

Gewoonten en tijdsdruk leidend bij keuzes voor mkb-financieringen

Kirsten Rauwerda, Frank Jan de Graaf, Lex van Teeffelen, Jamal Abid

Received 1 November 2019 | Accepted 21 March 2021 | Published 21 April 2021

Samenvatting

Behavioural finance maakt inzichtelijk door welke sociaal-psychologische drijfveren mensen zich laten leiden bij financiële beslissingen. In onze exploratieve studie naar financiering van het mkb laten wij zien hoe financiële professionals worden geleid door gewoonten en routines. Het blijkt dat hun afweging veel componenten kent en dat niet alleen de kapitaalkosten belangrijk zijn. Adviseurs hebben een sterke voorkeur voor reguliere bancaire producten, kiezen uit een beperkt aantal opties en worden erg gedreven door de haalbaarheid van een financieringsaanvraag en de aansluiting van de financier bij de ondernemer. Daarmee negeren zij belangrijke inzichten vanuit financieringstheorieën, zoals de *Pecking Order* en *Growth Cycle Theory*.

Relevantie voor de praktijk

De gewoonten, routines en het netwerk van onafhankelijke financieel adviseurs lijken onvoldoende meegegroeid met de toegenomen variëteit aan financieringsmogelijkheden. Onbekendheid, snelheid en klantwensen in plaats van financiële optimalisaties voor het mkb zijn leidend. Daarmee worden veel niet-bancaire mogelijkheden en het intern vrijmaken van bedrijfskapitaal genegeerd.

Trefwoorden

Financieel adviseurs, beslisregels, heuristieken, mkb, optimale financiering

1. Inleiding

De adviezen van financiële adviseurs kunnen gebaseerd zijn op wetenschappelijke theorie, maar ook op gewoonten, kennis en ervaring die niet direct te herleiden zijn tot bestaande theorieën. Het doel van deze studie is inzicht te krijgen in hoe professionals – in dit geval financieel adviseurs van mkb-bedrijven – tot hun financieringskeuze komen. In hoeverre is er sprake van conventies en hoe verhouden die zich tot gangbare economische theorie? Om deze vraag te beantwoorden beschrijven wij hoe adviseurs tot een advies komen en koppelen dit aan recente gedragswetenschappelijke inzichten.

Er is bijzonder weinig bekend over de keuzes die adviseurs maken bij het financieren in het mkb (Fraser et al. 2015). De financieringstheorie geeft enkele algemene inzichten, die voornamelijk zijn getoetst bij grote

ondernemingen. Aan de ene kant zijn daar de neoklassieke economische theorieën, zoals de *Pecking Order Theory* en de *Growth Cycle Theory*. Die nemen als uitgangspunt dat op basis van vooral financieel-economische afwegingen een keuzeproces plaatsvindt. Dat betekent in dit verband een bepaalde economische logica waarin betrokkenen kiezen voor een oplossing met de meeste waarde voor de laagste kosten. In het dagelijkse taalgebruik wordt hier vaak het woord ‘rationeel’ genoemd wanneer wordt gesproken over een economische afweging. Deze ‘rationaliteit’ komt uitgebreid aan de orde in de gevoerde gesprekken met adviseurs en wordt expliciet benoemd in het interviewprotocol (zie bijlage 2).

Aan de andere kant zijn er *behavioural finance* en sociaal-psychologische gedragstheorieën over hoe mensen besluiten nemen (Simon 1965; Kahneman 2003). Deze theorieën richten zich op de beperkingen van ‘rationali-

teit' en onbewuste *biases* in het nemen van beslissingen. Deze stellen dat door kennis en ervaring adviseurs beslisseregels of vuistregels ofwel heuristische gebruiken. Het handelen wordt bepaald door gewoonten en conventies waarvan mensen zich vaak niet bewust zijn. Dit gaat dan met name over beslissingen waarvoor betrokkenen moeilijk een economisch logische argumentatie kunnen geven. In onze analyse kijken we of adviseurs vergelijkbare antwoorden geven en keuzes maken die van bepaalde 'gewoonten' getuigen, zonder dat dit economisch direct 'logisch' is. Zo ging het ons op zeker moment opvallen dat sommige adviseurs bij een financieringsvraagstuk bij voorkeur eerst met een bank contact opnemen, onafhankelijk wat voor financieringsaanvraag het is. Dit is niet altijd economisch logisch, omdat voor een toenemend aantal aanvragen andere financiers dan een bank geschikter zijn. Hier is sprake van een gewoonte, terwijl als de adviseur eerst een economisch logische afweging had gemaakt, hij misschien een andere partij had benaderd. Heuristiek leiden tot bepaalde dominante manieren van 'dingen doen'.

