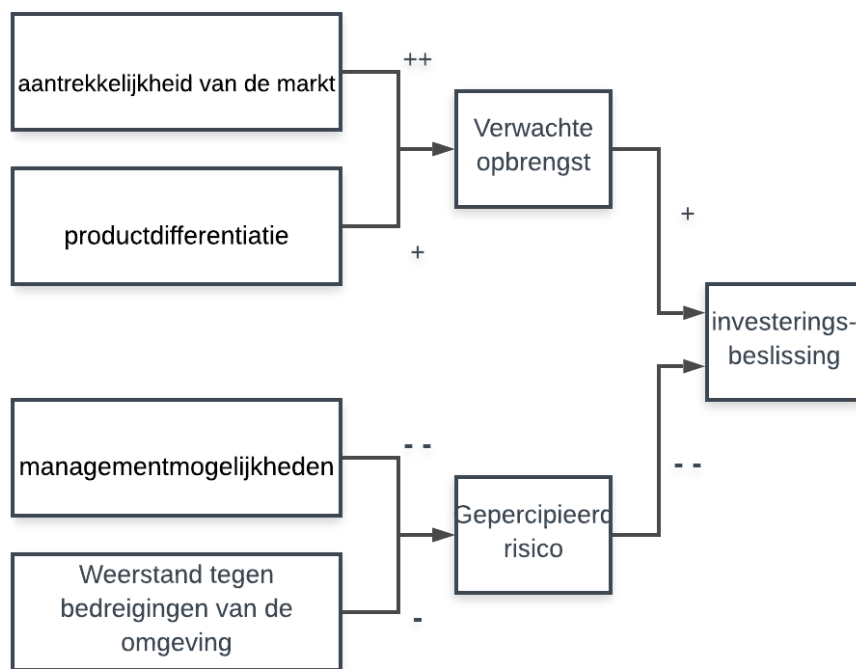
De investeringscriteria die venture capitalists toepassen zijn een onderwerp van veel belangstelling voor ondernemers die financiering zoeken. Voor de investeerders zelf, maar ook voor wetenschappers die wijsheid zoeken (Marija, 2015).

Er is reeds veel onderzoek gedaan naar de investeringscriteria die venture capitalists hanteren. Uit deze onderzoeken kan men geen uniforme conclusie halen, meer nog, verschillende auteurs komen tot verschillende besluiten. Men kan echter wel een stamien afleiden uit deze onderzoeken: de meeste venture capitalists nemen gewoonlijk vijf categorieën in rekening. Die vijf categorieën zijn: de ondernemer en het team, het product of de dienst, de markt, de financiële kant en de overige karakteristieken (Marija, 2015).

Volgens Kaplan et al. (2009) hechten sommige VCs meer waarde aan bepaalde criteria dan andere. Soms weegt het management (de ondernemer en het team) meer door, terwijl in andere gevallen de focus ligt op het product of de dienst en de markt. Een veelgebruikte analogie hiervoor is de vergelijking tussen de jockey (het management) en het paard (het product of de dienst, en de markt) (Kaplan, Sensoy, & Strömberg, 2009). Een grote en/of groeiende markt kan doorslaggevend zijn voor de ene VC, terwijl de andere focust op de kennis, de toewijding en de kwaliteit van het team.

Net zoals bij de BAs, zijn het gros van de criteria die VCs hanteren onder te verdelen in de ondernemer en het team, het product of de dienst, de markt, de financiële gegevens en de overige kenmerken.

Deze 5 criteria worden bijvoorbeeld, aan de hand van lineaire regressie, in een model gegoten dat uiteindelijk de aantrekkelijkheid van de investeringsbeslissing bepaalt. Het model van Tyebjee en Bruno (1984) gaat ervan uit dat het cash-out potentieel positief is, en berekent dan op een subjectieve manier welke invloed de overige 4 selectiecriteria hebben op de verwachte opbrengst enerzijds, en het gepercipieerde risico anderzijds. Dit is visueel voorgesteld in figuur 1 (Tyebjee & Bruno, 1984).



*Figuur 1 Venture Capitalists investeringsbeslissingsproces uit Tyebjee & Bruno (1984).*

### *De ondernemer en het team*

Goed management is doorslaggevend voor een VC. Een gedachte die sterk vertegenwoordigd is, is dat zelfs al is het oorspronkelijke idee niet goed, een goed team gemakkelijk kan afwijken naar een nieuw idee (Kaplan et al., 2009). Goed management is onderverdeeld in enerzijds kwaliteit van het management en anderzijds de voorgaande ervaring (Johnson, 1979). Kwaliteit van het management blijkt vaak uit goede referenties en omvat de mogelijkheden van de oprichters en het management over meerdere departementen heen (sales, marketing, boekhouding, finance, customer service, human resources, research and development, productie, distributie, etc.) (Tyebjee en Bruno, 1984). Voorgaande ervaring omvat ook kennis van de industrie, hoe een onderneming werkt en het bewezen track record (Macmillan et al., 1985). De ondernemer zelf moet bovendien sterk leiderschap uitstralen om de VCs te overtuigen dat hij in staat is een sterk groeiend personeelsbestand te managen (Macmillan et al., 1985). Andere goede eigenschappen die het team moet vertonen zijn toewijding en doorzettingsvermogen om het idee naar een verder stadium te brengen, zodat de VC

zijn/haar investering niet ziet verwateren bij de minste tegenslag (Kaplan et al., 2009; Macmillan et al., 1985).

### *Het product of de dienst*

Het idee zelf is natuurlijk uitermate belangrijk. Toch is de literatuur niet unaniem in het verkiezen van het idee boven het team. Een goed team is belangrijk, maar onderzoek toont aan dat bedrijven die publiek op de beurs gaan, zelden een grote pivot maken van hun oorspronkelijke idee of dat idee veranderen. Met dit argument kan ervan uitgegaan worden dat de VC een erg hoge waarde aan het idee hecht. Door de uitgebreide contracten die de VC hanteert is het immers gemakkelijker om een zwak team te vervangen door een nieuw, bewezen team in vergelijking met het goed idee te veranderen (Kaplan et al., 2009; Gruber en Petty, 2011). Bij de BA zou dit door een gebrek aan contractuele bepalingen moeilijk zijn om de ondernemer zelf te vervangen. Een goed idee wordt gekenmerkt door een duidelijke omschrijving, liefst met een werkend prototype (Macmillan et al., 1985). Verder toont een duidelijke productdifferentiatie de kwaliteit aan van het idee. De mogelijkheid van de ondernemer om een product te ontwikkelen dat zich kan distantiëren van de concurrentie, door bijvoorbeeld patenteerbaar te zijn en bijgevolg een hoog winstmarge te bieden, omvat een duidelijke productdifferentiatie (Tyebjee en Bruno, 1984).

*Hypothese 3: Het product of de dienst is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA.*

### *De markt*

Het derde criterium dat niet mag ontbreken is de markt (Boocock en Woods, 1997). De aantrekkelijkheid van de markt kan beoordeeld worden op basis van de grootte, de groei en de bereikbaarheid van de markt, samen met de aanwezigheid van een marktbehoefte die het idee inlost (Tyebjee en Bruno, 1984). Het implementatierisico kan worden verminderd door het kiezen voor een bewezen markt (Macmillan et al., 1985). Bij het omschrijven van de risico's in een markt moet men zeker rekening houden met de concurrentie op de markt. Een onderneming met een goed afgeschermd concurrentierisico heeft een eigen product met een bestaande markt die binnen 3 jaar bijvoorbeeld maar een kleine kans op competitie vertoont (Macmillan et al., 1985). Tot slot is er een voorkeur voor een stabiele markt in tegenstelling tot een conjunctuurgevoelige markt (Tyebjee en Bruno, 1984).

De VC hecht meer waarde aan de markt dan de BA. De VC heeft meer middelen dan de BA om een uitgebreid marktonderzoek te doen, en kan zo de markt beter in kaart kan brengen. Verder heeft de VC vaak een uitgebreidere dealflow dan de BA, waardoor hij de markt beter kan vergelijken.

*Hypothese 4: De markt is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA.*

### *De financiële gegevens*

De kapitalisatie, de vroegere winsten, de voorspelde winsten en de haalbaarheid van de projecties, zijn eigenschappen die tot de financiële resultaten bijdragen (Johnson, 1979). Het doel van de VC is om na een bepaalde tijd uit te cashen. De mogelijkheid om de investering te liquideren onder gunstige omstandigheden primeert dus (Tyebjee en Bruno, 1984). Het cash-out potentieel van de onderneming wordt hoger naarmate de onderneming zich indekt tegen het exit risico en het investeringsrisico (Macmillan et al., 1985). Een onderneming met weinig exit risico heeft een liquide

investering, en door kennis van de industrie kan men uit deze investering stappen indien nodig. Ondernemingen in groeimarkten die een tienvoudige return lijken te beloven binnen 5 tot 10 jaar, gerund door ondernemers met een bewezen track record, zijn goed beschermd tegen het investeringsrisico.






### *De overige kenmerken*

Buiten de criteria die onder één van de vorige noemers vallen, zijn er nog belangrijke eigenschappen waar een VC rekening mee houdt. Zoals eerder beschreven bij de BAs, wordt er veel waarde gehecht aan de volledigheid van een business plan. Een business plan kan onvolledig zijn door te weinig financiële informatie en/of marketing onderzoek. Een gebrek aan diepgang, strategie of logica kan hier verder ook aan bijdragen (Johnson, 1979; Boocock en Woods, 1997). In de beschrijving van venture capitalists wordt al aangegeven dat de meeste investeringen binnen een fonds van soortgelijke grootte zijn en in een soortgelijke sector vallen. Hierdoor bepaalt de samenstelling van het portfolio binnen het fonds voor een groot deel welke voorstellen aangenomen worden (Johnson, 1979; Boocock en Woods, 1997; Gruber en Petty, 2011). Toch kan een voorstel dat eerder afgewezen werd, later herbekeken worden en dan wel aanvaard worden omdat het dan wel binnen de eigenschappen van het fonds valt of dat er dan meer tijd beschikbaar is bij het management van het fonds (Gruber en Petty, 2011). Verder is er een positief verband tussen de weerstand tegen bedreigingen van de omgeving en het aanvaarden van het voorstel (Tyebjee en Bruno, 1984). Met de weerstand tegen bedreigingen van de omgeving wordt de resistentie van het bedrijf beschreven tegen oncontroleerbare veranderingen van buitenaf. Zo kan technologie verouderen en prestaties afhankelijk zijn van de conjunctuur.

### *Conclusie*

Net zoals bij de BAs kunnen criteria die VCs hanteren in hun beslissingsproces worden herleid tot 5 grote categorieën: de ondernemer en het team, het product of de dienst, de markt, de financiële gegevens en de overige kenmerken. Waar bij de BAs opviel dat de voorbereidheid van de ondernemer vaak aangehaald werd, bleef dit bij de literatuur die onderzocht werd met betrekking tot de VCs uit. Toch wordt op basis van hoe de voorbereidheid gedefinieerd werd, verwacht dat dit ook een invloed heeft bij de VCs. Over het algemeen valt het op dat veel criteria terugkomen, die mogelijk anders gedefinieerd worden.

De criteria voor de investeringsbeslissing van de VC werden in een tabel verwerkt (tabel 1). Deze vormt, samen met de criteria die gevonden werden voor de BA, de basis voor de vragenlijst in het empirisch deel.

Criteria	Subcriteria	Bron
<b>De ondernemer en het team</b>		(Marija, 2015) (Kaplan et al., 2009) (Johnson, 1979) (Macmillan et al., 1985) (Gruber & Petty, 2011)
	Kwaliteit van het management	(Johnson, 1979) (Kaplan et al., 2009)
	Voorgaande ervaring/kennis/bewezen track record	(Johnson, 1979) (Kaplan et al., 2009) (Macmillan et al., 1985)
	Toewijding/doorzettingsvermogen	(Kaplan et al., 2009) (Macmillan et al., 1985)
	Managen meerdere departementen	(Tyebjee & Bruno, 1984)
	Leiderschap	(Macmillan et al., 1985)
<b>Het product of de dienst</b>		(Marija, 2015) (Kaplan et al., 2009) (Johnson, 1979) (Tyebjee & Bruno, 1984) (Macmillan et al., 1985) (Gruber & Petty, 2011)
	Productdifferentiatie/USP	(Tyebjee & Bruno, 1984)
	Patenteerbaar/hog winstmarge	(Tyebjee & Bruno, 1984)
	Werkend prototype	(Macmillan et al., 1985)
	Duidelijk idee	(Macmillan et al., 1985)
<b>De markt</b>		(Marija, 2015) (Kaplan et al., 2009) (Johnson, 1979) (Tyebjee & Bruno, 1984) (Macmillan et al., 1985) (Gruber & Petty, 2011)
	Grote/groeiende markt	(Kaplan et al., 2009) (Macmillan et al., 1985)
	Aantrekkelijkheid	(Tyebjee & Bruno, 1984)
	Conjunctuurgevoelig	(Tyebjee & Bruno, 1984)
	Kleine kans op concurrentie	(Macmillan et al., 1985)
<b>De financiële gegevens</b>		(Marija, 2015) (Johnson, 1979) (Tyebjee & Bruno, 1984) (Macmillan et al., 1985)
	Kapitalisatie	(Johnson, 1979)
	Vroegere winsten	(Johnson, 1979)
	Voorspelde winsten	(Johnson, 1979)
	Haalbaarheid van de projecties	(Johnson, 1979)
	Cash-out potentieel	(Tyebjee & Bruno, 1984) (Macmillan et al., 1985)
<b>De overige kenmerken</b>		(Johnson, 1979) (Boocock en Woods, 1997)
	Onvolledig business plan	(Johnson, 1979) (Boocock en Woods, 1997)
	Eigenschappen fonds	(Johnson, 1979) (Boocock en Woods, 1997) (Gruber en Petty, 2011)
	Weerstand tegen bedreigingen van de omgeving	(Tyebjee en Bruno, 1984)

Tabel 1 Samengevoegde criteria voor investeringsbeslissing VC.



## 3.5 Welke criteria beoordelen bankiers in een business plan?

### Bankiers

BAs en VCs investeren geld en kennis in ondernemingen. Voor het risico verwachten ze een veelbelovende meerwaarde van hun aandelen. Het omdat ze beide investeren in durfkapitaal, dat de aanpak van de BAs en de VCs veel sterker op elkaar gelijken dan op die van de bankier. Bankiers doen net het omgekeerde met het lenen aan een onderneming: ze lenen enkel geld in een vaste afspraak met de ondernemer over de termijn en het terugbetalingsbedrag. Hiervoor willen ze dan uiteraard ook geen groot risico lopen.

De belangrijkste risico's die de bankiers lopen ontstaan uit de agency theorie: zowel de bankier (de principaal) als de ondernemer (de agent), willen hun nut maximaliseren, mogelijk ten koste van de ander. Om dit opportunistisch handelen te voorkomen, is transparantie en zekerheid nodig. Door de manier waarop kleine ondernemingen rapporteren, is transparantie vaak zoek. Een kleine onderneming heeft vaak geen gecontroleerde financiële overzichten, niet veel correct gewaardeerde activa, slechts een beperkte financiële geschiedenis en zelden een bewezen winstpotentieel (Berger, 1998).

De problemen die dit gebrek aan transparantie met zich meebrengt, kunnen opgedeeld worden in 3 pijlers (Berger, 1998):

1) Dure controle:

Het controleren van de onderneming door de bankier is duur, omdat onderzoek moet worden gepleegd naar hetgeen men wil controleren. Een oplossing voor dit probleem is relationeel lenen: de bankiers proberen vaak langdurige relaties te onderhouden met de ondernemer door het aanbieden van meerdere diensten. De ondernemer is dan bijna verplicht om deze allemaal bij dezelfde bankier te nemen, zodat de bankier een beter inzicht krijgt in de bedrijfsvoering van de ondernemer en de risico's die deze loopt.

