

Investeringsgedrag van 'informal investors'

**Drs. P.J.W. Duffhues
en Drs. P.A.J. van Peer**

1 Inleiding¹

Een in meerdere opzichten belangwekkend segment van de markt voor risicokapitaal is de markt van 'informal investors' of de markt van het 'niet-professioneel-georganiseerd' risicokapitaal. Tot voor kort was over de structuur en de omvang van deze markt in Nederland weinig of niets bekend. Recent onderzoek in Nederland onder zogenoemde 'informal investors' heeft een aantal karakteristieken van deze markt voor het voetlicht gebracht waarvan kennisneming ook in bredere kring mogelijk nuttig is. De auteurs willen de resultaten van dit onderzoek presenteren en commentariëren. Zij streven er daarbij naar om een typologie van de Nederlandse 'informal investor' te presenteren en zijn gedrag te plaatsen tegen een theoretische achtergrond.

Eerst zal het begrip 'informal investor' worden afgebakend en zullen de resultaten van een Nederlands onderzoek naar het gedrag van deze investeerder worden gepresenteerd (waarbij gelijktijdig de uitkomsten van een vergelijkbaar Amerikaans onderzoek zullen worden betrokken). Daarna zal in het kort worden ingegaan op de schaal van deze markt. In paragraaf 5 worden de theoretische aspecten van het gedrag van 'informal investors' aan de orde gesteld. Het artikel wordt afgesloten met een samenvatting en een aantal conclusies.

2 De organisatie van het aanbod van risicokapitaal

Beschouwingen over de aanbodzijde van de markt voor 'venture capital' hebben gewoonlijk alleen betrekking op de min of meer geïnstitutionaliseerde bronnen van dit type vermogensvoor-

ziening. Deze zullen wij in het kader van deze artikelen verder aanduiden als de bronnen van 'professioneel-georganiseerd risicokapitaal'.

Hieronder verstaan we de verschaffing van risicokapitaal door al die aanbieders die in hun organisatie een scheiding hebben aangebracht tussen eigendom en leiding. Het begrip 'professioneel georganiseerd risicokapitaal' valt aldus gezien samen met het aanbieden van risicodragend vermogen in een onpersoonlijk gedreven onderneming met een scheiding van leiding en vermogensverschaffing, een verantwoordelijke en benoemde directie en een staf van deskundigen op het gebied van het initiëren en het bewaken van participaties. Bijna altijd zullen dit ondernemingen zijn die zijn georganiseerd als rechtspersoon.

Onder 'niet-professioneel-georganiseerd risicokapitaal' verstaan wij in dit artikel de markt voor 'venture capital' voor zover het aanbod daarvan afkomstig is van van meetaf aan solitair optredende vermogende personen (veelal (oud)-ondernemers) die met grote en aanhoudende betrokkenheid en specifieke ondernemersdeskundigheid kleine snelgroeiende ondernemingen met management- en financieringsraad en -daad bijstaan. Het contact met de vragers van 'informal capital' komt gewoonlijk tot stand via een netwerk van relaties: er is geen georganiseerde markt. Het bedoelde risicokapitaal is afkomstig van niet-geïnstitutionaliseerde bronnen. Tabel 1 bevat een

Drs. P.J.W. Duffhues, studeerde economie aan de KHT, thans Katholieke Universiteit Brabant, universitair hoofddocent aan deze universiteit. Publiceert over ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten. Drs. P.A.J. van Peer, studeerde economie aan de Katholieke Universiteit Brabant, werkzaam bij 'venture capital' verschafters. Ontving E.I.M. scriptieprijs voor de studie over 'informal investors'.

indeling van enkele bekende typen verschaffers van eigen vermogen.

Tabel 1: Een indeling van enkele typen verschaffers van eigen vermogen

mate van betrokkenheid	type verschaffer van eigen vermogen	
	niet geïnstitutionaliseerd	geïnstitutionaliseerd
relatief passief	particuliere belegger	institutionele belegger
relatief actief	'informal investor'	professioneel-georganiseerde 'venture capitalist'

Het relatief passieve segment van de markt voor nieuw eigen vermogen heeft betrekking op zowel de openbare als de onderhandse emissiemarkt. Het relatief actieve segment heeft uitsluitend betrekking op de onderhandse emissiemarkt.

De relatief passieve particuliere belegger beschikt in het algemeen niet over ruime mogelijkheden om invloed uit te oefenen op het ondernemingsbeleid. Tot deze groep behoren o.a. de particuliere beleggers die beleggen in de aandelen die aan de officiële effectenbeurs en de Parallelmarkt worden verhandeld.

Ook de 'Tante Agaath'-belegger behoort tot deze categorie, omdat deze naast rendementsverwachtingen geen andere betrokkenheid met de vermogensvrager heeft dan een grote dosis sympathie voor diens uitstralend ondernemerselan.² Institutionele beleggers beschikken gewoonlijk wel over de mogelijkheid om het ondernemingsbeleid te beïnvloeden maar maken daarvan relatief weinig gebruik.

Bij de professioneel-georganiseerde 'venture capitalist' is de band tussen de aandeelhouders en het management van de organisatie betrekkelijk afstandelijk.

2.1 De 'informal investor'

De term 'informal investor' is afkomstig uit de Verenigde Staten. Persoonlijke ondernemingsgeest en een aanzienlijk beschikbaar privévermogen

gaan in dit segment van de 'venture capital'-markt samen. Het bedoelde risicokapitaal kan zowel afkomstig zijn van natuurlijke personen als van rechtspersonen, maar in het laatste geval staat de persoon van de 'venture capitalist' toch centraal en niet de organisatie zelf. Doorslaggevend voor 'niet-professioneel-georganiseerd risicokapitaal' is dat de verschaffer van het risicokapitaal tevens de persoonlijke beheerder van de participatie is zonder dat andere ingehuurd professionele managers in dienst van de vermogensverschaffer daarbij doorlopend zijn ingeschakeld. Aangezien het persoonlijke element op deze markt zo sterk domineert, spreekt men in de Angelsaksische literatuur van de markt van de 'informal investor'. Deze investeerders worden door Wetzel (1983, blz. 23) 'business angels' genoemd waarvan hij zegt: 'Not only do these angels exist, they may represent the largest pool of risk capital in the country'. Uit de gegeven definitie en toelichting moge duidelijk zijn dat een vertaling hiervan met 'informeel investeerder' beslist niet gewenst is omdat deze terminologie gemakkelijk voorstellingen kan oproepen van activiteiten die naar hun aard thuis horen in het 'grijze' of 'informele circuit'. Een 'informal investor' is – zoals we reeds zagen – ook geen particuliere belegger in de gebruikelijk zin des woords. Het is zelfs geen 'Tante Agaath'-figuur. Particuliere beleggers plegen immers niet sterk betrokken te zijn bij het management van participaties. Evenmin beschikken zij over ondernemingservaring waarover de 'informal investor' juist wel blijkt te beschikken. Eerder valt te denken aan een vertaling met 'actief persoonlijk investeerder'.

3 Empirisch onderzoek naar de 'informal investor'

In deze paragraaf zal de rol van de 'informal investor' nader worden geanalyseerd zowel in kwalitatieve als in kwantitatieve zin. In de Verenigde Staten is door Wetzel (1981, 1983) baanbrekend werk verricht naar de rol van de Amerikaanse 'informal investor'. In Nederland heeft inmiddels Van Peer in samenwerking met Duffhues vergelijkbaar onderzoek verricht. De resultaten van dit veldonderzoek worden hierna in het kort bespro-

ken en vergeleken met de onderzoeksresultaten van Wetzel.