Dergelijke gewoonten zijn niet per definitie 'irrationeel'. Veel gewoonten kunnen de efficiëntie vergroten en daarmee de kosten voor advisering beperken. Bijvoorbeeld omdat het tijd scheelt om steeds vaste contacten te gebruiken. Dat is gemakkelijker. Zeker als de klant wil betalen voor snelheid en/of zo goedkoop mogelijk geholpen wil worden. Gewoonten worden pas irrationeel als ze ondoordacht zijn genomen. Bijvoorbeeld als snelheid niet belangrijk is voor de klant; maar dat puur uit gemakzucht voor een bepaalde financieringsoplossing wordt gekozen, als er aantoonbaar betere keuzes voorhanden zijn.

Om grip te krijgen op besluitvormingsprocessen, maken we gebruik van 'abductie' (Alvesson and Skoldberg 2009). We analyseren een vraagstuk zowel inductief als deductief. Inductie wordt toegepast doordat we interviewdata door codering geleidelijk opwerken tot categorieën van concepten. Wat betekent het als het woord bank overweldigend vaak genoemd wordt in open vragen omtrent de voorkeuren bij financiering? Door vooraf aan te geven wat het gedrag is van professionals in het algemeen, dus door een aantal theoretische aannames vooraf, kunnen we de data in een context zetten. Door inzichten over heuristiek van onder andere Simon kunnen we deductief – geleid door de proposities en omschrijvingen – zoeken naar verwachte patronen. In de discussie combineren we deze twee vormen met elkaar.

De indeling van dit artikel is als volgt. Eerst wordt de bestaande theorie besproken. Vervolgens presenteren wij een viertal proposities. Daarna expliciteren wij onze werkwijze en dataverzameling. Vervolgens bespreken wij de resultaten. Ten slotte gaan wij in op de theoretische en praktische bijdrage van het onderzoek en onderwerpen voor toekomstig onderzoek.

2. Theorie over mkb-financiering en besluitvorming

2.1 Beperkt inzicht in mkb-financiering

Er is onvoldoende kennis over hoe de financieringsstructuur van mkb-ondernemingen tot stand komt (Fraser et al. 2015). Er is met name wetenschappelijk onderzoek bekend naar grote ondernemingen die zelf een zogenaamde *treasury*-afdeling hebben die de verschillende financieringsvormen van een bedrijf op elkaar afstemmen.

In het micro-, klein- en middenbedrijf zijn geen '*treasury*-afdelingen' voorhanden. Veel ondernemers ontbreekt het aan financiële kennis en mocht de onderneming al over een financiële afdeling beschikken, dan zijn zij meestal primair verantwoordelijk voor de boekhouding. Het ontbreekt hun vaak aan kennis van financieringen (Van der Veen et al. 2015).

Daarnaast zijn financiële beslissingen complex, omdat zowel sociale, gedragsmatige als financiële factoren meespelen (Romano et al. 2001). Daarbij komt tevens dat het mkb grotere drempels kent voor toegang tot financiering vanwege hoge informatieasymmetrie, onvoldoende onderpand en relatief kleine transactievolumes (Van der Veen et al. 2015; Mac an Bhairet et al. 2016; Rauwerda et al. 2016, CBS 2020).¹

De wetenschappelijke literatuur geeft op hoofdlijnen aan welke aspecten van belang zijn om tot een juiste keuze van financiering te komen. Daarbij zijn twee theorieën belangrijk: de *Pecking Order*-theorie en de *Growth Cycle*- (ook wel *Life Cycle*-) theorie. Veel publicaties combineren deze theorieën bij het verklaren van de beschikbaarheid van krediet voor bedrijven (Gregory et al. 2005; Berger and Udell 1998; Beck and Demirguc-Kunt 2006).