2) Adverse selectie:

Eén partij heeft meer accurate en andere informatie dan de andere partij. Dit leidt tot een inefficiënte prijszetting. De klantenrelatie die de bankier met de ondernemer opbouwt, vormt ook een oplossing voor de adverse selectie.

3) Moreel risico:

Moreel risico ontstaat wanneer een partij de relatie niet in eer en geweten aangaat. Hij is dus mogelijk van plan anders te handelen dan overeengekomen. Eerder in deze studie werd het voorbeeld aangehaald van de ondernemer die geld leent om een auto te kopen, maar dat in de plaats daarvan investeert in iets risicovoller. De bankiers dekken zich hiervoor in door financiële zekerheid (informatie en waarborgen) te vereisen.

Het is door deze risico's dat de bankiers in het algemeen vaker lenen aan ondernemingen die hun continuïteit kunnen bewijzen aan de hand van marges, kasstromen en balansen en aan de hand van waarborgen die de ondernemingen kunnen stellen. Ze kiezen dus voor zekerheid door financiële gegevens in plaats van een uitgebreide evaluatie van het project dat de onderneming uitvoert (Mason & Stark, 2004).

*Hypothese 5: De bankiers hechten meer waarde aan de financiële gegevens van de onderneming dan BAs en VCs doen.*

## Investeringscriteria

De beschikbaarheid en de kost van financiering is een van de belangrijkste factoren die de mogelijkheid tot groeien van een onderneming bepaalt (Binks & Ennew, 1996). Het durfkapitaal van eerdergenoemde investeerders (BAs & VCs) is vaak duur. Voor het risico dat ze lopen, verwachten ze vaak een hoge ROI (*return on investment*) of IRR (*internal rate of return*). Het is vaak interessant om investeringen in een onderneming te maken met gebruik van een lening. De interest vereist bij een lening ligt vaak vele malen lager dan de vergoeding voor de investeerders in kapitaal.

Bankiers hebben geen duidelijke criteria (Wilson, 2016). Een senior manager noemt criteria als 'product, industrie, locatie van de markt, activa, historische informatie en vertrouwen in het managementteam' belangrijk, terwijl iemand anders uit dat zelfde onderzoek onder andere de volgende criteria aanhaalden: het persoonlijk karakter van de ondernemer, de voorwaarden van de lening en de eigenschappen van de onderneming. Binnen verschillende studies worden dus andere criteria aangehaald, maar zelfs binnen eenzelfde studie is het moeilijk om eensgezindheid te vinden binnen de ondervraagden over de criteria. Criteria kunnen dus erg verschillen (Carter et al., 2007).

Toch is het belangrijkste criterium vaak de financiële status van de ondernemer zelf. Hoewel de financiële status van de onderneming geanalyseerd werd, gaf de financiële status van het individu en zijn situatie vaak de doorslag. Een ander interessant criterium is het al dan niet hebben uitgevoerd van een risicoanalyse door de ondernemer. Er liggen dus maar weinig criteria vast, en de investeringsbeslissing wordt vaak persoonlijk gemaakt door de bankier (Wilson, 2016). De bankmedewerkers die verantwoordelijk zijn voor het uitgeven van de lening beoordelen zelf de ontwikkeling van de relatie met de onderneming, de mogelijkheden en de reputatie van het management en de visie van de onderneming. Deze beoordeling moeten ze vervolgens wel kracht bijzetten door op bepaalde ratio's of neergeschreven informatie te duiden (Degryse, 2005). Beslissingen voor commerciële leningen worden dus gemaakt op basis van zowel specifieke, kwantificeerbare informatie als subjectieve, kwalitatieve oordelen (Jankowicz en Hisrich, 1987).

Op basis van de literatuur worden de criteria die bankiers vooropstellen bij hun investeringsbeslissing verdeeld in 4 groepen: de persoonlijke eigenschappen (van de ondernemer), de eigenschappen van de lening, de eigenschappen van de onderneming en de assumpties van het business plan.

### *Persoonlijke eigenschappen*

In een perfecte kapitaalmarkt gebeurt de beslissing om te investeren enkel in functie van de winstgevendheid van de investering, en niet in functie van de structuur van de financiering (Modigliani & Miller, 1958). Dit zou dan betekenen dat de beslissing om te investeren met leningen

losstaat van het persoonlijk vermogen van de investeerder. Onder deze omstandigheden zou het niveau de financiële hefboom willekeurig zijn (Colombo & Grilli, 2007). Toch worden de persoonlijke eigenschappen van de ondernemer vaak onder de loep genomen bij het al dan niet uitgeven van een lening, indien een onderneming in zijn vroege stadium zit. Naast het persoonlijke vermogen, bekijkt men de kredietwaardigheid en de reputatie van de ondernemer (Berger, 1998). Deze zijn immers belangrijk voor het garanderen van waarborgen in de vorm van onderpand waarvoor de ondernemer persoonlijk aansprakelijk is, om zo het moreel risico te minimaliseren. Ook proberen ze het karakter van de ondernemer in beeld te brengen. Dit doen ze door te kijken naar de algemene betrouwbaarheid, de geloofwaardigheid en de persoonlijkheid (Wilson, 2016). De ervaring van de ondernemer wordt ook vaak genoemd als belangrijk criterium (Carter et al., 2007). Verder is de mate van opleiding van de ondernemer een criterium dat positief gecorreleerd is met het krijgen van een lening bij een bank (Irwin en Scott, 2006). Verantwoordelijken voor het uitgeven van een lening hebben het vaak moeilijker om te beslissen op basis van soft information (relatie van de klant) in vergelijking met hard information (financiële gegevens). Er zijn vooral moeilijkheden om een beslissing te maken als er bestaande klanten betrokken zijn en als de lening met een laag risico bestempeld wordt (Trönnberg en Hemlin, 2014).

### *Eigenschappen van de lening*

Hoewel de eigenschappen van de lening zelf als criteria minder vaak aangehaald worden, heeft de grootte van de lening samen met de maturiteit van de lening, toch een invloed op het al dan niet krijgen van de lening. Dit zijn slechts onderdelen van de algemene voorwaarden van de lening (Carter et al., 2007). Een lening met een kortere maturiteit draagt vaak minder risico dan een lening met een langere maturiteit (Berger en Udell, 1998).

### *Eigenschappen van de onderneming*

De mogelijkheid van de onderneming tot terugbetaling van de lening, door analyse van de cashflows bijvoorbeeld, is een criterium met betrekking tot de onderneming dat belangrijk is. Ook de hoeveelheid kapitaal die de ondernemer en het team in de onderneming investeerden kan doorslaggevend zijn. Dit geeft immers een indicatie van het vertrouwen dat ze in de onderneming hebben (Wilson, 2016).

Ook de grootte van het bedrijf, de activiteiten die ze uitvoert en bijgevolg de soort activa die ze heeft, hebben een grote invloed op het al dan niet krijgen van een lening. De groei van kleine bedrijven is meestal gelimiteerd door hun interne financiering. In de gevallen dat een klein bedrijf externe financiering gebruikt, is dit bijna altijd door het uitgeven van aandelen. De reden hiervoor is de asymmetrie in informatie: het is moeilijk voor banken om op voorhand de effectiviteit te voorspellen van investeringen die bedrijven in hun vroege stadium doen. Dit is zeker het geval wanneer ze geen financiële voorgeschiedenis hebben (Colombo & Grilli, 2007). Asymmetrie in informatie kan leiden tot adverse selectie en moreel risico (Carpenter & Petersen, 2002). Om deze negatieve effecten teniet te doen, wensen de externe investeerders (banken) vaak zekerheid in de vorm van waarborgen (Mason en Stark, 2004).

Niet veel kredietverstrekkers zullen een lening geven zonder garanties of waarborgen (Cattani & Mills, 1998). Garanties geven de kredietverstrekkers zekerheid door het aanbieden van activa die ze

in beslag kunnen nemen om vervolgens te verkopen indien de lening niet terugbetaald kan worden. Andere vormen van waarborgen zijn een verzekering ten voordele van de kredietverstrekker, of een onderschrijving van een derde partij die de lening zal betalen indien de lening niet terugbetaald kan worden. Zekerheden kunnen ook ontstaan door een bewezen geschiedenis van winsten. Ook de liquiditeit van de investering is belangrijk. Immateriële zaken zullen meestal tegen een lagere prijs gewaardeerd worden door de bank, terwijl zeer liquide investeringen (zoals in aandelen) voor een groot deel zelf als onderpand gebruikt kunnen worden.

Net zoals bij de BAs en de VCs heeft de locatie van de onderneming een grote waarde. Ook de sector in dewelke het bedrijf zich bevindt en de competitie die daarmee samen gaat worden als belangrijke criteria aangehaald (Carter et al., 2007).

#### *Assumpties van het business plan*

Tot slot houdt men rekening met de staat van het bedrijf en de economie. Wordt er een aanhoudende groei verwacht, of krijgt men te maken met stagnatie? In welke mate dit invloed heeft op de werking en winstgevendheid van het bedrijf moet overwogen worden bij de uitgave van een lening (Wilson, 2016). Seizoensgebonden karakter is een begrip dat hier nauw verband mee houdt. De voorkeur schijnt uit te gaan naar een bedrijf dat hier minder mee te maken heeft en bijgevolg stabielere inkomsten heeft (Carter et al., 2007).

#### *Conclusie*

De criteria die bankiers hanteren verschillen sterk van de criteria die BAs en VCs hanteren, en bovendien zijn ze onderling minder uniform. De bankier kijkt naar de eigenschappen van de ondernemer, de eigenschappen van de lening, de eigenschappen van de onderneming en de assumpties die gemaakt worden in het business plan. Toch is de meerderheid het er mee eens dat een lening maar moeilijk zal worden gegeven aan een onderneming in een vroeg stadium, als er geen waarborgen gegeven kunnen worden.



## 4. Methodologie

### 4.1 Populatie

De populatie die interessant is voor dit onderzoek, omvat alle Nederlandstalige Belgische investeerders die zich identificeren onder de noemer van business angel, venture capitalist of bankier. Verder moeten deze investeerders in de financiering voorzien van (jonge) ondernemingen. De investeerders dienen ook beslissingen te maken aan de hand van het business plan. De investeerders waarover dit onderzoek gaat, zijn een belangrijke motor voor de economie door het steunen van deze ondernemingen.

### 4.2 Dataverzameling

Data werd verzameld door middel van een online enquête opgesteld in *Qualtrics*. De enquête werd gestuurd naar relatiebeheerders en kredietexperts in Belgische filialen van de volgende banken: Bank van Breda, Crelan, KBC, ING en BNP Paribas Fortis. Verder werd de enquête gestuurd naar investeerders die zich identificeerden als business angel op LinkedIn, het sociaal netwerk voor professionelen. Tot slot werd de enquête gestuurd naar analisten die de investering beoordeelden in venture capital en private equity fondsen. Naast persoonlijke contacten en LRM, werden deze geselecteerd uit het 'overzicht van risicokapitaalverschaffers actief in Vlaanderen' dat het Agentschap Innoveren & Ondernemen (Vlaio) aanbiedt. Er werden in totaal 70 organisaties en 30 individuen benaderd. De organisaties die meewerkten, werden gevraagd de enquête verder te verspreiden naar de doelrespondenten binnen hun organisatie. Er werden in totaal 55 enquêtes ontvangen, waarvan 9 enquêtes niet volledig waren ingevuld en deze dus uit de finale steekproef gelaten werden. Van de resterende 46 volledige enquêtes, werden er 4 ingevuld door een investeerder die zich niet identificeerde tot één van de onderzochte groepen en werden er 3 ingevuld door personen die niet verantwoordelijk waren voor de investeringsbeslissing. Nadat deze ook uit de steekproef gelaten worden, zijn er 39 relevante enquêtes op basis waarvan de resultaten beschreven worden. De steekproef bestaat uit 39 investeerders, waaronder 8 business angels, 17 venture capitalists (dit is een combinatie van venture capital en private equity) en 14 bankiers.

### 4.3 De structuur van de enquête

De enquête bevat een aantal vragen die nodig zijn om een antwoord te formuleren op de hypothesen die gevonden werden. Daarnaast worden er ook een aantal extra vragen gesteld die niet rechtstreeks nodig zijn om de hypothesen te beantwoorden. De extra vragen worden besproken in de resultaten, nadat de hypothesen besproken worden, in de extra analyses. Het doel hiervan is de lezer beter te informeren welke subcriteria, of onderdelen, bijdragen aan een goede score op een criteria dat een groep investeerders belangrijk vindt in de beoordeling van het business plan.

Er is slechts 1 vragenlijst, zodat de antwoorden van de investeerders uit verschillende groepen zich lenen voor een goede vergelijking tussen de groepen. Toch worden er enkele vragen niet weergegeven aan de bankiers, omdat deze niet relevant zijn voor deze groep. Dit wordt aangegeven met "n.a." naast de vraag in de tabel die de vragenlijst en de antwoordmogelijkheden weergeeft (appendix 1).

## 4.4 Technieken

De resultaten van de enquête worden verwerkt in SPSS. De algemene besprekingen gebruiken beschrijvende statistieken. Voor de vergelijkingen van de (gemiddelde) scores van een groep investeerders met een andere groep, worden onafhankelijke t-testen gebruikt. SPSS geeft hierbij de *two-tailed p values*, deze testen de significantie aan de 2 zijden. Dit zijn dan ook standaard de waarden die in dit onderzoek gebruikt worden. In hypothese 5 worden de (gemiddelde) scores van een controlegroep (bankiers) vergeleken met de andere groepen (BAs en VCs), hiervoor wordt een variantieanalyse (ANOVA) gebruikt, samen met een post-hoc test (Dunnett t) om het verschil in de (gemiddelde) scores in kaart te brengen.

## 5. Resultaten

### 5.1 Algemeen

#### Beschrijvende statistiek

De resultaten op de vragenlijst, die beschreven wordt in de onderzoeksopzet (appendix 1), worden in dit deel besproken (tabel 2 en appendix 2). Alle vragen hebben minimum 1 van de volgende 3 doelstellingen: algemene beschrijving van de investeerders (A), hypothesen ondersteunen (H) en extra informatie (E).

De vragen die in de algemene beschrijving van de investeerders voorzien, geven enerzijds meer informatie over het belang van het businessplan en anderzijds geven ze meer informatie over de grootte van de investering van de investeerders en de *multiples of money invested* die ze verwachten. Een *multiple of money invested* is simpelweg de verhouding van het bedrag dat de investeerder ontvangt bij een exit tot het bedrag dat oorspronkelijk geïnvesteerd werd. Het verschil met andere uitdrukkingen die de winstgevendheid bespreken, zoals de IRR bijvoorbeeld, is dat de *multiple of money invested* geen rekening houdt met de timing van de geldstromen.

De vragen die de hypothesen ondersteunen, worden getoetst op basis van de een aantal statistische testen om zo een antwoord op de hypothesen te voorzien.

De vragen voor extra informatie verzamelen meer diepgaande informatie over bepaalde investeerders om zo het belang van bepaalde criteria die belangrijk zijn voor het verkrijgen van een investering, maar niet direct een plaats hebben in het business plan te bespreken. Van enkele van deze vragen worden extra analyses gemaakt. Zo wordt het belang van waarborgen voor een bankiers besproken en wordt er bekeken als het persoonlijk vermogen van een ondernemer een invloed kan hebben.