3.1 Onderzoeksmethode

De speurtocht van Wetzel naar de 'informal investor' dateert van 1980. De resultaten van dit onderzoek werden gepubliceerd in 1981 in de studie *Informal Risk Capital in New England*. Om de 'informal investors' te lokaliseren en vervolgens data te verzamelen, stuurde Wetzel een informatieve brochure naar niet minder dan 10.000 potentiële investeerders in New England. Tot de aangeschrevenen behoorden o.a. particulieren in de hogere inkomenscategorieën, directeuren van grote ondernemingen, alumni van toonaangevende 'business schools', leden van associaties van accountants en juristen en leden van verenigingen van eigenaren van kleine en middelgrote ondernemingen. Uit deze en andere mailings resulteerden 2.300 aanvragen voor toezending van een enquêteformulier. De totale respons leverde 133 (=6%) ingevulde en bruikbare vragenlijsten op. Van deze groep bleek het grootste gedeelte te zijn bereikt via persoonlijk contact en via inschakeling van netwerken van vrienden en zakenrelaties. Het responspercentage werd bevredigend geacht gelet op de omstandigheid dat 'informal investors' in het algemeen geen behoefte hebben aan publiciteit. Wel noemt Wetzel de gevolgde methode zeer arbeidsintensief en kostbaar.

In het Nederlandse onderzoek is met de ervaringen van Wetzel inzake het zoekproces naar de 'informal investor' terdege rekening gehouden. Van meet af aan is het opbouwen van een bestand van 'informal investors' dan ook voornamelijk geschied door het leggen van contacten met tal van organisaties die direct of indirect met de verschaffing van risicodragend vermogen zijn betrokken. Tot deze instituties behoorden de organisaties van werkgevers, aanbieders van professioneel 'venture capital', regionale ontwikkelingsmaatschappijen, banken en organisatieadvieskantoren. Het bestand waarover uiteindelijk kon worden beschikt omvat 50 investeerders.

Het enquêteformulier dat aan het Nederlandse

onderzoek ten grondslag lag, bevatte soortgelijke vragen als het formulier dat Wetzel gebruikte. De aard van de onderwerpen zal blijken uit de hierna volgende bespreking van de resultaten van het onderzoek.

In totaal werden 32 ingevulde formulieren verkregen. Het responspercentage lag hiermee op 64. Dit hoge percentage werd verkregen o.a. door de 'informal investor' op het belang van het onderzoek te wijzen, zijn anonimiteit te garanderen en een exemplaar van het eindrapport van de studie toe te zeggen.

3.2 De Nederlandse onderzoeksresultaten

De Nederlandse enquête was opgebouwd uit drie delen die betrekking hadden op: a het profiel van de investeerder, b het historische en het verwachte investeringsgedrag van de investeerder en c diens afweging van rendement en risico. De belangrijkste resultaten worden hierna samengevat.³

a het profiel van de investeerder

Hoewel 'informal investors' volgens het onderzoek van Wetzel geen ander gemeenschappelijk kenmerk hebben dan het weinig tastbare begrip 'ondernemingsgeest', is het toch mogelijk om hen te typeren in termen van o.a. leeftijd, opleiding, werkervaring en de juridische structuur van hun investeringsactiviteiten.

– leeftijd

De gemiddelde leeftijd van de Nederlandse 'informal investor' is 46 jaar. De jongste onder de geënquêteerden was 31 jaar oud, de nestor van het gezelschap was 65 jaar oud. Niet minder dan de helft van de groep bevindt zich in de categorie van de veertigers. Deze uitkomst van het onderzoek behoeft niet te verbazen wanneer men bedenkt dat iemand in die leeftijdsklasse over de nodige ervaring in het bedrijfsleven kan beschikken en tegelijk ook over een zeker vermogen. Men is dan nog te jong om te rentenieren en tegelijkertijd nog voldoende energiek om de groei van een of meer startende en/of jonge ondernemingen te begeleiden. Aannemelijk is dat naarmate men ouder wordt, ook de animo om in relatief zeer risikante projecten te investeren afneemt; meer risi-

comijndend gedrag zal ervoor in de plaats treden. Het onderzoeksresultaat van Wetzel wijkt op dit punt niet af van het Nederlandse onderzoek; de gemiddelde leeftijd van de Amerikaanse 'informal investor' bedroeg 47 jaar.

– *opleiding*

Ook op het gebied van de genoten opleiding van de 'informal investor' lopen de resultaten van de twee onderzoeken nauwelijks uiteen. In het Nederlandse onderzoek voltooide 55% van de investeerders een academische studie waarvan 2/3 een economiestudie. Van de 28% van de Nederlandse 'informal investors' die een HBO-opleiding hebben gevolgd, betreft het merendeel opleidingen met een technische achtergrond. De populatie omvat ook investeerders die zich toedien met het Master of Business Administration van gerespecteerde Amerikaanse universiteiten. Daarnaast waren er ook investeerders die een lagere technische beroepsopleiding hadden gevolgd. Uit het onderzoek van Wetzel bleek dat 51% een 'post-graduate degree' in met name technische disciplines heeft behaald. Naast de technici zijn ook de economisch geschoolden ook bij Wetzel goed vertegenwoordigd.

– *werkervaring*

In Nederland heeft 75% (Wetzel: 76%) van de ondervraagden ervaring met het starten van bedrijven. De sectoren waarin men deze ervaring heeft opgedaan, zijn zeer verschillend. Frequent genoemd worden de metaalindustrie, de micro-elektronica, de software-industrie en de financiële dienstverlening. Wetzel heeft dit aspect niet in zijn onderzoek betrokken.

– *juridische structuur*

Van de Nederlandse 'informal investors' ontplooit 16% activiteiten in de hoedanigheid van natuurlijk persoon. Alle overigen participeren vanuit een besloten of naamloze vennootschap als ondernemingsvorm. Slechts 25% maakt gebruik van de PPM-Regeling 1981. Dit heeft verschillende verklaringen. Voor veel 'informal investors' zijn de eisen en beperkingen van de Regeling 1981 te knellend.⁴

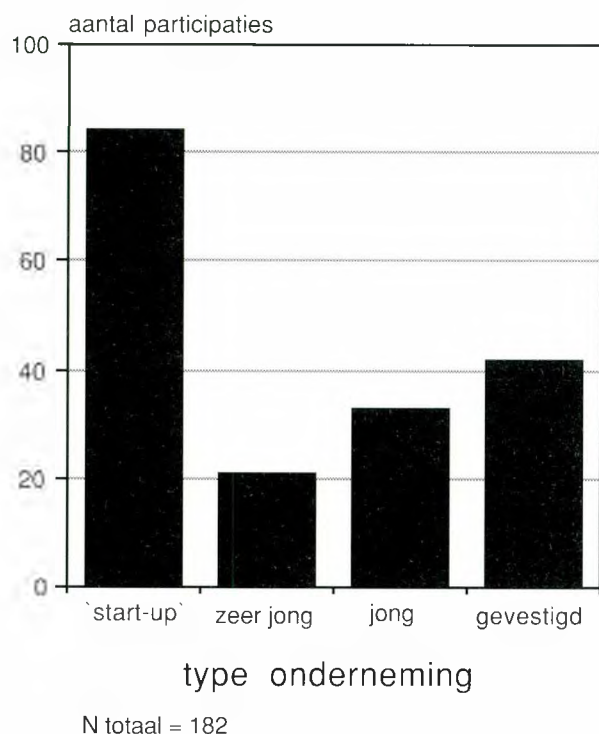
b het feitelijke en het verwachte investeringsgedrag van de investeerder

– *het investeringsverleden*

In dit deel van de enquête werd gevraagd in welk type van ondernemingen de investeerder was geïnteresseerd. In het enquêteformulier werden handzame, eenvoudige definities gegeven van wat moest worden verstaan onder enkele met name genoemde typen van ondernemingen waarin 'informal investors' mogelijk participeerden. Onder een 'start-up' werd verstaan een onderneming die nog in de ideeënfase verkeert; vaak is er nog niet meer dan een globaal ondernemingsplan aanwezig. Een *zeer jonge onderneming* is reeds iets ouder maar is toch niet langer dan een jaar actief; er worden aanloopverliezen geleden maar het 'break even'-punt komt binnen bereik. Een *jonge onderneming* is minder dan 5 jaar oud, heeft inmiddels een marktpositie veroverd en verwacht een snelle groei. Tenslotte de *gevestigde onderneming*. Deze wordt in het kader van de enquête gekenmerkt door de aanwezigheid van groeibelemerende factoren. Deze kunnen liggen in het organisatorische vlak, het technische vlak of betrekking hebben op marktproblemen. In figuur 1 wordt weergegeven in welke typen van ondernemingen – gemeten naar levensfase – Nederlandse 'informal investors' gewoonlijk investeerden.