2.2 Pecking Order-theorie

De belangrijkste theorie die relevant is voor mkb-financieringen is de *Pecking Order*-theorie (Myers 1984). Deze gaat ervan uit dat ondernemingen/ondernemers een volgorde in hun voorkeur hebben wat betreft het kiezen van financieringsbronnen. Eerst wordt de voorkeur gegeven aan het benutten van intern beschikbare middelen, gevolgd door kortetermijn- en langetermijnleningen en uiteindelijk aandelenkapitaal. De eenvoudige logica die hierachter ligt is dat het gebruiken van eigen geld het goedkoopst is ('kost' geen geld, alleen *opportunity costs*), voor leningen rente moet worden betaald en dat aandelen nog duurder zijn, omdat het 'voor altijd' een stuk van de toekomstige winst en zeggenschapsverlies kost. Een verfijning op de *Pecking Order*-theorie is toevoeging van *friends, family & fans* als eerste verstrekkers van risicokapitaal bij de start van een onderneming (Kumar and Rao 2015).

De empirische literatuur test de *Pecking Order*-theorie door middel van databases met informatie uit jaarverslagen van *corporates* of het beursgenoteerde middenbe-

drijf, waarvan openbare bedrijfsgegevens beschikbaar zijn (Chittenden et al. 1996; Frank and Goyal 2003; Mina et al. 2013). Uitkomsten op basis van analyse van deze data ondersteunen de *Pecking Order*-theorie. Deze theorie is vrij algemeen en maar heel beperkt toepasbaar op het kleinbedrijf. Zo richt de *Pecking Order*-theorie zich op drie hoofdcategorieën – eigen geld, leningen, aandelenkapitaal – terwijl er inmiddels rond de 40 verschillende sub-vormen van financiering te onderscheiden zijn (Rauwerda et al. 2016).

2.3 Growth Cycle-theorie

Het is onduidelijk, zowel in de praktijk als theorie, hoe de verschillende vormen van financiering op elkaar inwerken, met name als er iets verandert in de ontwikkeling van een bedrijf. Hierbij kan de *Growth Cycle*-theorie (Berger and Udell 1998) naast de *Pecking Order*-theorie enig inzicht bieden. Deze theorie stelt dat er een financiële ‘*growth cycle*’ is waarin de financiële behoeften en financieringsmogelijkheden veranderen naarmate het bedrijf groeit. De verklaring die wordt gegeven voor deze ontwikkelingen is dat naarmate het bedrijf groeit, er meer en transparantere informatie beschikbaar is. Dit betekent dat ‘jongere’ bedrijven meer afhankelijk zijn van *insider finance*, leverancierskrediet en/of business angel financiering. Business angels zijn gefortuneerde personen, veelal met een ondernemersachtergrond. In de volgende fase wordt gemakkelijker toegang verkregen tot *venture capital* en middellangetermijnleningen, later gevolgd door beursgenoteerde aandelen en schulden met een lange looptijd. Hierbij moet worden aangetekend dat in de Angelsaksische onderzoekswereld, waaruit de *Growth Cycle*-theorie stamt, de rol van banken kleiner is dan in Europa (zie Duffhues 2006; ELI 2011). In Europa overheersen bancaire leningen en kredieten (Van der Veen et al. 2015; Moritz et al. 2016). Empirisch onderzoek heeft geleid tot ondersteuning van belangrijke onderdelen van de *Growth Cycle*-theorie in het midden- en grootbedrijf (Gregory et al. 2005; Mac an Bhaird and Lucey 2011; Robb and Robinson 2014).

2.4 Mkb-ers en hun adviseurs

Om mkb-financieringen goed te begrijpen, ontbreekt inzicht in nog een belangrijke schakel, namelijk de adviseur die ondernemers helpt bij hun financieringsbeslissingen. In Nederland maakt bijna tweederde van de ondernemers gebruik van een financieel adviseur, meestal de boekhouder of de accountant (Van der Veen et al. 2015). Opvallend is dat de betrokkenheid van een financieel adviseur geen effect heeft op de slaagkans voor verkrijging van financiering (Van der Veen et al. 2015). Wat de oorzaken hiervan zijn, is onduidelijk. Er is een kennislacune over de rol en toegevoegde waarde van de adviseur bij financieringen, die ook in de mkb fusie-en-overname-literatuur wordt onderkend (Van Teeffelen 2012; Van Teeffelen 2018).

2.5 Financiële beslissingen en gewoonten

Er is meer behoefte aan het begrijpen van financieringsbeslissingen (Fraser et al. 2015; Mina et al. 2013). Om aan deze vraag tegemoet te komen voor mkb-ondernemingen, is inzicht nodig in de beslisregels die financieel adviseurs gebruiken, omdat zij gezien kunnen worden als specialisten op dit gebied.