Voor de variabelen 'de ondernemer en het team', 'het product of de dienst', 'de markt' en 'de financiële gegevens' worden telkens de scores voor deze variabelen bekeken op de vraag: "Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?". Hiermee worden antwoorden voorzien op hypothesen 2, 3, 4 en 5. De overige vragen die rond de specifieke criteria gesteld worden, dienen om te verklaren hoe belangrijk de subcriteria zijn waaruit deze criteria bestaan. Deze worden in het kader van dit onderzoek niet allemaal uitvoerig besproken, maar kunnen geraadpleegd worden in de appendix bij het opstellen van een business plan (appendix 2).



Vraag	Onderdeel	Resultaten														
		BA					VC					Bankiers				
		N	Gem	SD	Min	Max	N	Gem	SD	Min	Max	N	Gem	SD	Min	Max
<b>Hoeveel bedraagt de gemiddelde gezochte financiering die goedgekeurd wordt? (A)</b>	Bedrag in euro	8	337500	299702	50000	1000000	17	5058824	7138983	500000	25000000	14	469643	769501	50000	3000000
<b>Hoe belangrijk vindt u een business plan voor het beoordelen van een investering? (A)</b>	Extreem belangrijk (5)	8	4,25	,886	3	5	17	3,82	0,808957	2	5	14	4,36	,633	3	5
	Zeer belangrijk (4)															
	Gematigd belangrijk (3)															
	Weinig belangrijk (2)															
	Niet belangrijk (1)															
<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan? (H)</b>	De ondernemer en het team (Kwaliteit van het management, toewijding / doorzettingsvermogen, volledigheid van het management, leiderschap potentieel van de ondernemer, ...)	8	9,63	,518	9	10	17	9,41	,795	7	10	14	9,07	,829	8	10
	Het product of de dienst (Productdifferentiatie, beschermbaarheid van het idee, status van het product (bv.: prototype), duidelijk idee, ...)	8	7,88	1,246	6	9	17	8,47	,624	8	10	14	7,64	1,598	5	10
	De markt (Bewezen potentieel van de markt, grootte/groei, concurrentie, conjunctuurgevoeligheid, ...)	8	7,88	2,031	4	10	17	8,24	,970	6	10	14	8,14	1,406	5	10
	De financiële gegevens (Realistisch idee van het gezochte bedrag, goed	8	8,13	1,642	5	10	17	7,12	1,364	3	9	14	9,43	,756	8	10

	financieel model, haalbaarheid van de projecties, financiële voorgeschiedenis, waarborgen, ...)															
	De overige kenmerken (Volledig business plan, referentie van een betrouwbare bron, locatie, mogelijkheid tot betrokkenheid van de investeerder in de onderneming, eigenschappen fonds, duidelijke mijlpalen, ...)	8	7,63	1,302	6	9	17	6,59	1,228	4	8	14	7,57	1,742	5	10
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de ondernemer en het team? (H, E)</b>	Het uitstralen van vertrouwen, overtuiging en passie	8	8,63	1,598	5	10	17	8,65	1,057	7	10	14	8,43	1,284	6	10
	Toewijding en doorzettingsvermogen	8	9,13	,641	8	10	17	9,12	,781	8	10	14	8,79	1,311	6	10
	Het leiderschap potentieel van de ondernemer	8	8,38	1,061	7	10	17	8,71	1,105	6	10	14	8,36	1,082	6	10
	De mogelijkheid van de ondernemer om meerdere departementen te managen	8	6,75	1,389	5	9	17	6,71	1,448	3	8	14	7,29	1,541	4	10
	De opleiding van de ondernemer	8	5,75	1,035	5	7	17	5,88	1,576	3	8	14	6,07	1,730	4	9
	Het persoonlijk vermogen van de ondernemer	8	4,88	2,416	2	8	17	4,12	3,039	0	9	14	6,36	2,023	3	9
	De kwaliteit van het management (voorgaande ervaring, kennis van de industrie en een track record)	8	6,75	1,669	4	9	17	8,18	1,468	4	10	14	8,79	,802	7	10
	Een volledig gevormd managementteam	8	7,13	1,808	4	9	17	6,00	2,622	2	10	14	6,71	1,729	2	9
	De marketing/sales kennis van het management	8	8,63	1,188	7	10	17	6,65	2,234	1	9	14	7,50	,760	6	9
	De financiële kennis van het management	8	7,75	1,488	5	10	17	5,94	2,076	1	8	14	8,00	1,109	6	10
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk</b>	Het hebben van een realistisch idee van de	8	8,13	1,246	6	10	17	7,65	,702	6	9	14	8,79	,699	7	10

<b>bij het beoordelen van de financiële gegevens? (E)</b>	hoeveelheid gezochte middelen															
	De financiële voorgeschiedenis	8	6,50	2,507	2	10	17	6,59	1,938	3	10	14	7,43	1,555	5	10
	Het cash-out potentieel (hoge winsten/ROI)	8	7,25	2,550	2	10	17	8,12	1,111	6	10	14	7,36	1,737	3	10
	Het hebben van een goed financieel model (de manier waarop inkomsten gegenereerd worden)	8	9,13	1,126	7	10	17	8,12	2,027	1	10	14	8,64	,929	7	10
	De basis waarop de waardering tot stand komt	8	8,13	1,642	5	10	17	6,88	2,147	0	9	14	7,36	2,307	3	10
	Het gebruik van de opbrengsten voor de groei van de onderneming	8	8,50	1,852	5	10	17	8,29	1,105	6	10	14	8,36	,745	7	9
	De hoeveelheid kapitaal geplaatst door de ondernemer en het management	8	7,00	2,138	4	10	17	7,00	2,151	2	10	14	8,64	1,008	7	10
	Het hebben van waarborgen	8	6,00	2,000	3	10	17	5,12	2,643	0	9	14	8,64	1,151	6	10
	De liquiditeit van de investering	8	6,63	1,923	5	10	17	4,29	3,118	0	9	14	8,07	1,492	5	10
	De aard van de activa	8	6,25	3,196	1	10	17	5,65	1,766	3	9	14	7,93	1,207	6	9
	De geprojecteerde cashflows	8	6,62	3,378	0	10	17	7,53	2,125	3	10	14	8,86	1,099	6	10
	De duur van de investering	8	6,13	2,997	0	10	17	5,71	3,016	0	9	14	7,79	1,718	3	10
<b>Hoe vaak komen de volgende multiples of money invested voor? (In %, totaal 100%) (E)</b>	<1	8	20,3750	35,53243	,00	95,00	17	21,4706	23,10064	,00	100,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1-2	8	11,8750	16,46154	,00	50,00	17	23,4706	15,68486	,00	50,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2-3	8	16,2500	17,06082	,00	50,00	17	23,8235	13,97871	,00	45,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3-5	8	20,6250	19,35339	,00	50,00	17	17,8824	15,73167	,00	70,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	5-10	8	24,8750	31,93940	,00	100,00	17	8,9412	12,22431	,00	50,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	10+	8	6,0000	8,38366	,00	25,00	17	4,4118	8,38942	,00	30,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Wat bepaalt of een investering gemaakt wordt? (Verdeel 100 punten) (H)</b>	Het rendement op de investering	8	53,1250	13,87122	40,00	75,00	17	70,0000	23,51861	25,00	100,00	14	56,0714	15,46442	30,00	80,00
	De persoonlijke inbreng van kennis en ervaring	8	46,8750	13,87122	25,00	60,00	17	30,0000	23,51861	,00	75,00	14	43,9286	15,46442	20,00	70,00

Tabel 2 Beschrijvende statistiek van de resultaten. Gegevens: aantal (N), gemiddelde, standaard afwijking (SD), minimum en maximum.

## Belang van het business plan

In dit onderzoek wordt ervan uitgegaan dat het business plan belangrijk is voor het beoordelen van een investeringsbeslissing voor de 3 groepen. De enquête bevraagt dit aan de hand van de vraag: "Hoe belangrijk vindt u een business plan voor het beoordelen van een investering?". De respondenten werden gevraagd een antwoord te kiezen uit 5 mogelijkheden op een 5-punts Likert schaal (1 = Helemaal niet belangrijk, 2 = Weinig belangrijk, 3 = Gematigd belangrijk, 4 = Zeer belangrijk, 5 = Extreem belangrijk).

De gemiddelde score over de 3 groepen investeerders is 4,10 op 5 (tabel 3). Dit betekent dat het business plan inderdaad zeer belangrijk is voor het beoordelen van een investering. Dit is een belangrijk gegeven voor het nut van dit onderzoek.

<b>Hoe belangrijk vindt u een business plan voor het beoordelen van een investering?</b>					
	<b>N</b>	<b>Gem</b>	<b>SD</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>Venture Capital</b>	17	3,82	,809	2	5
<b>Business Angel</b>	8	4,25	,886	3	5
<b>Bankier</b>	14	4,36	,633	3	5
<b>Totaal</b>	39	4,10	,788	2	5

Tabel 3 Gemiddelde score voor het belang van een business plan.

De scores per groep verschillen licht, toch kan ervan uitgaan worden dat de gemiddelden tussen de groepen niet genoeg van elkaar verschillen op het 5% significantieniveau. Hiervoor wordt een ANOVA tabel bekeken die de varianties tussen de groepen weergeeft om zo een inzicht te scheppen in de gemiddelden tussen de groepen (tabel 4).

<b>ANOVA</b>					
<b>Hoe belangrijk vindt u een business plan voor het beoordelen van een investering?</b>					
	<b>Sum of Squares</b>	<b>df</b>	<b>Mean Square</b>	<b>F</b>	<b>p-waarde</b>
<b>Tussen groepen</b>	2,405	2	1,202	2,043	,144
<b>Binnen groepen</b>	21,185	36	,588		
<b>Totaal</b>	23,590	38			

Tabel 4 Vergelijking van de varianties tussen de 3 groepen.

## Grootte van de investering

De investeerders werden gevraagd aan te geven hoeveel de gemiddelde gezochte investering bedraagt, die goedgekeurd wordt (Tabel 5). Dit gemiddelde geeft achtergrondinformatie over de respondenten van dit onderzoek. Belangrijk om te vermelden is dat deze gemiddelden niet representatief zijn voor alle investeerders. Het aantal respondenten is te klein om hier een betrouwbare uitspraak over te doen. De business angels binnen de steekproef investeren gemiddeld ongeveer € 337.500, terwijl de venture capitalists binnen de steekproef gemiddeld ongeveer €5.000.000 investeren en de bankiers binnen de steekproef gemiddeld ongeveer €470.000 investeren. Er is een duidelijk verschil te zien in de grootte van de investeringen. Een factor die mogelijk een invloed heeft is het feit dat venture capitalists vaak investeren via een fonds dat uit veel investeerders bestaat, terwijl een business angel meestal individueel investeert met eigen middelen.

<b>Hoeveel bedraagt de gemiddelde gezochte financiering die goedgekeurd wordt?</b>					
	<b>N</b>	<b>Gem</b>	<b>SD</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>
<b>Venture Capital</b>	17	5058824	7138983	500000	25000000
<b>Business Angel</b>	8	337500	299702	50000	1000000
<b>Bankier</b>	14	469643	769501	50000	3000000
<b>Totaal</b>	39	2442949	5206458	50000	25000000

*Tabel 5 Gemiddelde investering per groep investeerders.*

## De verwachte *multiples of money invested*

De business angels en de venture capitalists werden gevraagd "Hoe vaak komen de volgende *multiples of money invested* voor?". Voor deze vraag moesten beide groepen investeerders een percentage toekennen aan de volgende *multiples of money invested*: <1, 1-2, 2-3, 3-5, 5-10 en 10+. Deze vraag werd gesteld voor een bijkomend inzicht te verwerven in de verwachte opbrengsten

De onderstaande tabel geeft de *frequencies* van de antwoorden weer voor de venture capitalists (tabel 6).

Venture capital: Hoe vaak komen de volgende <i>multiples of money invested</i> voor?						
	<1	1-2	2-3	3-5	5-10	10+
N	17	17	17	17	17	17
Gem (%)	21,4706	23,4706	23,8235	17,8824	8,9412	4,4118
SD	23,10064	15,68486	13,97871	15,73167	12,22431	8,38942
Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00
Maximum	100,00	50,00	45,00	70,00	50,00	30,00

Tabel 6 *Multiples of money invested* voor venture capitalists.

De venture capitalists krijgen bij de exit met 23,82% het vaakst 2 tot 3 maal het bedrag van hun oorspronkelijke investering terug. Toch zijn er met 23,47% bijna even vaak exits die slechts een bedrag opbrengen tussen de waarde van hun oorspronkelijke investering ligt en het dubbele hiervan. Misschien het meest opvallende is dat er in 21,47% van de gevallen niet eens de oorspronkelijke investering terug verkregen wordt bij een exit. Het grootste deel van de uiteindelijke winst voor de venture capitalists komt uit de weinige investeringen die het zeer goed doen. Zo leiden ongeveer 17,88% van de investeringen tot 3 tot 5 maal hun investering, 8,94% zelfs tot 5 tot 10 maal en in 4,41% van de gevallen zelfs tot meer dan 10 maal de oorspronkelijke investeringen. Het zijn deze gevallen die er vaak voor zorgen dat men het risico durft te nemen om een investering te doen, zelfs al leidt niet elke investering afzonderlijk tot winst.

De onderstaande tabel geeft de *frequencies* van de antwoorden weer voor de business angels (tabel 7).

Hoe vaak komen de volgende <i>multiples of money invested</i> voor?						
	<1	1-2	2-3	3-5	5-10	10+
N	8	8	8	8	8	8
Gem (%)	20,3750	11,8750	16,2500	20,6250	24,8750	6,0000
SD	35,53243	16,46154	17,06082	19,35339	31,93940	8,38366
Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00
Maximum	95,00	50,00	50,00	50,00	100,00	25,00

Tabel 7 *Multiples of money invested* voor business angels.

Het kleine aantal business angels binnen onze steekproef rapporteert zelfs nog betere resultaten. De business angels geven aan dat ze met 24,88% het vaakst 5 tot 10 maal hun investering terugkrijgen bij een exit. De situatie die het hierna het vaakst voorkomt is een *multiple* tussen de 3 en 5, met

een kans van 20,63%. Ook bij de business angels komt er vaak een investering voor die minder opbrengt dan de oorspronkelijke investering bedroeg, dit gebeurt in 20,38% van de gevallen. In 16,25% en 11,88% van de gevallen komen *multiples* van 2 tot 3 en 1 tot 2 respectievelijk voor. Tot slot geven de business angels aan in maar liefst 6% van de gevallen meer dan 10 maal hun investering terug te krijgen.

Onze steekproef bevestigt dat een groot deel van de investeringen minder opbrengt dan het bedrag van hun oorspronkelijke investering, en dat een paar positieve gevallen vaak voor de winst moeten zorgen van een reeks investeringen. Door de kleine sample, vooral voor de business angels, moeten deze cijfers toch voorzichtig geïnterpreteerd worden. Vooral de return bij de business angels van 5 tot 10 maal, die de hoogste frequentie heeft, lijkt niet representatief voor de populatie. Toch moet er bij de *multiples of money invested* rekening gehouden worden dat er vaak een ruime tijd zit tussen de investering en de exit. Een *multiple* van 2 lijkt hoog, maar indien de exit pas 10 jaar na de investering gebeurt, dan is dit slechts een rendement van 7,18% jaarlijks.

## 5.2 Bespreking van de hypothesen

In dit deel worden de resultaten besproken die relevant zijn voor de hypothesen.