In de 28 bruikbare reacties op de enquête ging het in totaal om 182 participaties; dit is een gemiddelde van 6,5 participaties per 'informal investor'. De 'informal investor' blijkt in overwegende mate betrokken te zijn geweest bij ondernemingen die nog in de allerjongste fase van ontwikkeling verkeren. Dit komt overeen met de bevindingen van Wetzel in diens Amerikaanse studie. Ruim 40% van alle participaties heeft betrekking op projecten die in de ideeënfase verkeren. De overige zijn verdeeld over de drie andere typen van ondernemingen. Een duidelijk verschil met het investeringsgedrag van PPM's dringt zich hier op. Gebleken is dat PPM's zich bij voorkeur richten op investeringen in ondernemingen die hierboven als *jong* en *gevestigd* werden gedefinieerd, dus juist niet in de 'start-ups'.⁵

Type indeling



Figuur 1: Typen van ondernemingen waarin Nederlandse 'informal investors' investeerden

– investeringsverwachtingen

Een groot aantal van de geënquêteerden (28 personen) heeft ook een uitspraak gedaan over hun investeringsvoorkeur voor de verschillende typen van ondernemingen in de toekomst. De resultaten van dit aspect van de studie zijn in tabel 2 samengevat.

Gevraagd naar de mate van interesse voor 'start-ups' bleek bij 8 van de 28 respondenten (= 29%) de belangstelling voor dit type bedrijf ook in de toekomst in sterke mate aanwezig. Sterke belangstelling voor 'zeer jonge' ondernemingen bestond zelfs bij 10 van de 28 ondervraagden (= 36%). Gemiddeld was dit 32% voor 'start-ups' en zeer jonge ondernemingen samen. Het vergelijkbare percentage in de door professioneel-georganiseerde aanbieders van 'venture capital' beheerde portefeuilles was slechts 21%.⁶ Dit alles neemt niet weg dat van de 28 ondervraagden bij 15 respectievelijk 16 personen ook een

grote belangstelling bestond voor 'jonge' respectievelijk 'gevestigde' ondernemingen.

– gemiddeld investeringsbedrag

In het Nederlands onderzoek bedroeg de gewogen gemiddelde investering per participatie f 336.000,-⁷ (op een totaal van 182 participaties) maar de spreiding rond dit cijfer is aanzienlijk. Het gemiddelde in een start-up en in een zeer jonge onderneming is lager en in een gevestigde onderneming hoger. In het laatste geval zijn bedragen van f 1 miljoen zelfs niet ongebruikelijk (in 14% van het aantal onderzochte participaties). De tendens bestaat dat 'informal investors' in vergelijking met professioneel-georganiseerde aanbieders van 'venture capital' relatief kleine bedragen per individuele investering uitgeven. Zij zijn belangrijke verschaffers van risicodragend vermogen in het onderste segment van de markt waar het gaat om zeer riskant 'zaai kapitaal'. Het gemiddeld investeringsbedrag van de 109 kleinste participaties (dit is 60% van het totaal van 182 participaties) was f 123.000,- en van de 43 allerkleinste participaties (= 24%) niet meer dan gemiddeld f 44.000,-. In het onderzoek van Wetzel zien we dezelfde tendens echter met dit verschil dat de bedragen per kleine investering *nog veel kleiner* waren dan in het Nederlandse onderzoek: 60% van de participaties heeft betrekking op een gemiddelde investering van niet meer dan \$ 10.176,-. Het lijkt erop dat de Amerikaanse 'informal investor' veel meer dan zijn Nederlandse collega opereert in het allerkleinste segment van de markt waardoor van overlapping met ook door anderen bestreken delen van de markt veel min-

Tabel 2: Voorkeur van Nederlandse 'informal investors' voor de verschillende mogelijke investeringstypen

type onderneming	mate van interesse voor een bepaald type van onderneming			
	sterk	gemiddeld	zwak	totaal
'start-up'	8	10	10	28
zeer jong	10	8	10	28
jong	15	7	6	28
gevestigd	16	6	6	28

der sprake is. Een mogelijke verklaring voor het aanzienlijke verschil in gemiddelde investering is dat in de USA eventueel meer samenwerkingsverbanden tussen 'angels' bestaan zodat het bedrag per investeerder lager kan zijn. Een andere mogelijkheid is dat de Nederlandse 'informal investor' gemiddeld over méér vermogen beschikt dan zijn Amerikaanse collega. Tenslotte is het – naast de invloed van het verschil in onderzoeksperiode – denkbaar dat de Amerikaanse investeerder een hogere mate van diversificatie nastreeft. Het Nederlands onderzoek laat geen eenduidige verklaring toe voor het geconstateerde verschil.

Dat 'informal investors' zich ook inlaten met investeringen in de orde van grootte van f 1 miljoen is verrassend om twee redenen. In de eerste plaats omdat hiermee dezelfde markt wordt bewerkt als de markt die onder andere door PPM's wordt bestreken. In de tweede plaats omdat deze uitkomst van het Nederlandse onderzoek afwijkt van de resultaten van het onderzoek van Wetzel. De hoogste frequentie treedt in het Amerikaanse onderzoek op in de klasse van de allerkleinste investeringsbedragen (tot \$ 10.000,-, vergelijk figuur 3). In het Nederlandse onderzoek omvat de modale klasse de investeringsbedragen van f 100.000,- à f 250.000,- (vergelijk figuur 2).

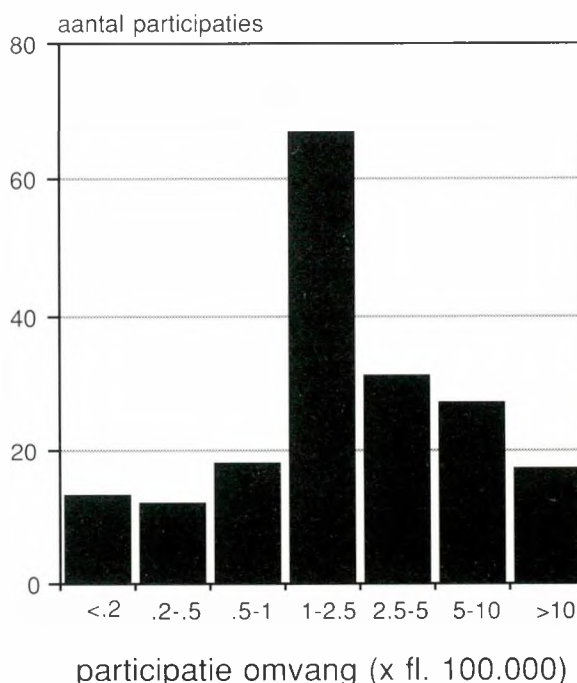
– *gewenst investeringsbedrag*

Uit het Nederlandse onderzoek blijkt dat het door de 'informal investors' gewenste investeringsbedrag per participatie gemiddeld f 400.000,- bedraagt. Dit is hoger dan het gemiddeld gerealiseerd investeringsbedrag. Er spreekt een tendens uit om de zaken in de toekomst wat groter aan te pakken.