In de gedragswetenschappen is veel onderzoek gedaan naar besluitvormingsprocessen in het algemeen. Recent is er veel aandacht voor de rol van cognities en percepties en hoe zij het gedrag beïnvloeden, ook wel *behavioural finance*. Zo is bekend dat nieuwe kennis (cognitie) alleen hanteerbaar is te maken, als het gepaard gaat met een verandering in gewoonten en aansluit bij sociaal-emotionele behoeften (Cohen 2007).

Om de interactie tussen kennis, houding en gedrag te onderzoeken, is er veel aandacht ontstaan voor de rol van heuristieken, vuistregels oftewel beslisregels in besluitvorming (bijvoorbeeld Kahneman 2003). Professionals hanteren relatief eenvoudige stelregels of heuristieken² om te bepalen wat wel en niet kan in een bepaalde situatie. Deze stelregels brengen een complexe afweging terug tot een eenvoudige regel.

Simon (in Koumakhov 2009; Mabsout 2014) stelt dat dergelijke gewoonten of heuristieken zich vormen op individueel niveau, in nauwe interactie met de omgeving (institutionele context). Binnen die context, geeft de organisatie waaraan mensen zijn verbonden een eigen kleur aan de heuristieken. Dit wordt vaak belichaamd door specifieke instrumenten, maar ook in beleid en zelfs in symbolen en rituelen. Heuristieken zijn opgebouwd uit cognitieve inzichten, emotionele voorkeuren en gewoonten (Cohen 2007).

Dit betekent dat elk mens zijn eigen beslisregels maakt, zeker als hij beslissingen moet nemen die niet veel voorkomen. Geautomatiseerde processen zoals autorijden zal iedereen min of meer hetzelfde doen, maar het kopen van een auto doen mensen op veel verschillende manieren. Ditzelfde geldt voor besluiten die professionals zoals financieel adviseurs van mkb-ondernemingen nemen. In een complexe omgeving ontwikkelen professionals stelregels en bijpassend gedrag.

In de woorden van Simon (1979), besluitvorming wordt bepaald door: (1) de rol (opvatting) van een individuele besluitvormer, de opvattingen over (2) de organisatie en (3) mentale modellen zoals die gereflecteerd worden in sectorstandaarden en de maatschappij, oftewel institutionele waarden (Koumakhov 2009; Mabsout 2014). Deze opvattingen komen samen in heuristieken. Dus, op basis van de rolopvatting van iemand, neemt hij een plaats in in zijn omgeving, bijvoorbeeld in de wereld van mkb-adviseurs. Deze ‘plaats’ wordt ingekleurd door de organisatie waarvoor hij werkt. Een individu ziet zichzelf bijvoorbeeld als accountant (rol) voor bedrijven in een regio, en afhankelijk van de huisregels van zijn kantoor zal hij op bepaalde zaken de nadruk leggen (zie tabel 1).

Tabel 1. Simons begrip van routines en conventies gerelateerd aan heuristieken.

Analyse-niveau	Aannames verborgen in beslisregels	Voorbeelden van beslisregels (heuristieken of gewoonten)
Adviseur (beslissers)	Rolopvatting	Een bepaalde (impliciet methodologische) omgang door individuen met (bijvoorbeeld) een product dat de beroepsgroep levert
Context	Mentale model	(Beleids)afpraak in bijvoorbeeld beroepsgroep of sector: Hoe relateren we als adviseurs ons gedrag aan regelgeving, als dat aanwezig is?
Organisatie	Sociale en organisatie identificatie	Het businessmodel van een adviseur (waarin rolopvatting betrokken individuen en institutionele context is verwerkt)

Volgens Cohen (2007) heeft Simon routines, cognitie en emoties (handen, hoofd en hart) onterecht uit elkaar getrokken waardoor het idee is ontstaan dat gegeven een juist cognitief model – oftewel de juiste kennis – de emoties en routines wel zijn te beheersen.

In eenvoudige taal betekent dit dat beslissers zich laten leiden door hun eigen (1) rolopvatting (een goede adviseur doet eerst), (2) wat zij denken over een bepaalde sector en de sector in de maatschappij en (3) wat de rol van hun organisatie daarin is. Een bankmedewerker die vergelijkbaar werk doet als een accountmanager van een leasemaatschappij heeft misschien dezelfde rolopvatting en hetzelfde idee van een sector, maar zal toch ander gedrag vertonen, eenvoudigweg omdat zijn organisatie dit van hem vraagt.