**Hypothese 1: De business angel hecht meer waarde aan de mogelijkheid tot persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan de venture capitalist.**

De eerste hypothese vergelijkt de reden waarom de investering gemaakt wordt tussen de business angels en de venture capitalists. Bij het opstellen van de hypothese werd ervan uitgegaan dat de business angel meer waarde hecht dan de venture capitalist aan de mogelijkheid tot persoonlijke inbreng van kennis en ervaring. Dit uitgangspunt steunt op het feit dat de BA vaak enkel voor zichzelf investeert, en hij zo minder onder druk staat door andere investeerders. De BA heeft met andere woorden geen principaal waarvoor hij bepaalde winstdoelstellingen moet halen. Dit is een belangrijk gegeven om te verklaren waarom de BA naast winst, ook de meerwaarde die hij voor de onderneming kan betekenen enorm waardeert. Hij heeft dus meer vrijheid om investeringen aan te gaan die hem persoonlijk meer kunnen laten toevoegen, maar iets minder winstgevend zouden zijn.

De vraag in de enquête die verband houdt met deze hypothese is de volgende: "Wat bepaalt of een investering gemaakt wordt?". Als antwoord op deze vraag kregen de respondenten 100 punten die verdeeld moesten worden tussen 2 stellingen: "Het rendement op de investering" en "De persoonlijke inbreng van kennis en ervaring".

De business angels gaven aan gemiddeld ongeveer 53 punten toe te kennen aan het rendement op de investering en ongeveer 47 punten toe te kennen aan de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring (tabel 8). Dit staat in contrast met de venture capitalists, die 70 punten toekenden aan het rendement op de investering en 30 punten aan de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring.

<b>Wat bepaalt of een investering gemaakt wordt? (Verdeel 100 punten over de volgende 2 stellingen, meer punten is belangrijker)</b>				
	<b>Groep investeerders</b>	<b>N</b>	<b>Gem</b>	<b>SD</b>
<b>Het rendement op de investering</b>	Venture Capital	17	70,00	23,52
	Business Angel	8	53,125	13,87
<b>De persoonlijke inbreng van kennis en ervaring</b>	Venture Capital	17	30,00	23,52
	Business Angel	8	46,875	13,87

*Tabel 8 De reden achter een investering.*

De resultaten worden getoetst aan de hand van een onafhankelijke t-test, die bekijkt of de gemiddelden van beide groepen (BAs en VCs) gelijk zijn, of het gemiddelde van de BAs verschilt van het gemiddelde van de VCs (tabel 9). Aangezien er 100 punten verdeeld worden over 'het rendement op de investering' en 'de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring', volstaat het om enkel de resultaten van de t-test van 'het rendement op de investering' te bespreken om de hypothese te



toetsen (tabel 8). De resultaten van de 'de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring' zijn immers identiek, aangezien elke punt slechts aan één van de twee stellingen toegekend kan worden. Vooraleer de resultaten van de t-test besproken kunnen worden om de gelijkheid van de gemiddelden te toetsen, moet besloten worden of er gekeken wordt naar de t-test waar gelijke variantie verwacht wordt of er gekeken wordt naar de t-test waar gelijke variantie niet verwacht wordt. De Levene's test komt hier van pas. Als deze niet significant is op het 5% niveau, betekent dit dat de varianties niet genoeg van elkaar verschillen om de nulhypothese te verwerpen. In dit geval zijn de varianties gelijk. De p-waarde van de Levene's test bedraagt 0,21, dus  $p > 0,05$ . Daarom wordt er gekeken naar de t-test die van gelijke variantie uitgaat.

<b>Wat bepaalt of een investering gemaakt wordt?</b>						
<b>(Verdeel 100 punten over de volgende 2 stellingen, meer punten is belangrijker)</b>						
		Levene's test voor gelijkheid van varianties		t-test for gelijkheid van gemiddelden		
		<b>F</b>	<b>p-waarde</b>	<b>t</b>	<b>df</b>	<b>p-waarde</b>
<b>Het rendement op de investering</b>	Gelijke varianties verwacht	1,666	,21	1,869	23	,074
	Gelijke varianties niet verwacht			2,243	21,52	,036
<b>De persoonlijke inbreng van kennis en ervaring</b>	Gelijke varianties verwacht	1,666	,21	-1,869	23	,074
	Gelijke varianties niet verwacht			-2,243	21,52	,036

Tabel 9 Onafhankelijke t-test.

De p-waarde van de t-test die van gelijke varianties uitgaat is 0,074. Er is een significant verschil in de gemiddelde waarde die gehecht wordt aan het rendement op de investering op het 10% niveau tussen de VC en de BA. De gemiddelde waarde die een VC hieraan hecht is 16,875 (=70-53,125) hoger dan een BA (tabel 8).

Hiermee wordt besloten dat voor hypothese 1, de nulhypothese die zegt dat zowel de VC als de BA dezelfde waarde hechten aan de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring, niet aanvaard kan worden op het 10% significantieniveau. De alternatieve hypothese wordt dus aanvaard, zoals verwacht werd uit het literatuuronderzoek hecht een BA dus meer waarde aan de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan een VC.

## Hypothese 2: Hoewel de ondernemer en het team voor zowel de BA als de VC belangrijk zijn, hecht de BA hier nog meer waarde aan.

De ondernemer en het team zijn belangrijk voor alle investeerders. Deze zijn immers verantwoordelijk voor het slagen of vallen van de onderneming. De respondenten werden gevraagd om een score toe te kennen van 0 tot en met 10 aan criteria die zij belangrijk vinden in een business plan, waar een hoge score betekent dat ze dit criterium belangrijk vinden.

De vraag luidde: "Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?". De criteria die bevestigd werden zijn: de ondernemer en het team, het product of de dienst, de markt, de financiële gegevens en de overige kenmerken. Er werden telkens voorbeelden gegeven van subcriteria die tot het criterium behoren. De resultaten tonen inderdaad dat het criterium 'de ondernemer en het team' hoog scoort voor alle investeerders in de steekproef (tabel 2). Meer zelfs, dit criterium is het criterium dat gemiddeld het hoogste scoort voor alle investeerders in de steekproef met een gemiddelde score van meer dan 9 op 10 voor alle investeerders samen.

Toch moet het belangrijkste deel van de hypothese nog onderzocht worden, namelijk dat de BA meer waarde hecht aan de ondernemer en het team dan de VC. Deze veronderstelling werd gemaakt door rekening te houden met het gebruik van contracten bij beide investeerders. Business angels hebben vaak de middelen en/of kennis niet om uitgebreide contracten op te stellen, terwijl venture capitalists dit wel hebben. Doordat business angels zich dus niet contractueel kunnen beschermen, wordt verwacht dat deze nog meer waarde hechten aan de ondernemer en het team. Zo zouden ze zich proactief beschermen tegen een mogelijk agency conflict door de ondernemer en het team te kiezen waar ze het meeste vertrouwen in hebben.

Hiervoor wordt een onafhankelijke t-test bekeken (tabel 10). De p-waarde voor de Levene's test is 0,376. Omdat  $p > 0,05$  is er geen significant verschil op het 5% niveau, het gaat dus om een t-test waarbij gelijke varianties verwacht worden. Een p-waarde van 0,498 voor de onafhankelijke t-test, met  $p > 0,05$ , resulteert in een niet statistisch significant verschil op het 5% niveau in de waarde die de BA en de VC hechten aan de ondernemer en het team. Dit is niet volgens de verwachtingen die opgesteld werden aan de hand van het literatuuronderzoek. De hypothese die zegt dat de BA meer waarde hecht dan de VC aan het criterium met betrekking tot de ondernemer en het team, wordt verworpen. Opnieuw dienen de resultaten met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden, door de schaarse hoeveelheid respondenten. Een factor die mogelijk een rol speelt, is dat beide groepen investeerders het criterium met betrekking tot de ondernemer en het team een hoge score geven waardoor een verder onderscheid moeilijk te maken viel.

<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>						
		Levene's test voor gelijkheid van varianties		t-test for gelijkheid van gemiddelden		
		<b>F</b>	<b>p-waarde</b>	<b>t</b>	<b>df</b>	<b>p-waarde</b>
<b>De ondernemer en het team</b> (Kwaliteit van het management, toewijding/doorzettingsvermogen, volledigheid van het management, leiderschap potentieel van de ondernemer, ...)	Gelijke varianties verwacht	,816	,376	-,689	23	,498
	Gelijke varianties niet verwacht			-,802	20,256	,432

Tabel 10 Onafhankelijke t-test van het criterium met betrekking tot de ondernemer en het team.

Voor de volledigheid wordt het criterium met betrekking tot de ondernemer en het team verder bekeken voor de BAs en de VCs. In een volgende vraag werd gevraagd om de subcriteria die bijdragen tot het criterium met betrekking tot de ondernemer en het team, opnieuw een score te geven van 0 tot en met 10. Een subcriterium dat gerelateerd is aan de hypothese is 'het uitstralen van vertrouwen, overtuiging en passie'. Ook voor dit subcriterium liggen de gemiddelden van de 2 groepen investeerders met 8,65 voor de VCs en 8,63 voor de BAs heel dicht bij elkaar (tabel 11).

<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de ondernemer en het team?</b>				
	<b>Groep investeerders</b>	<b>N</b>	<b>Gem</b>	<b>SD</b>
<b>Het uitstralen van vertrouwen, overtuiging en passie</b>	Venture Capital	17	8,65	1,057
	Business Angel	8	8,63	1,598

Tabel 11 Gemiddelden voor het subcriterium in verband met vertrouwen.

Een onafhankelijke t-test toont opnieuw aan dat met een p-waarde van 0,967, en dus  $p > 0,05$ , de gemiddelden van beide groepen niet statistisch significant van elkaar verschillen op het 5% niveau (tabel 12). Ook het bekijken van dit subcriterium levert geen informatie op die het verwerpen van hypothese 2 tegenspreekt.

<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de ondernemer en het team?</b>						
		Levene's test voor gelijkheid van varianties		t-test for gelijkheid van gemiddelden		
		<b>F</b>	<b>p-waarde</b>	<b>t</b>	<b>df</b>	<b>p-waarde</b>
<b>Het uitstralen van vertrouwen, overtuiging en passie</b>	Gelijke varianties verwacht	,292	,594	,041	23	,967
	Gelijke varianties niet verwacht			,036	9,995	,972

*Tabel 12 Onafhankelijke t-test van het subcriterium in verband met vertrouwen.*

### Hypothese 3: Het product of de dienst is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA.

Het belang van een goed team is bewezen, een reden hiervoor is dat een goed team zich gemakkelijk kan aanpassen bij het afwijken van het idee. Toch toont onderzoek aan dat bedrijven die publiek (op de beurs) gaan, zelden afwijken van hun oorspronkelijke idee. Het literatuuronderzoek geeft dus aan dat het idee belangrijk is. Door de uitgebreide contracten die de VC hanteert, is het gemakkelijker voor de VC dan voor de BA om een zwak team te vervangen door een nieuw, bewezen team. Bijgevolg is het voor de VC gemakkelijker om het team te veranderen dan een goed idee te veranderen (Kaplan et al., 2009; Gruber en Petty, 2011). Dit is de reden waarom de derde hypothese onderzoekt of VCs hierdoor meer waarde hechten aan het idee, in de vorm van het product of de dienst.

De vraag die in de enquête gesteld werd om een antwoord op deze hypothese te formuleren, is dezelfde die eerder besproken werd: "Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?". Het criterium dat bekeken wordt is 'het product of de dienst'.

De VCs kenden gemiddeld een score van 8,47 op 10 toe aan dit criterium, terwijl de BAs gemiddeld een score van 7,88 op 10 toekenden aan hetzelfde criterium (tabel 13).

<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>				
	<b>Groep investeerders</b>	<b>N</b>	<b>Gem</b>	<b>SD</b>
<b>Het product of de dienst</b>  (Productdifferentiatie, beschermbaarheid van het idee, status van het product (bv.: prototype), duidelijk idee, ...)	Venture Capital	17	8,47	,624
	Business Angel	8	7,88	1,246

*Tabel 13 Gemiddelden van het criterium met betrekking tot het idee.*

De gemiddelden worden vergeleken door middel van een onafhankelijke t-test (tabel 14). De p-waarde van Levene's test is 0,064, dus  $p > 0,05$ . Er kan dus op het 5% niveau niet worden gezegd dat de varianties statistisch significant verschillen. De varianties worden dus verwacht gelijk te zijn. Hoewel de p-waarde van de Levene's test wel significant is op het 10% niveau, wordt best gekeken naar de resultaten waar gelijke varianties verwacht worden. De p-waarde is immers het laagst in dit geval, waardoor dit de veiligste methode is. De t-test is met een p-waarde van 0,12, en dus  $p > 0,05$ , opnieuw niet significant verschillend genoeg om te besluiten dat de gemiddelden van de VC en de BA voor het criterium met betrekking tot het product of de dienst van elkaar verschillen op het 5% niveau. Er kan besloten worden dat gemiddelden niet statistisch significant van elkaar verschillen. Een mogelijke factor die dit resultaat verklaart is opnieuw het kleine aantal respondenten dat zorgt voor een lage betrouwbaarheid van de uitspraken.

<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>						
		Levene's test voor gelijkheid van varianties		t-test for gelijkheid van gemiddelden		
		<b>F</b>	<b>p-waarde</b>	<b>t</b>	<b>df</b>	<b>p-waarde</b>
<b>Het product of de dienst</b>  (Productdifferentiatie, beschermbaarheid van het idee, status van het product (bv.: prototype), duidelijk idee, ...)	Gelijke varianties verwacht	3,787	,064	1,611	23	,121
	Gelijke varianties niet verwacht			1,278	8,697	,234

*Tabel 14 Onafhankelijke t-test van het criterium in verband het idee.*

#### Hypothese 4: De markt is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA.

Deze hypothese werd opgesteld op basis de informatie gevonden in het literatuuronderzoek. De VC wordt verondersteld meer middelen te hebben dan de BA om een uitgebreid marktonderzoek te doen, zo kan de VC de markt beter in kaart brengen. Verder wordt de VC verondersteld vaak een uitgebreidere dealflow te hebben dan de BA, waardoor hij meer informatie heeft om de markt te vergelijken.

Om deze hypothese te toetsen, worden opnieuw de resultaten geïnterpreteerd van de vraag: "Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?". Het criterium dat bekeken wordt is 'de markt'.

<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>				
	<b>Groep investeerders</b>	<b>N</b>	<b>Gem</b>	<b>SD</b>
<b>De markt</b>  (Bewezen potentieel van de markt, grootte/groei, concurrentie, conjunctuurgevoeligheid, ...)	Venture Capital	17	8,24	,970
	Business Angel	8	7,88	2,031

*Tabel 15 Gemiddelden van het criterium met betrekking tot de markt.*

De BA geeft gemiddeld een score van 7,88 op 10 aan het criterium 'de markt', terwijl de VC gemiddeld 8,24 op 10 geeft aan hetzelfde criterium (tabel 15). Opnieuw leunen de gemiddelden in de richting van de vierde hypothese. Een controle met behulp van een onafhankelijke t-test zal uitsluitsel geven (tabel 16).

<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>						
		Levene's test voor gelijkheid van varianties		t-test for gelijkheid van gemiddelden		
		<b>F</b>	<b>p-waarde</b>	<b>t</b>	<b>df</b>	<b>p-waarde</b>
<b>De markt</b>  (Bewezen potentieel van de markt, grootte/groei, concurrentie, conjunctuurgevoeligheid, ...)	Gelijke varianties verwacht	3,328	,081	,608	23	,549
	Gelijke varianties niet verwacht			,477	8,541	,645

*Tabel 16 Onafhankelijke t-test van het criterium in verband met de markt.*

Op basis van de p-waarde van 0,081 voor Levene's test, en dus  $p > 0,05$ , wordt er gekeken naar de t-test die van gelijke varianties uitgaat. Opnieuw is de p-waarde voor Levene's test hier wel significant op het 10% niveau, toch wordt er weer gekeken naar het geval waar gelijke varianties verwacht worden, omdat deze p-waarde lager is dan het geval waar gelijke varianties niet verwacht worden. Op deze manier wordt de veiligste keuze gemaakt. Met een p-waarde van 0,549 voor de t-test is  $p > 0,05$  en kan dus op het 5% niveau besloten worden dat de gemiddelden voor het criterium 'de markt' die VC en de BA geven, niet statistisch significant van elkaar verschillen. Hypothese 4 wordt hierbij niet aanvaard.