– *samenwerking met andere 'informal investors'*

Uit het onderzoek bleek dat 84% van de Nederlandse 'informal investors' ten minste een keer samen met andere partijen heeft geïnvesteerd. Met andere 'informal investors' werd door 63% van de ondervraagden in het verleden samengewerkt. Tevens is onderzocht met welke frequentie met andere partijen werd geïnvesteerd. De samenwerking met PPM's die waren opgericht

Gemiddeld Investeringsbedrag in Nederland



N totaal = 182

Figuur 2: Het aantal participaties per klasse van het investeringsbedrag (onderzoek Van Peer, 1988)

vanuit Kamers van Koophandel bleef beperkt tot gemiddeld slechts één keer. Daarentegen kwam samenwerking met participatiemaatschappijen gemiddeld 2,5 keer en met andere 'informal investors' gemiddeld 4,1 keer voor. De samenwerking met de 'informal investors' kwam het meest voor. Wetzel stelde in zijn onderzoek dezelfde tendens vast.

– *voorkeur voor bedrijfstakken*

Er is door de 32 ondervraagden in zeer uiteenlopende bedrijfstakken geïnvesteerd. Vele investeerders spraken een voorkeur uit voor het participeren in een bedrijfstak waarover zijzelf voldoende 'know how' hadden opdat zij het ondernemingsplan op juiste waarde zouden kunnen beoordelen. Bedrijfstakken waarvoor veel belangstelling bestond, waren de 'high-tech'-sector, micro-elektronica, software-ontwikkeling, informatietechnologie, installatie- en machine-

bouw en engineering (metaalsector), veiligheid, milieutechnologie, biotechnologie en recreatie. De combinatie van snel groeiende markten, kennis van de techniek en kennis van het produkt is doorslaggevend voor de mate van attractiviteit.

– *mate van betrokkenheid*

Bekend is dat een verschafter van 'venture capital' gewoonlijk een meer dan normale betrokkenheid bij de te financieren onderneming demonstreert. Dit geldt in bijzondere mate voor een 'informal investor' wiens invloed op de volgende wijze gestalte krijgt:

– actie op basis van periodieke voortgangsverslagen	66%
– bezetting plaats in de Raad van Commissarissen	84%
– verrichten van diensten indien noodzakelijk	56%
– deeltijdse functie binnen het bedrijf	27%
– voltijdse functie binnen het bedrijf	33%

Van de 97 Nederlandse participaties waarvan bekend is in welke mate de investeerder betrokken is, zijn er 28 waarbij de investeerder een betrekkelijk passieve rol vervult (dit is het lezen van de voortgangsverslagen). Dit percentage komt weer in sterke mate overeen met het Amerikaanse onderzoek. Daarin bleek dat de 'informal investor' in 25% van de genomen participaties een betrekkelijk passieve rol vervult. De Nederlandse 'informal investor' wil op dezelfde wijze bij zijn participaties betrokken blijven als in het verleden. Als belangrijkste criterium voor samenwerking met andere aanbieders van risicodragend vermogen noemt hij de mogelijke extra toegevoegde waarde in de vorm van bijvoorbeeld technische kennis, marktpotentieel of internationale contacten die het groeiproces van de onderneming kunnen versnellen.

– *gemiddeld belang in aandelenkapitaal*

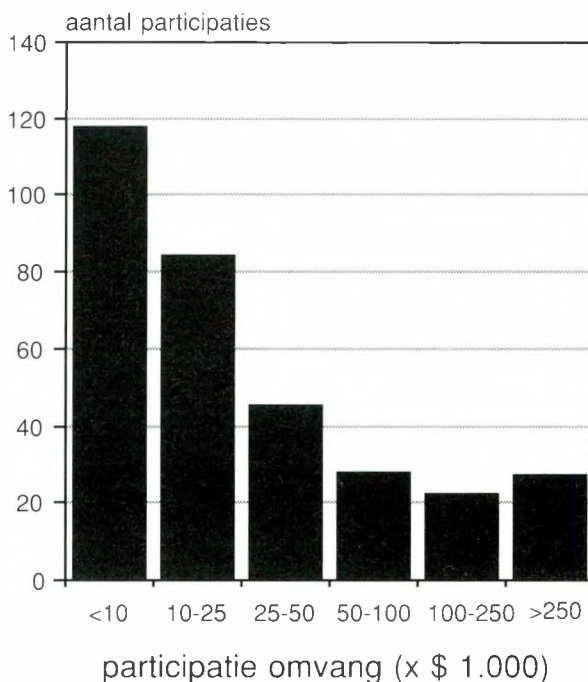
Niet minder dan 22 op een totaal van 30 respondenten bezaten deelnemingen die betrekking hadden op ten minste 50% van het aandelenkapitaal. Indien niet onder de Garantieregeling PPM's 1981 wordt geïnvesteerd, wordt men ook niet gehinderd door het voorschrift dat slechts min-

derheidsbelangen mogen worden genomen. Het gemiddelde percentage van de participatie bedroeg 35% van het aandelenkapitaal van de gefinancierde onderneming. Een vergelijking met het onderzoek van Wetzel leidt tot een opmerkelijk verschil. In de USA gaat het bij meer dan de helft van de investeerders om participaties van minder dan 10% van het geplaatste kapitaal. De Nederlandse 'informal investor' – hoewel ook vaak actief in samenwerkingsverband met andere 'informal investors' – opereert veel minder in groepen dan zijn Amerikaanse collega's.

– *gewenste participatietermijn*

Investerings in startende en jonge ondernemingen hebben voor een 'informal investor' nadrukkelijk een tijdelijk karakter. Nadat de gefinancierde onderneming de eerste groeifase met succes heeft doorlopen, wil de 'informal investor' afstoting van zijn belang overwegen. Gemiddeld

Gemiddeld Investeringsbedrag in de Verenigde Staten



Figuur 3: Het aantal participaties per klasse van het investeringsbedrag (onderzoek Wetzel, 1981)

is de gewenste participatietermijn voor Amerikaanse 'informal investors' korter dan voor de Nederlandse 'informal investors'.

– *netwerk*

'Informal investors' komen in contact met de vragers naar risicodragend vermogen via een informeel netwerk van zakenrelaties, vrienden, banken, accountants en participatiemaatschappijen terwijl ook een actieve persoonlijke speurtocht tot het ontdekken van investeringsmogelijkheden leidt. Ook in de USA vindt de koppeling tussen vragers en aanbieders van 'informal venture capital' volgens Wetzel op deze wijze plaats. In New England bleek 58% van de ondervraagde 'informal investors' niet tevreden te zijn met deze wijze van contact leggen. Door Wetzel is daarom in 1984 'Venture Capital Network' opgericht welke onderneming een servicefunctie heeft, namelijk om 'informal investors' in contact te brengen met vragers naar 'venture capital'. In de verschillende regio's van de USA is dit initiatief inmiddels overgenomen. De efficiency van de markt is hiermee ongetwijfeld gediend. In Nederland blijken de ondervraagden geen behoefte aan een dergelijk initiatief te hebben. In het algemeen acht men de markt voldoende transparant.

c de rendements-/risico-afweging

Het laatste en voor velen theoretisch meest interessante gedeelte van de enquête betrof de wijze van afweging van alle risico's die de haalbaarheid van het project beïnvloeden en de rendementen die men gemiddeld (verliezers en winnaars samen) verwacht te realiseren. In tabel 3 worden de voor risicoverschillen aangepaste minimaal verlangde (geëiste) rendementen van de ondervraagde Nederlandse 'informal investors' ten aanzien van de verschillende mogelijke investeringstypes vergeleken met de geëiste rendementen zoals die bleken uit het onderzoek van Wetzel en uit een in 1987 onder redactie van Swoboda-Mobasser onder *professionele* Nederlandse 'venture capitalists' uitgevoerd onderzoek. Aangekend wordt, dat de resultaten van de drie onderzoeken niet zonder meer vergelijkbaar waren, onder andere omdat het aantal in elk onderzoek onderscheiden investeringsklassen

onderling verschilt en de definities van deze klassen niet altijd voldoende helder waren. Daar waar dat nodig was, is om deze redenen een zo goed mogelijke schatting gemaakt.