3. Propositions

Om inzicht te krijgen in hoe financieel adviseurs van het mkb beslissingen nemen, zoeken we in dit onderzoek naar de beslisregels die zij hanteren in hun adviesproces. Wat zijn hun opvattingen over financiële producten, een mkb-onderneming en het adviesproces? Zijn hun opvattingen en beslisregels te herleiden tot de eerder besproken *Pecking Order*- of *Growth Cycle*-theorie? En hoe verhouden deze cognitieve inzichten zich tot hun voorkeuren voor bepaalde financieringsvormen? Kunnen wij bepaalde voorkeuren signaleren of bepaald beslisgedrag? Zo kan de ene adviseur veel tijd besteden aan een goede relatie met de klant, terwijl de andere adviseur zich vooral richt op de technische oplossing voor de klant. En wat is de rol van *tooling* in dit proces? Momenteel is er veel aandacht voor ‘*fintech*’, technische oplossingen die financiële dienstverlening goedkoper en sneller maken. Zal deze nieuwe technologie leiden tot een ander adviesproces? Het zijn bijna allemaal nieuwe en open vragen die in een kwalitatieve onderzoeksopzet door ons onderzocht zijn op basis van interviews waarin de adviseurs in verschillende rondes reflecteren op hun werkwijze.

Wij observeerden vier elementen die bepalend zijn voor het keuzegedrag van adviseurs. Bij hun dagelijkse activiteiten gebruiken zij bepaalde financieringsinstrumenten waarbij ze als persoon bepaalde (1.) kennis en vaardigheden en een bepaalde (2.) houding hebben en bepaalde (3.) activiteiten en (4.) tooling toepassen. Deze vier elementen zetten adviseurs in bij vier steeds terugkerende thema’s tijdens het opstellen van financieel advies: 1. financieringsdoel, 2. de keuze voor financiers en finan-

cieringsmogelijkheden, 3. het inschatten van de financieringsrisico’s en 4. de snelheid van het proces (van financieringsbehoefte via advies tot financieringsaanvraag en acceptatie door de financier). Om de vier elementen en vier thema’s systematisch aan de orde te laten komen (en daarna systematisch te kunnen analyseren), is er een interviewprotocol gemaakt (zie bijlage 2).

In ons onderzoek staat centraal dat adviseurs veel opvattingen en voorkeuren voor bepaalde financieringsinstrumenten hebben, die niet te herleiden zijn naar de rationaliteit in de *Pecking Order*- en *Growth Cycle*-theorie. Dit kunnen bijvoorbeeld inzichten zijn die iets vertellen over een voorkeursfinancieringsvorm, een vooroordeel over een sector of over vereist gedrag van de adviseur of ondernemer. Wij veronderstellen dat de financieel adviseur zichzelf ziet als functionaris met een bepaalde rol en gedrag. Dat betekent dat er een bepaalde overeenstemming bestaat tussen adviseurs over het aandragen van financieringsinstrumenten. Dat adviseurs zich laten leiden door bepaalde gewoonten wil niet zeggen dat ze niet verstandig handelen of het klantbelang zouden vergeten. Veel gedragingen zijn mogelijk om andere redenen verantwoord, maar niet in lijn met de traditioneel beste keuze vanuit de financieringstheorie.

Om de resultaten van ons onderzoek te koppelen aan inzichten in de besluitvorming, hebben we een aantal propositions opgesteld ten aanzien van de vier belangrijke thema’s voor het geven van financieel advies: financieringsdoel, financiers en financieringsmogelijkheden, financieringsrisico en proces.

3.1 Propositie 1. Financieringsdoel

Het financieringsdoel bepaalt het aantal mogelijkheden voor financiering dat de adviseur ziet

Dit lijkt een open deur, maar kan ook worden gezien als nulhypothese om te testen of er daadwerkelijk variatie is. Gaan financieel adviseurs altijd alle mogelijkheden af of is er een vast patroon in hun afweging? Als dit laatste klopt, dan kan dit betekenen dat een financieringsbehoefte voor groei meer mogelijkheden heeft dan een financieringsbehoefte voor werkkapitaal. En dat de mogelijkheden voor een herfinanciering het lastigst zijn, zeker als er een negatieve aanleiding is. Dit betekent dat we aannemen dat er een soort communis opinio is, een gedeelde overeenstemming, over de relatie tussen het doel van de financieringsbehoefte en de kans op het succesvol aantrekken van een financiering. In een ideale situatie gaan we ervan uit dat adviseurs alle benodigde informatie hebben en alle financieringsvormen en mogelijkheden kennen die zij

kunnen toepassen in hun advies voor mkb-financiering. Door de propositie zo te stellen, krijgen we zicht op waar de verschillen liggen. En op welke gebieden (bepaalde) adviseurs zich onderscheiden. Dit leidt tot propositie 2.