## Hypothese 5: De bankiers hechten meer waarde aan de financiële gegevens van de onderneming dan BAs en VCs doen.

Het is door risico's zoals het moreel risico, adverse selectie en dure controle, dat de bankiers in het algemeen vaker lenen aan ondernemingen die hun continuïteit kunnen bewijzen. De continuïteit kan bewezen worden aan de hand van marges, kasstromen en balansen en aan de hand van waarborgen die de ondernemingen kunnen stellen. Bankiers kiezen dus voor zekerheid door solide financiële gegevens in plaats van een uitgebreide evaluatie van het project dat de onderneming uitvoert (Mason & Stark, 2004).

Voor deze hypothese te testen, wordt gekeken naar de resultaten op de vraag: "Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?". Het criterium dat nader bekeken wordt is 'de financiële gegevens'.

Door een variantieanalyse toe te passen, wordt snel duidelijk dat 'de financiële gegevens' inderdaad het enige criterium is waarvan gezegd kan worden dat de gemiddelde score van elke groep investeerders statistisch significant verschilt van het gezamenlijke gemiddelde van alle groepen (appendix 3). De p-waarde voor de variantieanalyse die een verschil tussen de gemiddelden van de groepen investeerders meet voor het criteria 'de financiële gegevens', is  $< 0,001$  (tabel 17). Aangezien  $p < 0,01$  is ten minste het gemiddelde van 1 groep statistisch significant verschillend van dat van een andere groep op het 1% niveau. Hiermee is het duidelijk dat er een onderscheid is tussen de waarde die de 3 groepen investeerders hechten aan de financiële gegevens. Hiermee is echter nog niet bewezen dat deze verschillende gemiddelden het gevolg zijn van de bankiers die meer waarde hechten aan de financiële gegevens dan de BAs en de VCs.

<b>Variantieanalyse</b>					
<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>					
Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk) - <b>De financiële gegevens</b>					
(Realistisch idee van het gezochte bedrag, goed financieel model, haalbaarheid van de projecties, financiële voorgeschiedenis, waarborgen, ...)					
	<b>Sum of Squares</b>	<b>df</b>	<b>Mean Square</b>	<b>F</b>	<b>p-waarde</b>
Tussen groepen	41,009	2	20,504	13,165	,000
Binnen groepen	56,068	36	1,557		
Totaal	97,077	38			

Tabel 17 Variantieanalyse van het criterium 'de financiële gegevens'.

Nu dient verder bekeken te worden als de verschillende gemiddelden het gevolg zijn van de bankiers die meer waarde hechten aan de financiële gegevens dan de BAs en de VCs. Dit kan aan de hand van een post-hoc test, namelijk de Dunnett t test (tabel 18). Deze test de gemiddelden van de groepen investeerders (BAs en VCs) tegen een controlegroep (bankiers). Om hypothese 5 te testen, is het bij de Dunnett t test interessant om te testen of de gemiddelden van de 2 overige groepen

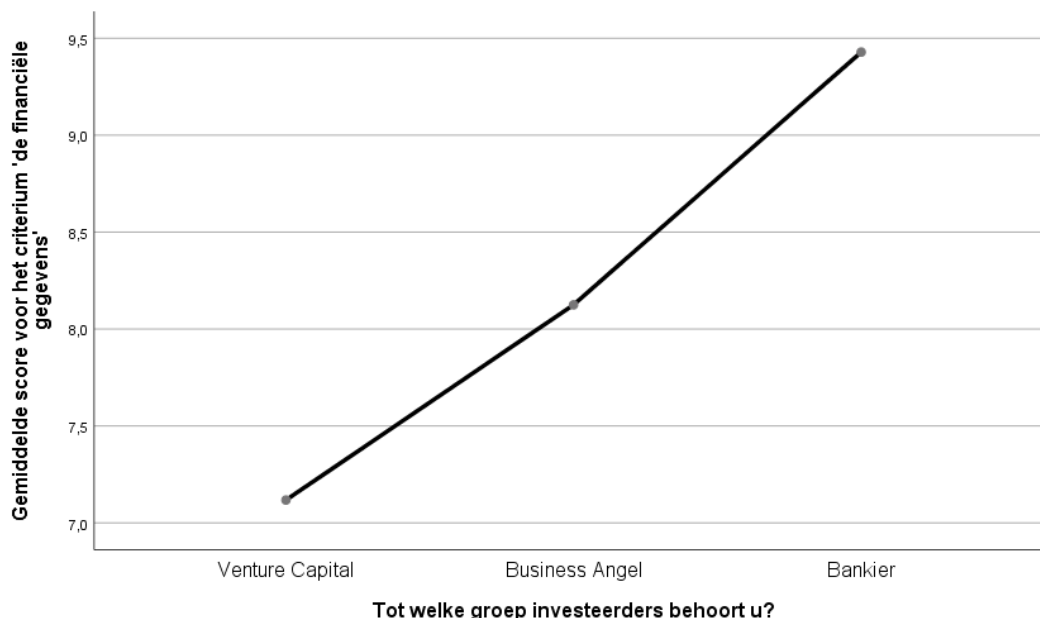
(BAs en VCs) met betrekking tot 'de financiële gegevens' lager zijn in vergelijking met de controlegroep (bankiers).

Post-Hoc: Dunnett t				
Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?				
Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk) – De financiële gegevens				
(Realistisch idee van het gezochte bedrag, goed financieel model, haalbaarheid van de projecties, financiële voorgeschiedenis, waarborgen, ...)				
(I) Groep investeerders	(J) Controlegroep	Vershil in gemiddelde (I-J)	SD	p-waarde
Venture Capital	Bankier	-2,311	,450	,000
Business Angel	Bankier	-1,304	,553	,022

Tabel 18 Post-Hoc test (Dunnett t), die kijkt als de testgroepen lager scoren als de controlegroep. De controlegroep is 'bankier'.

Door de p-waarde van  $< 0,001$  is de post-hoc test statistisch significant op het 1% niveau. Er kan dus besloten worden dat de groep 'bankier' inderdaad een gemiddelde score toekent aan het criterium 'de financiële gegevens' die 2,311 hoger is dan de score van de VC.

Met een p-waarde van 0,022 en  $p < 0,05$  kan er op het 5% significantieniveau besloten worden dat de groep 'bankier' een gemiddelde score toekent aan het criterium 'de financiële gegevens' die 1,304 hoger is dan de BA. De gemiddelde scores voor het criterium in het business plan met betrekking tot de financiële gegevens van de onderneming voor bankiers, business angels en venture capitalists zijn 9,43, 8,13 en 7,12 op 10 respectievelijk (figuur 2).



Figuur 2 Grafiek van de gemiddelde scores die bankiers, business angels en venture capitalists toekennen aan het criterium 'de financiële gegevens'.

Deze resultaten bewijzen dus dat de bankiers meer waarde hechten aan de financiële gegevens van de onderneming dan de VCs en de BAs. Hiermee wordt hypothese 5 aanvaard. Deze bevindingen

liggen in lijn met wat verwacht werd. Toch is het belangrijk te reflecteren over de kracht van deze bevinding. De steekproefgroottes zijn namelijk zeer klein om, net zoals bij de andere hypothesen, sterk achter het resultaat te staan.

### 5.3 Extra analyses

In de literatuur werd er gezocht naar verschillen in de criteria waaraan business angels, venture capitalists en bankiers belang hechten bij het beoordelen van het business plan. Voor bepaalde criteria die niet direct in een business plan thuis horen, werd er een uitleg gegeven waarom deze zouden verschillen. In de extra analyses die volgen, worden deze besproken. De twee criteria die relevant zijn in de zoektocht naar financiering, maar niet direct in het business plan thuishoren zijn het persoonlijk vermogen van de ondernemer en het hebben van waarborgen.

#### Persoonlijk vermogen van de ondernemer

Er wordt ondernemers vaak verteld dat hun idee het belangrijkste is, en dat hun persoonlijke vermogen geen rol zou mogen spelen in de zoektocht naar financiering. Toch bevestigt de literatuur dat om schuldenfinanciering te krijgen, een lening bij een bank bijvoorbeeld, er vaak waarborgen gevraagd worden om het moreel risico te verminderen. Aangezien startende ondernemingen vaak geen waarborgen vanuit de onderneming kunnen geven, wordt het persoonlijke vermogen van de ondernemer vaak onder de loep genomen. De volgende analyses moeten uitsluiting geven als er al dan niet een plaats is in het business plan voor het persoonlijke vermogen van de ondernemer bij het benaderen van een bank.

De gemiddelde scores die de BA, de VC en de bankier geven aan het subcriterium 'het persoonlijke vermogen van de ondernemer' dat onder het criterium 'de ondernemer en het team' valt, zijn 4,88, 4,12 en 6,36 op 10 respectievelijk (tabel 2). Om te bevestigen of het resultaat van de bankier inderdaad significant verschilt van de resultaten van de BA en de VC, wordt een variantieanalyse bekeken (tabel 19). Indien de resultaten tussen de groepen inderdaad verschillen, wordt opnieuw de Dunnett t post-hoc test uitgevoerd.

<b>Variantieanalyse</b>					
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de ondernemer en het team?</b>					
Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk) - <b>Het persoonlijk vermogen van de ondernemer</b>					
	<b>Sum of Squares</b>	<b>df</b>	<b>Mean Square</b>	<b>F</b>	<b>p-waarde</b>
Tussen groepen	38,915	2	19,458	2,896	,068
Binnen groepen	241,854	36	6,718		
Totaal	280,769	38			

Tabel 19 Variantieanalyse van het subcriterium 'het persoonlijk vermogen van de ondernemer'.

Met een p-waarde van 0,068, en dus  $p < 0,10$ , zijn er tenminste 2 groepen waarbij de gemiddelde score op dit subcriterium statistisch van elkaar verschillen op het 10% niveau. De Dunnett t post-hoc test geeft aan welke groepen van elkaar verschillen en hoeveel het verschil in de gemiddelden bedraagt (tabel 20).

<b>Post-Hoc: Dunnett t</b>					
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de ondernemer en het team?</b>					
Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk) - <b>Het persoonlijk vermogen van de ondernemer</b>					
<b>(I)</b>	<b>Groep</b>	<b>(J)</b>	<b>Verskil in</b>	<b>SD</b>	<b>p-</b>
		<b>Controlegroep</b>	<b>gemiddelde (I-J)</b>		<b>waarde</b>
Venture Capital		Bankier	-2,239	,935	,021
Business Angel		Bankier	-1,482	1,149	,174

*Tabel 20 Post-Hoc test (Dunnett t), die kijkt als de testgroepen lager scoren als de controlegroep. De controlegroep is 'bankier'.*

Met  $p < 0,05$  voor het verschil in gemiddelden van de VC en de bankier is dit resultaat statistisch significant op het 5% niveau. De bankier hecht meer waarde aan het persoonlijke vermogen van de ondernemer van de VC. De bankier scoort dit criterium met een gemiddelde score van 6,36 gemiddeld 2,239 hoger dan de VC, die een gemiddelde score toekent aan dit criterium van 4,121 (tabel 20). Met een p-waarde van 0,174 kan niet hetzelfde gezegd worden voor de BA. Er is op het 5% niveau geen statistisch significant verschil tussen de gemiddelde score die een BA en een bankier aan dit criterium toekennen. Toch liggen de gemiddelden gevoelig uit elkaar en geeft dit door de kleine steekproef geen definitief uitsluitsel over het belang van het persoonlijk vermogen van de ondernemer.

## Het hebben van waarborgen

In lijn met de vorige extra analyse, ontstond de verwachting reeds in de literatuurstudie dat bankiers het belangrijker vinden om waarborgen te hebben dan de overige 2 groepen investeerders. Het bekijken van de resultaten in tabel 2 toont inderdaad dat het gemiddelde op het subcriteria 'het hebben van waarborgen' onder 'de financiële gegevens' voor de bankiers gevoelig hoger ligt dan de overige groepen. De gemiddelde scores voor dit subcriterium zijn 6,00 voor de business angels, 5,12 voor de venture capitalists en 8,64 voor de bankiers.

<b>Variantieanalyse</b>					
Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de financiële kenmerken? Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk) - <b>Het hebben van waarborgen</b>					
	<b>Sum of Squares</b>	<b>df</b>	<b>Mean Square</b>	<b>F</b>	<b>p-waarde</b>
Tussen groepen	98,611	2	49,305	11,307	,000
Binnen groepen	156,979	36	4,361		
Totaal	255,590	38			

Tabel 21 Variantieanalyse van het subcriterium 'het hebben van waarborgen'.

Een variantieanalyse toont aan dat met een p-waarde van  $< 0,01$ , er een statistisch significant verschil in gemiddeldes is tussen ten minste 2 groepen op het 1% niveau (tabel 21). Om uit te zoeken als de bankiers inderdaad gemiddeld een hogere score toekennen aan het hebben van waarborgen dan de overige 2 groepen, wordt een Dunnett t post-hoc test bekeken met de bankiers als controlegroep (tabel 22).

<b>Post-Hoc: Dunnett t</b>					
Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de financiële gegevens? Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk) - <b>Het hebben van waarborgen</b>					
<b>(I)</b>	<b>Groep</b>	<b>(J)</b>	<b>Verskil in gemiddelde</b>	<b>SD</b>	<b>p-waarde</b>
<b>investeerders</b>		<b>Controlegroep</b>	<b>(I-J)</b>		
Venture Capital		Bankier	-3,525	,754	,000
Business Angel		Bankier	-2,643	,925	,007

Tabel 22 Dunnett t post-hoc test voor het subcriterium 'het hebben van waarborgen' met bankiers als controlegroep.

Met p-waardes  $< 0,01$  is de gemiddelde score op het subcriterium 'het hebben van waarborgen' statistisch significant op het 1% niveau. De gemiddelde score voor de bankier ligt 3,525 hoger dan de VC en 2,643 hoger dan de BA. Dit bevestigt dat bankiers het meeste waarde hechten aan het hebben van waarborgen.

## 5.4 Overzicht hypotheses en extra analyses

Hieronder worden de hypotheses en extra analyses nogmaals weergegeven, waarbij telkens aangegeven wordt of de stelling aanvaard wordt of niet. De resultaten worden in de conclusie besproken.

<b><u>Stelling</u></b>	<b><u>Aanvaard of niet aanvaard</u></b>
Hypothese 1: De business angel hecht meer waarde aan de mogelijkheid tot persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan de venture capitalist.	Aanvaard
Hypothese 2: Hoewel de ondernemer en het team voor zowel de BA als de VC belangrijk zijn, hecht de BA hier nog meer waarde aan.	Niet aanvaard
Hypothese 3: Het product of de dienst is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA.	Niet aanvaard
Hypothese 4: De markt is een belangrijker criterium voor de VC dan voor de BA.	Niet aanvaard
Hypothese 5: De bankiers hechten meer waarde aan de financiële gegevens van de onderneming dan BAs en VCs doen.	Aanvaard
De bankiers hechten meer waarde aan het persoonlijke vermogen van de ondernemer dan de BAs en de VCs.	Niet aanvaard
De bankiers hechten meer belang aan het hebben van waarborgen dan de BAs en de VCs.	Aanvaard

*Tabel 23 Overzicht van welke stellingen aanvaard worden en welke niet.*



## 6. Conclusie

### 6.1 Discussie van de resultaten

Het doel van dit onderzoek was een vergelijkende studie uit te voeren van de criteria die verschillende Belgische investeerders hanteren bij het beoordelen van het business plan, dat gebruikt wordt door de ondernemer bij de zoektocht naar financiering. Door het uitvoeren van deze vergelijkende studie kan vervolgens besloten worden of de verschillen die verscheidene internationale studies naar voren brengen, ook in de Belgische context gelden.