Tabel 3: *Geëist rendement met betrekking tot verschillende investeringstypen in een drietal onderzoeken onder aanbieders van 'venture capital'*

type onderneming	gemiddeld per type onderneming minimaal verlangd portefeuillerendement		
	'informal investors'	professioneel-georganiseerd aanbod	
	Wetzel (1981) (USA)	Van Peer (1988) (Nederland)	Swoboda-Mobasser (1987) (Nederland)
'start-up'	20% à 25%	32%	35%
zeer jong	20% à 25%	24%	28%
jong	20% à 25%	22%	21%
gevestigd	15%	19%	18%

De door Wetzel gepubliceerde percentages hadden betrekking op portefeuilles van telkens 10 participaties per ondernemingstype.

In het onderzoek van Van Peer en van Swoboda-Mobasser is de grootte van de portefeuilles niet bekend. Voorts wordt opgemerkt dat Wetzel per klasse van ondernemingen twee percentages vergaarde: het eerste percentage was de opgave van de ondervraagde 'informal investors' op de vraag naar het geëiste jaarrendement, het tweede percentage werd door Wetzel afgeleid uit een opgave van de 'informal investors' over de door hen gewenste eindwaarde van een investering.⁸ Bij de groep 'gevestigde ondernemingen' kwamen beide methoden op hetzelfde percentage uit. Theoretisch gezien zou dit steeds het geval moeten zijn.

Verschiedende interessante bevindingen dringen zich bij het bestuderen van tabel 3 op:

a In de eerste plaats zijn de 'start-ups' en de 'zeer jonge' ondernemingen bij 'informal investors' goedkoper uit dan bij professioneel-georga-

niseerde aanbieders van risicokapitaal: het geëiste rendement is in beide gevallen duidelijk lager.

Anderzijds is de rendementseis voor de twee onderste geledingen in de tabel – de 'jonge' en de 'gevestigde' ondernemingen – nagenoeg hetzelfde;

b In de tweede plaats kan worden vastgesteld dat de geëiste rendementen in de Amerikaanse situatie opmerkelijk veel lager waren dan in de twee Nederlandse onderzoeken. Dit ondanks het feit dat de risicovrije rente (gemeten naar het effectieve rendement op een representatief pakket staatsleningen) in 1981 in de USA aanzienlijk (ongeveer 4 procentpunten) hoger was dan in Nederland in de periode 1987/88. Op basis hiervan zou mogen worden verwacht dat in de USA de geëiste rendementen juist hoger zouden zijn geweest dan in Nederland. Een mogelijke verklaring is een eventueel verschil in risicoperceptie en/of risicohouding van de Amerikaanse en Nederlandse investeerders;

c In de derde plaats ontbreekt bij Wetzel in tegenstelling tot bij Van Peer en Swoboda-Mobasser een differentiatie in geëist rendement ten aanzien van 'start-ups', zeer jonge en jonge ondernemingen. Dit lijkt in strijd met de ook in Wetzel's onderzoek gebleken verschillen in risicoperceptie van 'informal investors' ten aanzien van deze drie typen van ondernemingen.

Vanuit de gedachte dat het systematisch risico voor de eerste drie investeringstypes onderling niet hoeft te verschillen (denk aan de definitie van het systematisch risico als de mate waarin het rendement van een investeringsobject statistische samenhang vertoont met het rendement op de marktportefeuille), is het ontbreken van de bedoelde differentiatie echter wel verklaarbaar. Mogelijk is het marktrisico voor alle drie gelijk. Wetzel duidt ook op deze mogelijkheid. Dit zou – lettend op de door Van Peer en Swoboda-Mobasser geregistreerde percentages die wel verschillen voor verschillende typen van ondernemingen, impliceren dat in de Nederlandse portefeuilles van zowel professioneel- als niet-professioneel-georganiseerde aanbieders van risicokapitaal onbenutte diversificatiemogelijkheden in de portefeuille aanwezig zijn waardoor het

geëiste portefeuillerendement onnodig hoog is. Een andere mogelijke verklaring is dat Nederlandse investeerders in tegenstelling tot hun Amerikaanse collega's zich het onderscheid tussen systematisch en diversificeerbaar risico niet voldoende bewust zijn bij het formuleren van de rendementseisen op portefeuilleniveau;

d Onze vierde kanttekening betreft de verschillen in geëist rendement ten aanzien van dezelfde types van investeringen tussen Swoboda-Mobasser en Van Peer. Deze worden door ons verklaard uit het zwaardere gewicht van de apparaatskosten in de investeringsbeslissing van de professionele verstrekker van 'venture capital' (onderzoek Swoboda) in vergelijking met de beslissing van de 'informal investor' (onderzoek Van Peer), hogere agency kosten en hogere informatiekosten. Hieronder komen we op deze aspecten terug.

4 De omvang van de 'informal investor'-markt

Het is wegens gebrek aan betrouwbare data niet eenvoudig om het Nederlandse aanbod van 'venture capital' dat afkomstig is van 'informal investors', enigszins betrouwbaar te kwantificeren.

Wetzel kwam in een publikatie in 1986 voor de Verenigde Staten tot een schatting van \$ 50 miljard. Dit bedrag resulteerde uit een berekening op basis van inkomens- en vermogensstatistieken van de rijkste 1% van de Amerikaanse huishoudens. Daaruit bleek dat 37% van de rijkste top 1% van de Amerikaanse huishoudens (zijnde 840.000 families) \$ 151 miljard had geïnvesteerd in 'non public businesses in which they have no management interest' (blz. 5). Als hiervan – aldus Wetzel – een aandeel van 1/3 op 'venture capital' betrekking zou hebben gehad, was met het aanbod van 'informal investor capital' reeds een bedrag van \$ 50 miljard gemoeid. De aannemelijkheid van dit bedrag werd bevestigd door de uitkomsten van een onderzoek naar de risico-attitude van de 'super rich' en de 'very rich' (Avery en Elliehausen, 1986).

De methode-Wetzel is op Nederland niet zonder meer toepasbaar. Een eveneens ruwe benadering voor Nederland is de volgende. In 1984

beschikten de 27.300 Nederlandse miljonairs⁹ over een totaal vermogen van f 60 miljard. Rekent men hiervan 20% toe aan aandelenbelegging waarvan gemiddeld slechts 10%¹⁰ beschikbaar was voor 'informal venture capital' dan is het aanbod hiervan reeds f 1,2 miljard. Dit bedrag is ruim het tweevoud van het door PPM's per saldo totaal geïnvesteerde kapitaal per ultimo 1988. Bovendien is het waarschijnlijk dat het aantal miljonairs sinds 1984 verder is toegenomen. Op grond van deze en andere overwegingen – zoals de impressies die Van Peer opdeed in de gesprekken met de geïnterviewden naar aanleiding van de ingevulde vragenlijsten – is een schatting van f 1 miljard niet onverantwoord hoog.¹¹ Maar zelfs de helft van dit bedrag zou het kwantitatieve belang van de activiteiten van de 'informal investors' nog altijd gelijk doen zijn aan het gewicht van de met zoveel aandacht omgeven PPM's. De conclusie is dat het aanbod van risicokapitaal in Nederland door 'informal investors' ten onrechte is verwaarloosd in beschouwingen over de financieringsmogelijkheden van startende en kleine ondernemingen.