3.2 Propositie 2. Financiers en financieringsmogelijkheden

Financieel adviseurs van het mkb wegen alle financieringsvormen en -mogelijkheden structureel af en bepalen vervolgens de optimale keuze voor hun mkb-cliënt.

Binnen de dominante economische theorie zouden alle financieringsinstrumenten eenzelfde functie moeten hebben (Ansari et al. 2010) en zouden financieel adviseurs een vergelijkbare afweging en beste vorm van toepassing van financieringsinstrumenten moeten hanteren.

3.3 Propositie 3. Proces

De opvattingen van adviseurs over de juiste werkwijze of het juiste proces worden beïnvloed door de organisatie waarvoor ze werken.

Verschillende werkwijzen per mkb-adviseur kunnen worden bepaald door de organisatie waarvoor de adviseur werkt. Dit betekent dat adviseurs – met hetzelfde kennisniveau – alleen op werkwijze kunnen verschillen (en daarmee concurreren).

De laatste propositie betreft het inschatten van het financieringsrisico door de adviseur. Dat is van belang voor de acceptatie en snelheid van toekenning. Wij gaan ervan uit dat de adviseur dat op een vergelijkbare manier doet als een financier dat doet.

3.4 Propositie 4. Financieringsrisico

Financiële mkb-adviseurs kijken bij het bepalen van het financieringsrisico van een onderneming net als financiers naar de elementen levensfase van de onderneming, aanwezigheid van zekerheden en sector waarin het bedrijf actief is.

4. Methoden

Dit is een exploratief onderzoek waarin we werken met abductie, dus een inductieve en deductieve benadering combineren. De financieel-economische beslissingen worden zo open mogelijk beschreven, zoveel mogelijk los van theoretische vooronderstellingen. Hiervoor is een interviewprotocol gebruikt (zie bijlage 2), waarvan de indeling en thematiek in een aantal groepssessies vooraf is vastgesteld. Naderhand zijn we op basis van de proposities de uitkomsten gaan analyseren. In bijlage 1 beschrijven wij dit proces in detail. Er zijn 19 diepte-interviews afgenomen bij onafhankelijke financieel adviseurs werkzaam bij twaalf grote en zeven kleine financieeladvieskantoren. De adviseurs worden op uurbasis betaald bij een vooraf overeengekomen maximum.

Wij telden het aantal keren dat antwoorden werden genoemd tijdens gerichte open vragen over de thema's. Antwoorden kunnen meerdere keren voorkomen in hetzelfde interview, omdat financieel adviseurs hun antwoorden toelichten. De antwoorden zijn alleen geteld als sleutelwoorden in combinatie met elkaar voorkomen (*co-occurrence-analyse*) in dezelfde zin. Bijvoorbeeld 'financieringsdoel' en 'snelheid' of 'keuze' en 'bancair'. Daarnaast controleerden wij voor de context waarin combinaties werden gebruikt.

5. Analyse en resultaten

5.1 Propositie 1. Financieringsdoel

Het financieringsdoel bepaalt het aantal mogelijkheden voor financiering dat de adviseur ziet

Oftewel, er zit een verschil in de mogelijkheden die een adviseur ziet en overweegt, afhankelijk van het financieringsdoel. Groei geeft de beste mogelijkheden, zo zou uit de theorie kunnen worden afgeleid. Een financieringsbehoefte voor werkkapitaal kan mogelijkheden bieden bij groei, maar niet bij dalende omzet. Herstructureringsfinanciering is het lastigst omdat er vaak een negatieve aanleiding is.