In hoofdstuk 3, de literatuurstudie, werd duidelijk welke criteria de business angels, de venture capitalists en de bankiers hanteerden. Zoals verwacht vertonen de criteria die de business angels en de venture capitalists hanteren, veel gelijkenissen. Een verklaring hiervoor werd in de literatuur aangehaald, namelijk dat beide investeerders in risicokapitaal voorzien en zich hiervoor tegen soortgelijke risico's moeten afschermen. Dit staat in tegenstelling tot de criteria die de bankiers hanteren bij de financiering van een onderneming met schuldenfinanciering.

In hoofdstuk 5 werd gestart met de eigenlijke analyses. De eerste hypothese die getoetst werd was de hypothese die stelde dat de business angels meer waarde hechten aan de persoonlijke inbreng van kennis en ervaring dan de venture capitalists. Deze verwachting ontstond uit het feit dat de business angel geen principaal heeft waarvoor hij investeert, zo staat hij onder minder druk van andere investeerders die kost wat kost opbrengsten willen zien. Dit geeft de business angel de gelegenheid om projecten te kiezen die hem meer interesseren en die hij beter kan begeleiden door de kennis en ervaring die hij bezit. Deze hypothese werd aanvaard.

De tweede hypothese blijft bij de vergelijking van de business angels met de venture capitalists. Hier werd verondersteld dat de business angel meer waarde hecht aan de ondernemer en het team dan de venture capitalist. Uit de literatuur werd verwacht dat dit criterium zeer sterk zou scoren voor beide investeerders. Toch werd er verwacht dat de business angel hier nog meer waarde aan hecht. Deze verwachting ontstaat omdat venture capitalists gewoonlijk gebruik maken van uitgebreide contracten om zich te beschermen tegen agency conflicten, terwijl de business angels vaak niet beschikken over voldoende middelen en/of kennis om uitgebreide contracten op te stellen. Hierdoor zouden ze zich proactief willen beschermen door een grote waarde te hechten aan de ondernemer en het team waarin ze investeren. Deze hypothese werd niet aanvaard. Hoewel dit op het eerste zicht tegenstrijdig is met de literatuur, is er mogelijk een verklaring bij het bekijken van de resultaten. Van alle criteria (de ondernemer en het team; het product of de dienst; de markt; de financiële gegevens; de overige kenmerken) scoorden zowel de business angels als de venture capitalists duidelijk het hoogst op het criterium met betrekking tot de ondernemer en het team. De scores waren gemiddeld 9,63 op 10 voor de business angels en 9,41 voor de venture capitalists. Het is duidelijk dat dit criterium uitermate belangrijk is voor beide investeerders. Dit zorgt ervoor dat het moeilijk is om aan de hand van de resultaten te beslissen of de achterliggende redenering fout is. De minimumscore die de business angels aan dit criterium toekenden was maar liefst 9 op 10, terwijl de venture capitalists minimum een 7 op 10 gaven. Dit geeft aan dat elke business angel in de steekproef dit criterium enorm waardeert.



De derde hypothese stelde dat de venture capitalists meer waarde hechten aan het product of de dienst in vergelijking met business angels. Deze stelling is het resultaat van het onderzoek van Kaplan et al. (2009) en Gruber en Petty (2011), waarin geconcludeerd werd dat door de uitgebreide contracten die de venture capitalists hanteren ze gemakkelijker een team vervangen dat ondermaats presteert dan dat ze het product of de dienst naar vervangen met een beter idee. Ook deze hypothese werd (net) niet aanvaard. Het resultaat valt net buiten het betrouwbaarheidsinterval, en het kleine aantal respondenten helpt hier met een grote standaardafwijking zeker niet bij. Door deze redenen is het niet aanvaarden van deze stelling dus mogelijk niet betrouwbaar.

De vierde hypothese gaat na of de markt een belangrijker criterium is voor de venture capitalist dan voor de business angel. De venture capitalist wordt verondersteld meer middelen te hebben dan de business angel om een uitgebreid marktonderzoek te doen en zo de markt beter in kaart te brengen. Verder beschikt de venture capitalists vaak over een uitgebreidere dealflow, waardoor hij meer informatie beschikbaar heeft om de markt te vergelijken. De hypothese werd opnieuw niet aanvaard. Het verschil in gemiddelde scores is hier niet groot genoeg om het resultaat in twijfel te trekken. Opnieuw is een factor die een rol kan spelen het lage aantal respondenten, maar dit kan maar gedeeltelijk in het voordeel van de hypothese spelen. Van alle hypothesen en extra analyses is dit de stelling die het minste bewijswaarde in het voordeel van de uitspraak levert met een hoge p-waarde en bijna gelijke gemiddelde scores.

De vijfde hypothese bekijkt, verschillend van de vorige hypothesen, een criterium dat wel goed te vergelijken valt met alle investeerders. De hypothese onderzoekt of de bankiers meer waarde hechten aan de financiële gegevens dan de overige investeerders. De financiële gegevens is een criterium dat vaak aangehaald werd in de literatuur over alle investeerders, het leent zich dus uitstekend om een uitgebreidere vergelijking te maken. De stelling werd opgesteld op basis van de bevindingen uit een van de belangrijkste literatuurstukken voor dit onderzoek, namelijk dat van Mason en Stark (2004). Deze gaven aan dat bankiers vooral kiezen voor zekerheid door solide financiële gegevens in plaats van een uitgebreide evaluatie uit te voeren van het project. Gezien de bankiers met schuldenfinanciering niet in dezelfde mate in het succes van het project delen als de investeerders die in risicokapitaal voorzien, willen de bankiers hun risico natuurlijk beperken door deze logische keuze. De hypothese werd duidelijk aanvaard. Bij de bankiers ontving dit criterium de hoogste score, bijgevolg wordt het als meest belangrijke criterium van het business plan voor bankiers gekroond. De bevestiging van deze hypothese toont inderdaad dat bankiers met hun lage marges op leningen zeker willen zijn dat ze niet lenen aan bedrijven die mogelijk failliet gaan, en door het beoordelen van de financiële gegevens van het project ze zichzelf willen indekken tegen dit risico van adverse selectie.

Na het onderzoeken van de hypothesen is er nog aandacht besteed aan 2 stellingen die belangrijke criteria voor de bankiers onderzoeken die niet direct een plaats hebben in het business plan, maar die wel belangrijk zijn bij het maken van de investeringsbeslissing. De eerste stelling onderzoekt of het persoonlijk vermogen van de ondernemer een grotere rol speelt bij bankiers dan bij de overige investeerders in de zoektocht naar financiering. Dit zou geen rol mogen spelen, maar de literatuur bevestigt dat het persoonlijke vermogen van de ondernemer vaak door bankiers onder de loep wordt genomen indien de onderneming zelf geen waarborgen kan geven. Hoewel de stelling niet aanvaard

kan, geven de resultaten van de variantieanalyse aan dat er wel een verschil is tussen minimum één van de drie investeerders. Dit verschil is het grootst tussen de venture capitalists en de bankiers, in tegenstelling tot een klein verschil tussen de business angels en de bankiers. De resultaten zijn onverwacht, aangezien banken wel degelijk waarborgen vereisen. Indien deze waarborgen niet door de onderneming zelf gegeven kunnen worden zal dit op een andere manier moeten gebeuren, een persoonlijke garantie van de ondernemer is hier het logische gevolg van. Door het lage aantal respondenten, vooral bij de business angels, zijn er mogelijk niet voldoende gegevens om deze stelling formeel te bevestigen. Hoewel de resultaten een goede indicatie geven dat het persoonlijk vermogen toch een rol speelt bij de bankiers, kan dit niet met zekerheid bevestigd worden.

Nauw verbonden met de vorige stelling, onderzoekt de laatste stelling of bankiers het belangrijker vinden om waarborgen te hebben dan de overige 2 groepen investeerders. Deze stelling kan zeker aanvaard worden. Het was zeker te verwachten dat bankiers meer waarde hechten aan waarborgen, aangezien deze bij investeringen in het kapitaal zelden gevraagd worden. Bij het voorzien in durfkapitaal nemen de investeerders immers een participatie in de onderneming. Deze participatie kan ofwel een gigantische meerwaarde met zich meebrengen, ofwel ervoor zorgen dat de investering niet eens terugverdiend wordt, ofwel een scenario tussen deze 2 extreme gevallen. De verschaffers van durfkapitaal (de business angels en de venture capitalists) houden er dus rekening mee dat de kans bestaat dat een investering het niet goed doet, en passen hier hun verwachtingen voor de winstgevendheid van een project op aan. Op deze manier maakt de gerealiseerde meerwaarde op succesvolle projecten, het verlies goed op de minder succesvolle projecten. Bankiers hebben slechts een klein marge dat ze op elke lening verdienen, en moeten dus met verschillende methoden verzekeren dat ze dit marge op elke lening zullen krijgen. Het vragen van een waarborg is een methode die vaak gehanteerd wordt.

Hiermee kan geconcludeerd worden dat bankiers, venture capitalists en business angels standaard een groot aantal criteria willen terugzien in het business plan van een ondernemer, maar dat ze wel degelijk een onderscheid maken tussen het belang van elk criterium. De 7 stellingen die onderzocht werden lijken allemaal de richting aan te geven van de stelling. Toch kunnen er slechts 3 bevestigd worden op basis van de resultaten. Van de resterende stellingen lijken er 3 net niet bevestigd te worden. De stelling met betrekking tot de markt resulteert duidelijk in een te klein verschil tussen de scores van de business angels en venture capitalists om toch aanvaard te worden. Toch moet er enige voorzichtigheid gepaard gaan met het trekken van deze conclusies. Het lage aantal respondenten zorgt ervoor dat het niet erg betrouwbaar is om deze resultaten te extrapoleren naar de populatie. Toch geven de resultaten, die bijna allemaal in de richting van de hypothesen wijzen, goede hoop dat de verschillen die de academische literatuur vindt, ook in België zouden kunnen gelden. Het kan dus belangrijk zijn het business plan aan te passen aan de investeerder die men benadert, iets wat veel bronnen vaak niet vermelden.

## 6.2 Bijdrage voor de praktijk

Het onderzoek bekijkt als ook in België ondernemers een onderscheid moeten maken bij het opstellen van hun business plan. Dit is hierbij aangetoond. Om de kansen voor financiering te verkrijgen te maximaliseren, wordt het business plan best aangepast aan de investeerder die men benadert. Een business angel legt de nadruk op andere criteria dan de venture capitalist, maar over het algemeen verwachten ze wel dezelfde criteria terug te zien. Het verschil dat gemaakt moet worden in de twee versies van het business plan ligt in de nadruk en de dieptegang die bij elk onderdeel of criterium gemaakt wordt. Zoals bij vele dingen is bij een business plan de balans belangrijk tussen de lengte van het business plan en de dieptegang. Na het lezen van dit onderzoek kan men bijvoorbeeld dieper ingaan op het beschrijven van de match tussen de voorgaande projecten van een business angel en het project beschreven in het business plan, om zo de mogelijkheid voor de business angel te benadrukken voor de inbreng van kennis en ervaring. Het is immers onderzocht dat deze hier veel waarde aan hecht. Een andere belangrijke conclusie voor de ondernemer die zijn business plan wilt presenteren aan een bankier voor het verkrijgen van een lening, is dat hij best al heeft nagedacht over hoe hij de bankier kan verzekeren dat hij zijn lening kan afbetalen. Kan de onderneming hier waarborgen tegenover zetten? Zo niet moet er mogelijk gekeken worden naar hoe de ondernemer dit persoonlijk kan garanderen. De focus van dit onderzoek was om aan te tonen dat er inderdaad verschillen zijn in de waarde die bepaalde investeerders aan de criteria hechten, en niet om voor elke investeerder precies na te gaan hoe deze zijn business plan opbouwt. Toch zijn er extra vragen gesteld in de enquête om dit kort te achterhalen, enkele hiervan waren nodig voor de hypotheses te bespreken, terwijl de andere voor de volledigheid gesteld werden zodat de ondernemer die dit leest zich hierin kan verdiepen.

## 6.3 Beperkingen van de studie en aanbevelingen voor verder onderzoek

Het onderzoek ging na of er verschillen waren in de criteria die Belgische investeerders hanteren bij het beoordelen van het business plan. De Nederlandstalige Belgische investeerders behoorden tot de populatie, maar de zoektocht naar investeringen stopt vaak niet aan de taalgrens. Door de verwerking van dit onderzoek in een Nederlandstalig rapport, is ook de enquête enkel in het Nederlands uitgestuurd. Het zou interessant zijn moest dit onderzoek herhaald worden voor een ruimere populatie die alle Belgische investeerders onderzoekt. Bij het zoeken naar business angels viel het op dat deze persoonlijk moeilijk identificeerbaar zijn en dat hierbij de steun van een business angel netwerk zoals Ban Vlaanderen hier ongetwijfeld een grote meerwaarde zou bieden. Door de drukke periode wegens zowel de gezondheids crisis als andere partijen die onderzoeken voerden, kon voor dit onderzoek helaas niet gerekend worden op dergelijke steun. Toch is Ban Vlaanderen niet het enige business angel netwerk in België. In Franstalig België is er bijvoorbeeld Be Angels. De betrouwbaarheid van de resultaten en bijgevolg de uitspraken kan aanzienlijk verbeterd worden met een groter aantal respondenten en de toepasbaarheid van het onderzoek op heel België is hierbij zeker een mooie troef.

Ook het aantal respondenten van de overige investeerders, namelijk de bankiers en de venture capitalists wordt best uitgebreid bij een volgend onderzoek. Voornamelijk wegens de gezondheids crisis was ook hier het aantal respondenten bijzonder laag. Hoewel er voor dit onderzoek gerekend kon worden op de medewerking van enkele van de grootste banken van België, werd er keer op keer aangegeven dat slechts een zeer beperkt aantal medewerkers hier tijd voor kon maken aangezien de prioriteiten, begrijpelijk, elders lagen.

Wat betreft de richting van het onderzoek zelf, hier is zeker meerwaarde te verwezenlijken door toekomstige onderzoekers. Dit onderzoek deed een eerste stap om aan te tonen dat de verschillen die verscheidene internationale studies aangaven, hier grotendeels ook van toepassing zijn. Bij het maken van een dergelijk onderzoek wordt er telkens gedacht aan de ondernemer die hier zijn voordelen uit kan halen. Deze voordelen zijn duidelijk, maar hiermee is natuurlijk nog niet duidelijk hoe men dit business plan dan precies moet opstellen. Verder onderzoek zou de opbouw van elk van de criteria kunnen onderzoeken, zodat deze kennis uiteindelijk samengevoegd kan worden in een complete en praktische handleiding voor een geweldig business plan te schrijven, aangepast aan elke investeerder die de ondernemer benadert. De opbouw van elk criterium onderzoeken kan bijvoorbeeld door kwalitatief onderzoek te verrichten bij elke investeerder afzonderlijk. De eerste stap kan bijvoorbeeld zijn door aan de hand van interviews een volledige beschrijving te krijgen van hoe de investeerders elk criterium interpreteren. Vervolgens kunnen deze resultaten vergeleken worden en samen de basis vormen van een kwantitatief onderzoek dat de bevindingen bevestigt bij de verschillende investeerders.