5 'Informal investors' en de financieringstheorie

5.1 Informatie- en agencykosten en de verschaffing van extern vermogen

Op diverse plaatsen in de literatuur is gebleken dat de kleine en middelgrote ondernemingen als groep afwijkend financieel gedrag ten opzichte van grote ondernemingen vertonen.¹² In het algemeen zijn dergelijke beweringen gestoeld op vergelijkingen van de financiële posities van ondernemingen en van hun gebleken opbrengstkracht. Kengetallen spelen daarbij onvermijdelijk een belangrijke rol. In relatie tot het onderwerp van dit artikel is ons inziens een meer dan gebruikelijke terughoudendheid ten aanzien van de uitkomsten van deze vergelijkingen op zijn plaats. De reden hiervoor is de sterke verwevenheid van de zakelijke en persoonlijke sfeer in de kleine ondernemingen. Levin en Travis (*Harvard Business Review*, 1987) hebben heel treffend beschreven dat de eigenaren van kleine ondernemingen allerlei 'financiële' vrijheden bezitten zoals het verhu-

ren van activa aan de onderneming, het plaatsen van familieleden op de pay roll van de onderneming, het zichzelf toekennen van een riant salaris, het voeren van een betrekkelijk onconventioneel financieel beleid. Zij behoeven de marktwaarde van hun aandelen niet te maximeren zoals van publieke vennootschappen veelal wel wordt verwacht. Behalve een aanzienlijke participatie in het eigen vermogen van de zaak komt het ook vaak voor dat de eigenaren tegelijkertijd schuldeisers zijn, onder andere als verschaffers van al dan niet achtergestelde leningen. Zakelijke en persoonlijke sfeer zijn vaak dermate verweven dat de bedrijfseconomische zuiverheid van de resultatenrekening en van de balans van kleine ondernemingen discutabel is. Treffend wordt dit door Levin en Travis onder woorden gebracht met de uitspraak 'ROA is worthless when assets include ski chalets and beach houses' (ROA = return on assets). We moeten vaststellen dat op basis van deze overwegingen de financiële statistieken van kleine ondernemingen minder betrouwbaar zijn en minder vergelijkbaar met de statistieken van grote gevestigde ondernemingen. Een belangrijke implicatie is dat als uitvloeisel van deze typische structuur voor outsiders allerlei blokkades worden opgeworpen bij het verkrijgen van een scherp inzicht in de gang van zaken in de onderneming. Dit geeft aanleiding tot het ontstaan van relatief hoge *informatiekosten*.

Een tweede voor ons doel eveneens belangrijk gevolg van de betrekkelijke vrijheid van het management van kleine ondernemingen is dat de kans op *ingrijpende belangenconflicten* tussen de manager en de verschaffers van extern vermogen van kleine ondernemingen extra groot is.

Met deze twee probleemgebieden – informatieverzekering en potentiële belangenconflicten – zijn we aangeland bij de theorie met betrekking tot de *informatie-asymmetrie* (Leland en Pyle, 1977) en de *agency-theorie* (Jensen en Meckling, 1976).

De theorie met betrekking tot de informatie-asymmetrie steunt op de gedachte dat in kwantitatief en kwalitatief opzicht verschillen bestaan tussen de informatie waarover interne participan-

ten (zoals de leiding) beschikken en de informatie waarover externe vermogensverschaffers beschikken. Het ontbreken van goedgekeurde jaarrekeningen, emissieprospectus en een kritische financiële pers bij kleine ondernemingen maakt het informatie-asymmetrieprobleem bij kleine ondernemingen ongetwijfeld groter dan bij grote ondernemingen (*Hand, Lloyd, Rogow, 1982*). *Barry en Brown* (1984) noemen de aandelen van kleine ondernemingen om die reden dan ook '*low information securities*'. Dit veroorzaakt een *hoger risico en/of hogere informatiekosten* zodat de marktwaarde lager is.

De 'agency theorie' beschouwt de aan het regelen van de implicaties van potentiële conflicten verbonden kosten als medeverklarende factor voor het financiële gedrag van ondernemingen en beleggers. De bedoelde conflicten treden – voor zover het de tegenstelling tussen het management van de onderneming en de aandeelhouders betreft – op zodra sprake is van een scheiding tussen leiding en vermogensverschaffing. Het gevaar bestaat dan dat het management zich bevoordeelt ten koste van de externe aandeelhouder. Ook al houdt het management zelf ook aandelen, dan nog worden de kosten van verkwistend gedrag voor een deel verhaald op anderen dan het management zelf. *Agencykosten* met betrekking tot eigen vermogen – in concreto bestaan deze onder meer uit de kosten van toezicht op het handelen van het management in de meest uitgebreide vorm (bekend onder de aanduiding '*monitoring costs*' – treden derhalve op bij publieke vennootschappen maar ook – zij het in mindere mate – ingeval de inbreng van eigen vermogen plaats heeft gevonden in de vorm van 'professioneel-georganiseerd risicokapitaal'.

Zelfs dan kunnen er gemakkelijk tegenstellingen ontstaan omdat de doelstellingen van de leiding en van de externe aandeelhouders uiteen kunnen lopen.

Treffende voorbeelden hiervan zijn vervat in de volgende citaten van ondernemers die zich beklagden over het gedrag van hun aandeelhouders. 'Ze trokken de stop eruit' (daarmee aangevend dat op een cruciaal moment in het bestaan van de onderneming de toevoer van eigen vermogen afkomstig van verschaffers van risicokapitaal

(= 'ze') stagneerde). Een tweede voorbeeld is het verwijt van mismanagement dat de verschaffers van risicokapitaal in een concrete situatie maakten aan de leiding en de daarmee soms gepaard gaande twijfels over de manier waarop 'de cijfers zijn gegroepeerd'.

De implicatie van het bestaan van informatie- en agencykosten is dat de kostenvoet van het eigen vermogen die op basis van risicokenmerken toch al hoger is dan van grote ondernemingen, ingeval van externe vermogensverschaffing 'op afstand', wordt verhoogd met de door de externe vermogensverschaffer te maken en in concurrerende financiële markten door hem op de vermogensvrager af te wentelen 'informatie-' en 'agencykosten'.