## Literatuurlijst

- Alemany, L., & Andreoli, J. (2018). *Entrepreneurial finance : the art and science of growing ventures*. Cambridge: Cambridge university press.
- Bachher, J., & Guild, P. (1996). "Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors." *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Frontiers of Entrepreneurship Research.
- Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1998). The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 6455*. doi:10.3386/w6455
- Binks, M. R., & Ennew, C. T. (1996). Growing Firms and the Credit Constraint. *Small Business Economics, 8*(1), 17-25.
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., & Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance, 58*(C), 329-352.
- Boocock, G., & Woods, M. (1997). The Evaluation Criteria used by Venture Capitalists: Evidence from a UK Venture Fund. *International Small Business Journal, 16*(1), 36-57. doi:10.1177/0266242697161003
- Brush, C. G., Edelman, L. F., & Manolova, T. S. (2012). Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing. *Venture Capital, 14*(2-3), 111-129. doi:10.1080/13691066.2012.654604
- Cardon, M. S., Mitteness, C., & Sudek, R. (2017). Motivational Cues and Angel Investing: Interactions among Enthusiasm, Preparedness, and Commitment. *Entrepreneurship Theory and Practice, 41*(6), 1057-1085. doi:10.1111/etap.12255
- Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *The Review of Economics and Statistics, 84*(2), 298-309. doi:10.1162/003465302317411541
- Carpentier, C., & Suret, J.-M. (2015). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing, 30*(6), 808-821. doi:10.1016/j.jbusvent.2015.04.002
- Carter, S., Shaw, E., Lam, W., & Wilson, F. (2007). Gender, Entrepreneurship, and Bank Lending: The Criteria and Processes Used by Bank Loan Officers in Assessing Applications. *Entrepreneurship Theory and Practice, 31*(3), 427-444. doi:10.1111/j.1540-6520.2007.00181.x
- Cattani, C., & Mills, G. (1998). How to approach banks. *International Trade Forum*(2), 20.
- Chen, X.-P., Yao, X., & Kotha, S. (2009). Entrepreneur Passion and Preparedness in Business Plan Presentations: A Persuasion Analysis of Venture Capitalists' Funding Decisions. *The Academy of Management Journal, 52*(1), 199-214. doi:10.5465/AMJ.2009.36462018
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2007). Funding Gaps? Access To Bank Loans By High-Tech Start-Ups. *Small Business Economics, 29*(1), 25-46. doi:10.1007/s11187-005-4067-0
- Cox, K. C., Lortie, J., & Gramm, K. (2017). The investment paradox: why attractive new ventures exhibit relatively poor investment potential. *Venture Capital, 19*(3), 163-181. doi:10.1080/13691066.2016.1247982
- EBAN. (2017). EBAN statistics compendium. Retrieved from <http://www.eban.org/the-angel-market-in-2018-more-angels-investing-in-more-deals-at-lower-valuations>
- Feeney, L., Haines, G. H., & Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. *Venture Capital, 1*(2), 121-145. doi:10.1080/136910699295938
- Fiet, J. O. (1995). RISK AVOIDANCE STRATEGIES IN VENTURE CAPITAL MARKETS. *Journal of Management Studies, 32*(4), 551-574. doi:10.1111/j.1467-6486.1995.tb00788.x
- Gruber, M., & Petty, J. S. (2011). "In pursuit of the real deal": A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing, 26*(2), 172-188.
- Harrison, R., Botelho, T., & Mason, C. (2016). Patient capital in entrepreneurial finance: A reassessment of the role of business angel investors. *Socio-Economic Review, 14*, mww024. doi:10.1093/ser/mww024
- Harrison, R., Mason, C., & Smith, D. (2015). Heuristics, learning and the business angel investment decision-making process. *Entrepreneurship & Regional Development, 27*, 1-28. doi:10.1080/08985626.2015.1066875
- Hellmann, T., Lindsey, L., & Puri, M. (2008). Building Relationships Early: Banks in Venture Capital. *The Review of Financial Studies, 21*(2), 513-541. doi:10.1093/rfs/hhm080
- Hsu, D. K., Haynie, J. M., Simmons, S. A., & McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital, 16*(1), 1-25. doi:10.1080/13691066.2013.825527

- Huang, L., & Pearce, J. (2015). Managing the Unknowable: The Effectiveness of Early-stage Investor Gut Feel in Entrepreneurial Investment Decisions. *Administrative Science Quarterly*, 60. doi:10.1177/0001839215597270
- Irwin, D., & Scott, J. M. (2010). Barriers faced by SMEs in raising bank finance. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 16(3), 245-259. doi:10.1108/13552551011042816
- Johnson, J. M. (1979). Determinants of Unsuccessful Risk Capital Funding by Small Business. *American Journal of Small Business*, 4(1), 31-37. doi:10.1177/104225877900400104
- Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., & Strömberg, P. E. R. (2009). Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. *The Journal of Finance (New York)*, 64(1), 75-115. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01429.x
- Lambert, J., Bessièrè, V., & N'Goala, G. (2012). Does expertise influence the impact of overconfidence on judgment, valuation and investment decision? *Journal of Economic Psychology*, 33(6), 1115-1128. doi:10.1016/j.joep.2012.07.007
- Landström, H. (1998). Informal investors as entrepreneurs. *Technovation*, 18, 321-333. doi:10.1016/S0166-4972(98)00001-7
- Macmillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. N. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128. Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jbvent:v:1:y:1985:i:1:p:119-128>
- Marija, S. (2015). INVESTMENT CRITERIA SET BY VENTURE CAPITALISTS. *Ekonomski Vjesnik*, 28(2), 457-479.
- Mason, C., & Harrison, R. (1996). Why 'Business Angels' Say No: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate. *International Small Business Journal - INT SMALL BUS J*, 14, 35-51. doi:10.1177/0266242696142003
- Mason, C., & Harrison, R. (2002). Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector. *Entrepreneurship and Regional Development - ENTREP REG DEV*, 14. doi:10.1080/08985620210142011
- Mason, C., & Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal*, 22(3), 227-248. doi:10.1177/0266242604042377
- Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212-225. doi:10.1016/j.jbusvent.2009.09.002
- Maxwell, A. L., & Lévesque, M. (2014). Trustworthiness: A Critical Ingredient for Entrepreneurs Seeking Investors. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(5), 1057-1080. doi:10.1111/j.1540-6520.2011.00475.x
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Monika, & Sharma, A. K. (2015). Venture Capitalists' Investment Decision Criteria for New Ventures: A Review. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 189, 465-470. doi:10.1016/j.sbspro.2015.03.195
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287. doi:10.1016/0883-9026(95)00126-3
- Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital*, 9(2), 107-125. doi:10.1080/13691060601185425
- Research, I. E. (2018). European Private Equity Activity Report and Data. Retrieved from <https://www.investeurope.eu/media/2585/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf>
- Shepherd, D. A., Zacharakis, A., & Baron, R. A. (2003). VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*, 18(3), 381-401. doi:10.1016/S0883-9026(02)00099-X
- Trönberg, C.-C., Hemlin, S., Handelshögskolan, Göteborgs, u., Gothenburg, U., Gothenburg Research, I., . . . Faculty of Social, S. (2014). Lending decision making in banks: A critical incident study of loan officers. *European Management Journal*, 32(2), 362-372. doi:10.1016/j.emj.2013.03.003
- Tyejee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066. doi:10.1287/mnsc.30.9.1051
- Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2(2), 91-109. doi:10.1080/136910600295729
- Wilson, F. (2016). Making Loan Decisions in Banks: Straight from the Gut? *Journal of Business Ethics*, 137(1), 53-63. doi:10.1007/s10551-014-2515-y

- Zutshi, R. K., Tan, W. L., Allampalli, D. G., & Gibbons, P. G. (1999). Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination. *Small Business Economics*, 13(1), 9-26. Retrieved from [www.jstor.org/stable/40229030](http://www.jstor.org/stable/40229030)
- Freear, J., & Wetzel, W. (1990). Who bankrolls high-tech entrepreneurs? *Journal of Business Venturing*, 5(2), 77-89. Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jbvent:v:5:y:1990:i:2:p:77-89>
- Ueda, M. (2004). Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *The Journal of Finance*, 59(2), 601-621. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00643.x
- Jankowicz, A. D., & Hisrich, R. D. (1987). Intuition in Small Business Lending Decisions. *Journal of Small Business Management*, 25(3), 45.
- Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- KAPLAN, S. N., & STRÖMBERG, P. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x
- Degryse, H., & Ongena, S. (2005). Distance, Lending Relationships, and Competition. *The Journal of Finance*, 60(1), 231-266. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00729.x

## Lijst van tabellen

Tabel 1	Samengevoegde criteria voor investeringsbeslissing VC.	19
Tabel 2	Beschrijvende statistiek van de resultaten. Gegevens: aantal (N), gemiddelde, standaard afwijking (SD), minimum en maximum.	30
Tabel 3	Gemiddelde score voor het belang van een business plan.	31
Tabel 4	Vergelijking van de varianties tussen de 3 groepen.	31
Tabel 5	Gemiddelde investering per groep investeerders.	32
Tabel 6	Multiples of money invested voor venture capitalists.	33
Tabel 7	Multiples of money invested voor business angels.	33
Tabel 8	De reden achter een investering.	35
Tabel 9	Onafhankelijke t-test.	36
Tabel 10	Onafhankelijke t-test van het criterium met betrekking tot de ondernemer en het team.	38
Tabel 11	Gemiddelden voor het subcriterium in verband met vertrouwen.	38
Tabel 12	Onafhankelijke t-test van het subcriterium in verband met vertrouwen.	39
Tabel 13	Gemiddelden van het criterium met betrekking tot het idee.	40
Tabel 14	Onafhankelijke t-test van het criterium in verband het idee.	41
Tabel 15	Gemiddelden van het criterium met betrekking tot de markt.	42
Tabel 16	Onafhankelijke t-test van het criterium in verband met de markt.	43
Tabel 17	Variantieanalyse van het criterium 'de financiële gegevens'.	44
Tabel 18	Post-Hoc test (Dunnett t), die kijkt als de testgroepen lager scoren als de controlegroep. De controlegroep is 'bankier'.	45
Tabel 19	Variantieanalyse van het subcriterium 'het persoonlijk vermogen van de ondernemer'.	46
Tabel 20	Post-Hoc test (Dunnett t), die kijkt als de testgroepen lager scoren als de controlegroep. De controlegroep is 'bankier'.	47
Tabel 21	Variantieanalyse van het subcriterium 'het hebben van waarborgen'.	48
Tabel 22	Dunnett t post-hoc test voor het subcriterium 'het hebben van waarborgen' met bankiers als controlegroep.	48
Tabel 23	Overzicht van welke stellingen aanvaard worden en welke niet.	49



## Lijst van figuren

Figuur 1 Venture Capitalists investeringsbeslissingsproces uit Tyebjee & Bruno (1984).-----	16
Figuur 2 Grafiek van de gemiddelde scores die bankiers, business angels en venture capitalists toekennen aan het criterium 'de financiële gegevens'.-----	45

# Appendix

## Appendix 1: Vragenlijst en antwoordmogelijkheden

Vraag	Onderdeel	Antwoordmogelijkheid	Vraag gesteld aan		
			BA	VC	Bankier
<b>Tot welke groep investeerders behoort u?</b>	Business Angel	1 antwoord aanduiden, indien 'andere': tekstvak invullen <b>Opmerking:</b> Venture Capital en Private Equity worden gecombineerd als VC	x	x	x
	Venture Capital				
	Private Equity				
	Bankier				
	Andere:				
<b>Bent u (mede) verantwoordelijk voor het goedkeuren van een investeringsaanvraag?</b>	Ja	1 antwoord aanduiden	x	x	x
	Nee, maar ik vul dit in voor iemand die wel verantwoordelijk is				
	Nee				
<b>Hoeveel bedraagt de gemiddelde gezochte financiering die goedgekeurd wordt?</b>	Bedrag in euro	Bedrag ingeven	x	x	x
<b>Hoe belangrijk vindt u een business plan voor het beoordelen van een investering?</b>	Extreem belangrijk (5)	1 antwoord aanduiden	x	x	x
	Zeer belangrijk (4)				
	Gematigd belangrijk (3)				
	Weinig belangrijk (2)				
	Niet belangrijk (1)				
<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>	De ondernemer en het team (Kwaliteit van het management, toewijding / doorzettingsvermogen, volledigheid van het management, leiderschap potentieel van de ondernemer, ...)	Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk)	x	x	x
	Het product of de dienst (Productdifferentiatie, beschermbaarheid van het idee, status van het product (bv.: prototype), duidelijk idee, ...)				
	De markt (Bewezen potentieel van de markt, grootte/groei, concurrentie, conjunctuurgevoeligheid, ...)				
	De financiële gegevens (Realistisch idee van het gezochte bedrag, goed financieel model, haalbaarheid van de projecties, financiële voorgeschiedenis, waarborgen, ...)				
	De overige kenmerken (Volledig business plan, referentie van een betrouwbare bron, locatie, mogelijkheid tot betrokkenheid van de investeerder in de onderneming, eigenschappen fonds, duidelijke mijlpalen, ...)				

<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de ondernemer en het team?</b>	Het uitstralen van vertrouwen, overtuiging en passie	Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk)	x	x	x
	Toewijding en doorzettingsvermogen				
	Het leiderschap potentieel van de ondernemer				
	De mogelijkheid van de ondernemer om meerdere departementen te managen				
	De opleiding van de ondernemer				
	Het persoonlijk vermogen van de ondernemer				
	De kwaliteit van het management (voorgaande ervaring, kennis van de industrie en een track record)				
	Een volledig gevormd managementteam				
	De marketing/sales kennis van het management				
	De financiële kennis van het management				
<b>Vraag</b>	<b>Onderdeel</b>	<b>Antwoordmogelijkheid</b>	<b>Vraag gesteld aan</b>		
			<b>BA</b>	<b>VC</b>	<b>Bankier</b>
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van het product of de dienst?</b>	Het hebben van een duidelijk en geconcretiseerd idee	Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk)	x	x	x
	Productdifferentiatie (uniek product)				
	Het hebben of kunnen krijgen van een vorm van intellectueel eigendomsrechten				
De status waarin het product zich bevindt (bv.: prototype)					
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de markt?</b>	Potentieel van de markt (grootte en groei)	Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk)	x	x	x
	Het hebben van een concurrentieanalyse				
	De mate van concurrentie				
	De conjunctuurgevoeligheid van de markt				
	Het gemak tot het toetreden van de markt				
	Mogelijkheid om na het toetreden, de toetreding van nieuwe spelers tegen te gaan				
	Duidelijk en realistisch plan voor het ontwikkelen en commercialiseren van het product				
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de financiële gegevens?</b>	Het hebben van een realistisch idee van de hoeveelheid gezochte middelen	Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk)	x	x	x
	De financiële voorgeschiedenis				
	Het cash-out potentieel (hoge winsten/ROI)				
	Het hebben van een goed financieel model (de manier waarop inkomsten gegenereerd worden)				

	De basis waarop de waardering tot stand komt Het gebruik van de opbrengsten voor de groei van de onderneming				
	De hoeveelheid kapitaal geplaatst door de ondernemer en het management				
	Het hebben van waarborgen				
	De liquiditeit van de investering				
	De aard van de activa				
	De geprojecteerde cashflows				
	De duur van de investering				
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de overige kenmerken?</b>	De volledigheid van het business plan (Te weinig financiële informatie en/of marketing onderzoek, gebrek aan diepgang, strategie of logica)	Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk)	x	x	x
	De eigenschappen van het fonds (industrie, grootte investering, timing, ...)				
	De mogelijkheid voor de investeerder om kennis en ervaring bij te brengen				
	De referentie hebben van een betrouwbare bron (Een gekende investeerder, uit een netwerk, ...)				
	De afstand van de onderneming tot de investeerder				
	Duidelijke mijlpalen om de vooruitgang te meten				
<b>Hoe vaak bent u (of uw onderneming) betrokken bij de portefeuilleonderneming?</b>  <b>(Betrokken zijn kan op verschillende manieren: Het bijwonen van een raad van bestuur, het bezoeken van de portefeuilleonderneming, het in ontvangst nemen van rapportering en dit beoordelen, dienen als klankbord, strategisch / operationeel advies geven, ...)</b>	Minder dan maandelijks	1 antwoord aanduiden	x	x	n.a.
	Eenmaal per maand				
	2-3 keer per maand				
	Eenmaal per week				
	Meerdere keren per week				
	Elke dag				
<b>Vraag</b>	<b>Onderdeel</b>	<b>Antwoordmogelijkheid</b>	<b>Vraag gesteld aan</b>		
			<b>BA</b>	<b>VC</b>	<b>Bankier</b>
<b>Hoe vaak komen de volgende multiples of money invested voor?</b>	<1	Aan elke bereik van multiples wordt een percentage toegekend. Het totaal moet uitkomen op 100%	x	x	n.a.
	1-2				
	2-3				
	3-5				
	5-10				
	10+				
<b>Rangschik de volgende activiteiten in</b>	Het aanstellen van leden van de Raad van Bestuur	De activiteiten worden in een volgorde geslept van	x	x	n.a.

<b>portefeuilleondernemingen van belangrijk naar onbelangrijk:</b>	Het aannemen van werknemers	belangrijk naar onbelangrijk. Bij 'andere' kan zelf een activiteit toegevoegd worden die belangrijk is			
	Het aansluiten van klanten				
	Het aansluiten van investeerders				
	Strategische begeleiding				
Andere:					
<b>Wat bepaalt of een investering gemaakt wordt?</b>	Het rendement op de investering	Er worden 100 punten verdeeld over de 2 stellingen, meer punten is belangrijker	x	x	n.a.
	De persoonlijke inbreng van kennis en ervaring				

*Appendix 1 Vragenlijst en antwoordmogelijkheden*

## Appendix 2: Beschrijvende statistiek van de resultaten

Vraag	Onderdeel	Resultaten														
		BA					VC					Bankiers				
		N	Gem	SD	Min	Max	N	Gem	SD	Min	Max	N	Gem	SD	Min	Max
<b>Hoeveel bedraagt de gemiddelde gezochte financiering die goedgekeurd wordt? (A)</b>	Bedrag in euro	8	337500	299702	50000	1000000	17	5058824	7138983	500000	25000000	14	469643	769501	50000	3000000
<b>Hoe belangrijk vindt u een business plan voor het beoordelen van een investering? (A)</b>	Extreem belangrijk (5)	8	4,25	,886	3	5	17	3,82	0,808957	2	5	14	4,36	,633	3	5
	Zeer belangrijk (4)															
	Gematigd belangrijk (3)															
	Weinig belangrijk (2)															
	Niet belangrijk (1)															
<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan? (H)</b>	De ondernemer en het team (Kwaliteit van het management, toewijding / doorzettingsvermogen, volledigheid van het management, leiderschap potentieel van de ondernemer, ...)	8	9,63	,518	9	10	17	9,41	,795	7	10	14	9,07	,829	8	10
	Het product of de dienst (Productdifferentiatie, beschermbaarheid van het idee, status van het product (bv.: prototype), duidelijk idee, ...)	8	7,88	1,246	6	9	17	8,47	,624	8	10	14	7,64	1,598	5	10
	De markt (Bewezen potentieel van de markt, grootte/groei, concurrentie, conjunctuurgevoeligheid, ...)	8	7,88	2,031	4	10	17	8,24	,970	6	10	14	8,14	1,406	5	10
	De financiële gegevens (Realistisch idee van het gezochte bedrag, goed	8	8,13	1,642	5	10	17	7,12	1,364	3	9	14	9,43	,756	8	10

	financieel model, haalbaarheid van de projecties, financiële voorgeschiedenis, waarborgen, ...)															
	De overige kenmerken (Volledig business plan, referentie van een betrouwbare bron, locatie, mogelijkheid tot betrokkenheid van de investeerder in de onderneming, eigenschappen fonds, duidelijke mijlpalen, ...)	8	7,63	1,302	6	9	17	6,59	1,228	4	8	14	7,57	1,742	5	10
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de ondernemer en het team? (E)</b>	Het uitstralen van vertrouwen, overtuiging en passie	8	8,63	1,598	5	10	17	8,65	1,057	7	10	14	8,43	1,284	6	10
	Toewijding en doorzettingsvermogen	8	9,13	,641	8	10	17	9,12	,781	8	10	14	8,79	1,311	6	10
	Het leiderschap potentieel van de ondernemer	8	8,38	1,061	7	10	17	8,71	1,105	6	10	14	8,36	1,082	6	10
	De mogelijkheid van de ondernemer om meerdere departementen te managen	8	6,75	1,389	5	9	17	6,71	1,448	3	8	14	7,29	1,541	4	10
	De opleiding van de ondernemer	8	5,75	1,035	5	7	17	5,88	1,576	3	8	14	6,07	1,730	4	9
	Het persoonlijk vermogen van de ondernemer	8	4,88	2,416	2	8	17	4,12	3,039	0	9	14	6,36	2,023	3	9
	De kwaliteit van het management (voorgaande ervaring, kennis van de industrie en een track record)	8	6,75	1,669	4	9	17	8,18	1,468	4	10	14	8,79	,802	7	10
	Een volledig gevormd managementteam	8	7,13	1,808	4	9	17	6,00	2,622	2	10	14	6,71	1,729	2	9
	De marketing/sales kennis van het management	8	8,63	1,188	7	10	17	6,65	2,234	1	9	14	7,50	,760	6	9
	De financiële kennis van het management	8	7,75	1,488	5	10	17	5,94	2,076	1	8	14	8,00	1,109	6	10
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk</b>	Het hebben van een duidelijk en geconcretiseerd idee	8	8,25	1,282	7	10	17	8,47	1,700	3	10	14	8,79	,893	7	10

<b>bij het beoordelen van het product of de dienst? (E)</b>	Productdifferentiatie (uniek product)	8	7,50	2,976	1	10	17	8,65	1,115	7	10	14	6,79	2,082	2	9
	Het hebben of kunnen krijgen van een vorm van intellectueel eigendomsrechten	8	7,13	2,532	2	10	17	7,18	2,325	2	10	14	2,082	1,743	2	8
	De status waarin het product zich bevindt (bv.: prototype)	8	6,25	2,605	1	9	17	6,88	2,027	3	10	14	7,93	1,207	6	10
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de markt? (E)</b>	Potentieel van de markt (grootte en groei)	8	7,25	1,982	5	10	17	8,41	1,543	4	10	14	8,21	1,122	5	9
	Het hebben van een concurrentieanalyse	8	8,88	1,126	7	10	17	7,35	2,178	2	10	14	7,93	1,141	6	10
	De mate van concurrentie	8	6,88	2,295	2	9	17	7,59	1,176	6	9	14	7,57	1,158	5	9
	De conjunctuurgevoeligheid van de markt	8	6,50	1,195	4	8	17	5,59	2,425	0	9	14	7,43	1,697	2	9
	Het gemak tot het toetreden van de markt	8	7,88	1,458	5	10	17	7,12	1,453	5	10	14	7,50	1,401	5	10
	Mogelijkheid om na het toetreden, de toetreding van nieuwe spelers tegen te gaan	8	5,38	2,669	1	9	17	6,12	2,472	2	10	14	6,00	2,219	0	8
	Duidelijk en realistisch plan voor het ontwikkelen en commercialiseren van het product	8	8,38	1,061	7	10	17	7,06	2,015	2	10	14	8,50	,855	7	10
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de financiële gegevens? (E)</b>	Het hebben van een realistisch idee van de hoeveelheid gezochte middelen	8	8,13	1,246	6	10	17	7,65	,702	6	9	14	8,79	,699	7	10
	De financiële voorgeschiedenis	8	6,50	2,507	2	10	17	6,59	1,938	3	10	14	7,43	1,555	5	10
	Het cash-out potentieel (hoge winsten/ROI)	8	7,25	2,550	2	10	17	8,12	1,111	6	10	14	7,36	1,737	3	10
	Het hebben van een goed financieel model (de manier waarop inkomsten gegenereerd worden)	8	9,13	1,126	7	10	17	8,12	2,027	1	10	14	8,64	,929	7	10
	De basis waarop de waardering tot stand komt	8	8,13	1,642	5	10	17	6,88	2,147	0	9	14	7,36	2,307	3	10
	Het gebruik van de opbrengsten voor de groei van de onderneming	8	8,50	1,852	5	10	17	8,29	1,105	6	10	14	8,36	,745	7	9



	De hoeveelheid kapitaal geplaatst door de ondernemer en het management	8	7,00	2,138	4	10	17	7,00	2,151	2	10	14	8,64	1,008	7	10
	Het hebben van waarborgen	8	6,00	2,000	3	10	17	5,12	2,643	0	9	14	8,64	1,151	6	10
	De liquiditeit van de investering	8	6,63	1,923	5	10	17	4,29	3,118	0	9	14	8,07	1,492	5	10
	De aard van de activa	8	6,25	3,196	1	10	17	5,65	1,766	3	9	14	7,93	1,207	6	9
	De geprojecteerde cashflows	8	6,62	3,378	0	10	17	7,53	2,125	3	10	14	8,86	1,099	6	10
	De duur van de investering	8	6,13	2,997	0	10	17	5,71	3,016	0	9	14	7,79	1,718	3	10
<b>Welke van de volgende subcriteria zijn belangrijk bij het beoordelen van de overige kenmerken? (E)</b>	De volledigheid van het business plan (Te weinig financiële informatie en/of marketing onderzoek, gebrek aan diepgang, strategie of logica)	8	8,13	1,642	6	10	17	6,47	2,183	3	9	14	8,79	1,251	6	10
	De eigenschappen van het fonds (industrie, grootte investering, timing, ...)	8	6,38	1,685	3	8	17	6,24	1,821	2	10	14	7,29	1,729	4	10
	De mogelijkheid voor de investeerder om kennis en ervaring bij te brengen	8	7,75	1,282	5	9	17	7,82	1,286	5	10	14	7,29	1,541	5	9
	De referentie hebben van een betrouwbare bron (Een gekende investeerder, uit een netwerk, ...)	8	6,50	2,000	3	9	17	7,24	1,480	5	10	14	7,14	1,703	4	9
	De afstand van de onderneming tot de investeerder	8	5,75	2,659	2	8	17	5,59	2,623	1	10	14	6,64	2,023	2	9
	Duidelijke mijlpalen om de vooruitgang te meten	8	8,75	2,053	4	10	17	6,88	2,233	1	10	14	7,29	1,490	5	9

<b>Hoe vaak bent u (of uw onderneming) betrokken bij de portefeuilleonderneming?</b>  <b>(Betrokken zijn kan op verschillende manieren: Het bijwonen van een raad van bestuur, het bezoeken van de portefeuilleonderneming, het in ontvangst nemen van rapportering en dit beoordelen, dienen als klankbord, strategisch / operationeel advies geven, ...) (E)</b>	Minder dan maandelijks (1) Eenmaal per maand (2) 2-3 keer per maand (3) Eenmaal per week (4) Meerdere keren per week (5) Elke dag (6)	8	2,88	1,246	1	5	17	3,29	1,359	1	6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Hoe vaak komen de volgende multiples of money invested voor?</b>  <b>(In %, totaal 100%) (E)</b>	<1	8	20,3750	35,53243	,00	95,00	17	21,4706	23,10064	,00	100,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1-2	8	11,8750	16,46154	,00	50,00	17	23,4706	15,68486	,00	50,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2-3	8	16,2500	17,06082	,00	50,00	17	23,8235	13,97871	,00	45,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3-5	8	20,6250	19,35339	,00	50,00	17	17,8824	15,73167	,00	70,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	5-10	8	24,8750	31,93940	,00	100,00	17	8,9412	12,22431	,00	50,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
10+	8	6,0000	8,38366	,00	25,00	17	4,4118	8,38942	,00	30,00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>Rangschik de volgende activiteiten in portefeuilleondernemingen van belangrijk (1) naar onbelangrijk (6): (E)</b>	Het aanstellen van leden van de Raad van Bestuur	7	3,14	1,676	1	5	17	3,06	1,197	1	5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Het aannemen van werknemers	7	4,00	,816	3	5	17	3,59	1,543	1	6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Het aansluiten van klanten	7	2,00	1,414	1	4	17	3,53	1,328	1	5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Het aansluiten van investeerders	7	3,00	1,633	1	5	17	3,24	1,562	1	6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Strategische begeleiding	7	2,86	1,069	2	5	17	2,06	1,345	1	5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Andere:	7	6,00	,000	6	6	17	5,53	1,375	1	6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>Wat bepaalt of een investering gemaakt wordt? (Verdeel 100 punten) (H)</b>	Het rendement op de investering	8	53,1250	13,87122	40,00	75,00	17	70,0000	23,51861	25,00	100,00	14	56,0714	15,46442	30,00	80,00
	De persoonlijke inbreng van kennis en ervaring	8	46,8750	13,87122	25,00	60,00	17	30,0000	23,51861	,00	75,00	14	43,9286	15,46442	20,00	70,00

Appendix 2 Beschrijvende statistiek van de resultaten. Gegevens: aantal (N), gemiddelde, standaard afwijking (SD), minimum en maximum.

## Appendix 3: Variantieanalyse van criteria business plan

<b>Variantieanalyse</b>						
<b>Welke van de volgende criteria zijn belangrijk bij het beoordelen van een business plan?</b>						
Geef een score van 0-10. (0 = onbelangrijk, 10 = zeer belangrijk)						
		<b>Sum of Squares</b>	<b>df</b>	<b>Mean Square</b>	<b>F</b>	<b>p-waarde</b>
<b>De ondernemer en het team</b>  (Kwaliteit van het management, toewijding/doorzettingsvermogen, volledigheid van het management, leiderschap potentieel van de ondernemer, ...)	Tussen groepen	1,745	2	,873	1,502	,236
	Binnen groepen	20,921	36	,581		
	Totaal	22,667	38			
<b>Het product of de dienst</b>  (Productdifferentiatie, beschermbaarheid van het idee, status van het product (bv.: prototype), duidelijk idee, ...)	Tussen groepen	5,573	2	2,786	1,993	,151
	Binnen groepen	50,325	36	1,398		
	Totaal	55,897	38			
<b>De markt</b>  (Bewezen potentieel van de markt, grootte/groei, concurrentie, conjunctuurgevoeligheid, ...)	Tussen groepen	,711	2	,355	,184	,833
	Binnen groepen	69,648	36	1,935		
	Totaal	70,359	38			
<b>De financiële gegevens</b>  (Realistisch idee van het gezochte bedrag, goed financieel model, haalbaarheid van de projecties, financiële voorgeschiedenis, waarborgen, ...)	Tussen groepen	41,009	2	20,504	13,165	,000
	Binnen groepen	56,068	36	1,557		
	Totaal	97,077	38			
<b>De overige kenmerken</b>  (Volledig business plan, referentie van een betrouwbare bron, locatie, mogelijkheid tot betrokkenheid van de investeerder in de onderneming, eigenschappen fonds, duidelijke mijlpalen, ...)	Tussen groepen	9,656	2	4,828	2,304	,114
	Binnen groepen	75,421	36	2,095		
	Totaal	85,077	38			

Appendix 3 Variantieanalyse van criteria business plan. 'De financiële gegevens' is het enige criterium dat significant is in de variantieanalyse.