5.2 De extra marktwaarde van de 'informal investor'

Wat betekent dit alles nu voor de relatie van de 'informal investor' tot de kleine onderneming? 'Informal investors' zijn ook verschaffers van extern vermogen maar ze beschikken juist op het terrein van de informatieverkrijging omtrent de gefinancierde onderneming en op het terrein van de bestrijding van belangenconflicten tussen de verschaffers van extern eigen vermogen en de leiding over een bevoorrechte positie. Hun directe persoonlijke betrokkenheid bij de te financieren projecten en de daarbij te demonstreren deskundigheid biedt uitzicht op een in hoge mate kwalitatief en kwantitatief juiste informatievoorziening en voorkomt in een groot aantal gevallen het ontstaan van belangenconflicten, zonder dat het noodzakelijk is om allerlei juridische scherpslijperij na te streven in te regelen competentiekwesties zoals in de USA wel gebruikelijk is in zogenaamde '*stock-holders agreements*' (*Hand, Lloyd en Rogow, 1982*). Daarmee wordt ook vermeden dat het te eisen rendement drastisch wordt verhoogd met informatie- en agencykosten waardoor de kostenvoet van eigen vermogen lager kan zijn dan wanneer eigen vermogen op andere wijze – op de publieke markt en/of bij professionele aanbieders van 'venture capital' – extern wordt aangetrokken. De 'informal investor' is uitstekend op de hoogte over de plaatsvindende ontwikkelingen

zonder dat de eigenaar tot publikatie van informatie aan de buitenwacht behoeft over te gaan. Vervat in het jargon van de efficiënte markthypothese beschikt de 'informal investor' over niet-publieke informatie. Het 'verlies van informatie' waarover Douma (1988) spreekt in het kader van de overdracht van informatie, is in dit geval bijzonder beperkt, ook al gaat de overdracht van informatie naar een buitenstaander, dat wil zeggen over de grenzen van de onderneming heen.¹³ Het gevolg van deze nauwe binding is dat de marktwaarde van de kleine onderneming hoger zal zijn met een bedrag dat gelijk is aan de contante waarde van de besparing op informatiekosten en agencykosten van de externe aandeelhouders. Het geëiste rendement van de 'informal investor' is dan ook *relatief* laag. Eerder in dit artikel wezen we bovendien reeds op de relatief lage apparaatkosten van de 'informal investor'. Aan deze drie goedkooptekenmerken van de 'informal investor' dient nog een andere belangrijke factor te worden toegevoegd, namelijk de verhoging van de verwachtingswaarde en/of verkleining van het risico met betrekking tot de toekomstige kasstromen van de te financieren onderneming zelf. Van deze extra toeneming van de marktwaarde van de te financieren onderneming profiteert ook de 'informal investor'. Hij krijgt hiermee compensatie voor de grote mate van betrokkenheid bij het management van de gefinancierde onderneming. Deze extra vermogenswinst heeft in deze interpretatie het karakter van een arbeidsvergoeding als honorering van de managementinbreng. Investeren en financieren zijn bij dit type van vermogensverschaffing meer dan ooit onderling verbonden. Van separatie van investerings- en financieringsbeslissingen – een geliefd thema in de neoklassieke financieringstheorie – is in dit geval geen sprake: de wijze van financiering met extern eigen vermogen – publieke emissie, professioneel-georganiseerd 'venture capital' of 'informal venture capital' – heeft rechtstreekse invloed op de kwaliteit van de investeringsprojecten en daarmee op de rentabiliteitswaarde van de onderneming.¹⁴

Met de in deze paragraaf aangegeven twee positieve invloeden op de marktwaarde van de gefinancierde onderneming – verlaging van de infor-

matie-, agency- en apparaatskosten en een verhoging van de verwachte kasstromen met gelijktijdige verlaging van het risico van de gefinancierde onderneming – lijkt een theoretische verklaring verkregen ter zake van de inbreng van 'informal investors' bij de financiering van kleine ondernemingen.

6 Samenvatting en conclusies

In dit artikel zijn de resultaten van een onderzoek naar het optreden van 'informal investors' in Nederland gepresenteerd en besproken en werden enkele resultaten vergeleken met de uitkomsten van vergelijkbaar onderzoek dat Wetzel heeft verricht met betrekking tot New England (USA). Ook werd een theoretische verklaring voor het geconstateerde gedrag aangereikt. Het bleek wenselijk om 'informal investors' te definiëren als verschaffers van niet-professioneel-georganiseerd risicokapitaal. De term 'informeel investeerder' werd afgewezen; 'actief persoonlijk investeerder' bleek een meer geschikte omschrijving. De functie van deze in de anonimiteit werkzame vermogensverschaffer is naast het aanbieden van risicokapitaal het persoonlijk begeleiden van vooral jonge ondernemingen. Deze vermogensverschaffer heeft zelf in het verleden ook ondernemingservaring opgedaan waardoor hij beschikt over specifieke kennis van een markt, een produkt of een toegepaste technologie. Het verrichte onderzoek laat een typologie van de Nederlandse 'informal investor' toe. Het blijkt een economisch en/of technisch hoog-opgeleid en bekwaam ondernemer met een gemiddelde leeftijd van 46 jaar te zijn. Hij ontwikkelt activiteiten vanuit een strikt persoonlijke invalshoek. Hij beschikt over een portefeuille van gemiddeld 6 participaties die op hun beurt (gewogen) gemiddeld f 336.000,- aan investeringen hebben geleverd. Echter in 60% van de gevallen is de investering niet groter dan f 120.000,-. Toch steekt dit bedrag ook dan nog altijd hoog af ten opzichte van de door Wetzel gepubliceerde bedragen: in de USA is de investeringsschaal per participatie veelal \$ 10.000 tot \$ 25.000. Het aandeelbelang van de Nederlandse 'informal investor' bedraagt gemiddeld 35% van het geplaatste

aandelenkapitaal van de gefinancierde onderneming.

Zijn contacten met ondernemingen zijn zeer direct waardoor problemen uit hoofde van de informatie-asymmetrie tussen 'entrepreneur' en 'informal investor' en de dreiging van belangenconflicten grotendeels kunnen worden vermeden. In feite beschikt dit type vermogensverschaffer over niet-publieke informatie, wellicht meer dan een professioneel-georganiseerde aanbieder van risicokapitaal. Lagere informatie- en agencykosten hebben tot gevolg dat het geëiste rendement lager kan zijn.

Bovendien zijn de apparaatskosten lager dan van professioneel-georganiseerde aanbieders. Niet het minst belangrijk heeft hij potentieel een grote invloed op het rendements- en risicoprofiel van de te financieren onderneming waarvan hijzelf automatisch de zoete of wrange vruchten plukt. De Nederlandse 'informal investor' werkt graag samen met bij voorkeur andere 'informal investors'. Hij investeert gemiddeld 25% van zijn persoonlijk vermogen in startende en jonge ondernemingen. Het hierop minimaal verlangde portefeuillerendement varieert van 22% tot 32% afhankelijk van het investeringstype.

In het rapport *'Investerings en de financiële infrastructuur'* merken Eijgenhuijsen c.s. op dat geen financiële infrastructuur zou bestaan voor de categorie van jonge ondernemingen. Wij menen dat het aanbod van vermogen door 'informal investors' een niet te veronachtzamen factor aan de aanbodzijde van de markt voor risicokapitaal is, zowel kwantitatief als kwalitatief (relatief goedkope vermogensbron). De conclusie is dat de verstrekken van niet-professioneel-georganiseerd risicokapitaal in een beschrijving van de financiële infrastructuur in Nederland niet mogen ontbreken. Het optreden van 'informal investors' is ons inziens te beschouwen als de completering van het aanbod op de markt voor 'venture capital'. Van een 'gap' op de kapitaalmarkt lijkt na alle reeds geëntameerde initiatieven ter verruiming van het vermogensaanbod ¹⁵ geen sprake meer te zijn. Aan aanvullende initiatieven – bijvoorbeeld van de overheid – ter verruiming van het aanbod van 'venture capital' in Nederland is in dat geval weinig of geen behoefte.

Literatuur

- Bakker, B., Kleine grote groeiers, Informal Investors: De Vrije Jongens van het Durfkapitaal, *Intermagazine*, november 1988, pp. 33-50.
- Barry, C.B. en Brown, S.J., Differential Information and The Small Firm Effect, *Journal of Financial Economics*, juni 1984.
- Dimson, Elroy en Marsh, Paul, The Smaller Companies Puzzle, *The Investment Analyst*, January 1989.
- Douma, S.W., Innoveren, organiseren en concurreren, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, juni, 1988, pp. 227-242.
- Duffhues, P.J.W., Particuliere participatiemaatschappijen als financiële intermediairs, *Financiële Leiding en Organisatie*, red. P.J.W. Duffhues, J.G. Groeneveld en J.A.M. Oonincx, december 1984, pp. 3050-1/15.
- Duffhues, P.J.W., Supply of Risk-Bearing Capital in The Netherlands: some Financial Innovations, *Congresboek Financial Innovation*, Universita Bocconi, Milaan, september 1986, published in May 1987, pp. 219-231.
- Duffhues, P.J.W., De betekenis van de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen 1981 voor de financiering van ondernemingen in *Overheids-Marktfaciliteiten met betrekking tot ondernemingsfinanciering*, 1984, pp. 55-82.
- Duffhues, P.J.W., De Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen; verliesvergoedings- en zeggenschapsaspecten, *Economisch Statistische Berichten*, 12 september 1984.
- Empel, Van, F., Kleine grote groeiers; de risico's van snelle expansie, *Intermagazine*, november 1987, pp. 35-52.
- Eijgenhuijsen, H.G., Koelewijn, J., Visser H., *Investerings en de financiële infrastructuur*, Voorstudies en achtergronden/ Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, V60, 1987.
- Gumpert, David E. (ed), A small business is not a little big business, *Harvard Business Review*, July-August 1981, pp. 18-32.
- Haar, Nancy E., Starr, Jennifer, Macmillan, Ian C., Informal Risk Capital Investors: Investment Patterns on the East Coast of the USA, *Journal of Business Venturing* 3, 11-29 (1988).
- Hand, John H., Lloyd, William P., Rogow, Robert B., Agency Relationships in the Close Corporation, *Financial Management/Spring* 1982, pp. 25-30.
- Jensen, M. en Meckling, W., Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October 1976.
- Jonkhart, M.J.L., *Vermogensmarkt in werking: een financierings-theoretisch perspectief*, (openbare rede, 1987).
- Leland, Hayne E. and Pyle, David H., Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. XXXII, no. 2, May 1977, pp. 371-387.
- Levin, Richard I. en Travis, Virginia R., Small company finance: what the books don't say, *Harvard Business Review*, November-December 1987.
- Ooghe, H., Verbaere, E., Coucke, M., Ondernemingsdimensie en financiële structuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, 62e jrg. nr. 3, maart 1988, pp. 62-78.

- Peer, Van, P.A.J., *Informal Venture Capital in Nederland*, (niet-gepubliceerd doctoraalwerkstuk Katholieke Universiteit Brabant, 1988).
- Schmidt, Reinhard H., *Venture-Capital aus der Sicht der Finanzierungstheorie, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 5/85, pp. 421-437.
- Swoboda-Mobasser (dir), Manijeh, *Venture Capital in The Netherlands* (report co-prepared by Kees G. Koedijk, Clemens J.M. Kool, Rob J. Drijkoningen and Peter J. van Mierlo), April 1987.
- Timmons, Jeffrey A. and Gumpert, David E., *Discard many old rules about getting venture capital, Harvard Business Review*, January/February 1982.
- Walker, E. en Petty, J., *Financial Differences Between Large and Small Firms, Financial Management*, Winter 1978.
- Weston, J. Fred en Brigham, Eugene F., *Managerial Finance* (i.h.b. Financial Management in the Small Firm, hfdst 25), 1981, pp. 985-1007.
- Weston, J. Fred en Copeland, Thomas E., *Managerial Finance*, 1986.
- Wetzel, Jr. William E. and Seymour, Craig R., *Informal Risk Capital in New England*, Center for Industrial and Institutional Development, January 1981, pp. 1-64.
- Wetzel, Jr., William E., *Angels and Informal Risk Capital, Sloan Management Review*, Summer 1983, pp. 23 t/m 34.
- Wetzel, Jr., William E., *The Informal Venture Capital Market: Aspects of Scale and Market Efficiency*, The Institute of Management Sciences, XXVII International Meeting, July 20-23, 1986; ook verschenen in *Journal of Business Venturing*, Volume 2, nr. 4, 1987, pp. 299-313.
- 5 Vergelijk ook J. Koelewijn (1987, p. 29) die erop wijst dat PPM's vooral van belang zijn voor bedrijven die behoefte hebben aan een participatie vanaf globaal gezien 0,2 tot 1 a 1,5 miljoen gulden.
- 6 Bron: Nederlandse Venture Capital, NVP Jaarboek 1988, p. 15.
- 7 De mediaan was (bij benadering: er waren slechts klassegegevens beschikbaar) f 210.000,-; de modale klasse was f 100.000,- tot f 250.000,-.
- 8 Vergelijk ook Jeffrey A. Timmons en David E. Gumpert (1982) en Duffhues (1984).
- 9 Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, afdeling Personele Vermogensverdeling. Bij de opgave van het aantal miljonairs is geen rekening gehouden met de invloed van ondernemingsvrijstelling.
- 10 Niet alle bezitters van aandelen zijn 'informal investors'. Vermeldenswaard is verder nog dat de door Van Peer ondervraagde 'informal investors' (modaal) gemiddeld 35% van hun persoonlijk vermogen hadden geïnvesteerd in risicodragende participaties. Het gewogen gemiddelde was 25%.
- 11 Het onlangs verschenen NVP-bericht 1988, nr. 4 (uitgegeven door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen) bevat eveneens een schatting. Vermeld wordt (op p. 9) dat volgens Drs. H.J. Beens (Gelders Beheer B.V.) het hierbij gaat om 8.000 a 10.000 particulieren met een te investeren vermogen van f 1 miljard. Over de wijze van berekening van dit bedrag dat gemiddeld neerkomt op f 100.000,- a f 125.000,- per particulier, wordt niets vermeld.
- 12 Een voorbeeld van deze uitspraak vinden we in Walker/Petty (1978) en in Ooghe, Verbaere en Coucke (1988).
- 13 Vergelijk S.W. Douma (1988).
- 14 Vergelijk ook R.H. Schmidt: *Venture-Capital aus der Sicht der Finanzierungstheorie* (1985).
- 15 Wij denken hierbij behalve aan de PPM-regeling 1981 ook aan de bancaire initiatieven tot verstrekking van achtergestelde leningen aan specifiek kleine ondernemingen (bekend als 'Startersfonds', 'Stimuleringslening' en 'Vermogenskrediet').

Noten

- 1 Uitgewerkte voordrachten die werden gehouden tijdens de workshop 'Small High-Tech Firms in Small Countries', georganiseerd door het European Institute for Advanced Studies in Management (E.I.A.S.M.) op 27 en 28 juni 1988 te Brussel.
- 2 Vergelijk M.C. Potma: Verkorte weergave van het betoog van Drs. Th.A.J. Meys (Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde, november 1983).
- 3 Ruimtegebrek verhindert ons om een aantal aspecten van de onderzoeksresultaten ten volle in dit artikel te verwerken.
- 4 In het algemeen spitst de kritiek zich toe op artikel 7, lid 2, sub b (het vereiste dat na een aanloopperiode ten minste 60% van de activa van de PPM in aandelen is geïnvesteerd); voorts op artikel 12, sub c (minderheidsbelangvereiste), sub d (maximaal 10% belang in aandelenkapitaal van de te financieren onderneming door de aandeelhouders en de bestuurders van de PPM), sub e (tegengaan van belangenverstrengeling tussen enerzijds de aandeelhouders en/of de bestuurders van een PPM en anderzijds een derde onderneming met wie de PPM een vaste afnemersrelatie heeft en die een gelijk of verwant bedrijf uitoefent), en sub h (het spreidingsvereiste met betrekking tot de portefeuille van participaties van de PPM) van de Garantieregeling 1981.