Bij financieringsdoelen wordt het snel krijgen van krediet het sterkst geaccentueerd. Het wordt 38 keer genoemd in de 19 interviews, gemiddeld twee keer per interview. Snelle financiering van fintech-aanbieders zoals Spotcap, Funding Circle, PinKrediet, New10 (ABN-AM-RO) zijn volgens mkb-adviseurs aan de prijs, met hoge rentepercentages. Maar soms is kortlopend zakelijk krediet de enige manier om iets te financieren zoals werkkapitaal, voorraad (goedkoper inkopen in grotere hoeveelheid) of bij een onverwacht grote order. Het is echter niet geschikt voor groeifinanciering, menen de geïnterviewden. Het is vooral geschikt als kortetermijnoplossing. In de tussentijd dient de ondernemer naar een structurele financieringsoplossing te gaan zoeken. Ook voor materiële vaste activa is de kortetermijnoplossing geschikt om later door te rollen naar een andere financiering of alleen als er voldoende aflossingscapaciteit is.

Het verkrijgen van werkkapitaalfinanciering is 34 keer genoemd. Werkkapitaal is over het algemeen lastig te financieren volgens de geïnterviewde adviseurs. Vooral jonge bedrijven van twee, drie jaar oud die heel hard groeien ondervinden problemen met het financieren van werkkapitaal vanwege het ontbreken van een trackrecord.

Het verkrijgen van groeifinanciering werd 30 keer genoemd tijdens de interviews. Waar een mkb-onderneming naar toe moet voor groeifinanciering hangt af van het risicoprofiel zeggen adviseurs. "Eerst naar de bank", zeggen bijna alle adviseurs. Vaak lukt dit type financiering wel bij een bank als de mkb-onderneming goede financiële ratio's heeft en een voorspelbare, repeterende, stabiele groei laat zien. Het is wel afhankelijk van de sector waar-

in de onderneming actief is. Een innovatieve farmaceutische of biochemische onderneming krijgt gemakkelijker financiering dan een stukadoorsbedrijf. Voor snelgroeiend mkb en *startups* zijn de meeste banken bevreesd, omdat het bedrijfsmodel nog niet bewezen is.

Het verkrijgen van herfinanciering werd elf keer genoemd tijdens de interviews. In zijn algemeenheid kunnen mkb-adviseurs weinig zeggen over een herfinanciering, omdat het gaat om wat geherfinancierd moet worden. Als het gaat om een mogelijkheid om goedkoper te herfinancieren, van kortetermijn- naar langetermijnleningen, dan is het zeker het overwegen waard. Als er sprake is van een faillissementsfase, dan zijn er voor een krachtige business case ook mogelijkheden als er aantoonbaar marktperspectief is en een ervaren ondernemer aan het roer staat.

Propositie 1 wordt verworpen. Niet zozeer het doel van de financiering, maar de afwijzingscriteria van banken lijken bepalender te zijn. Aanvankelijk lijken groei-financieringen meer mogelijkheden te bieden. Maar juist dit blijken jonge en groeiende bedrijven te zijn die moeilijker aan financiering kunnen komen. Bij werkkapitaal vinden wij vergelijkbare uitkomsten.

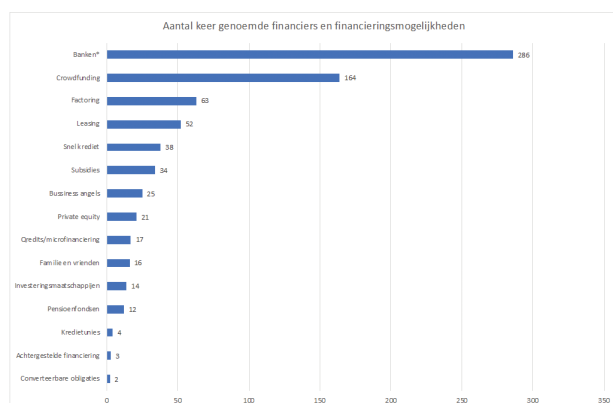
5.2 Propositie 2. Financiers en financieringsmogelijkheden

Financieel adviseurs van het mkb wegen alle financieringsvormen en -mogelijkheden structureel af en bepalen vervolgens de optimale keuze voor hun mkb-cliënt.

Bancaire financiering wordt bij de open vragen verreweg het meeste (286 keer) genoemd door de onafhankelijke financieel adviseurs (figuur 1). Er is een sterke voorkeur bij adviseurs voor deze financieringswijze als startoptie bij vrijwel elk financieringsdoel. Het gaat dan om leningen en doorlopende kredietfaciliteiten. Naast bancaire financiering worden factoring (63) en leasing (52) vaak genoemd door financieel adviseurs. Als financieringsvorm wordt crowdfunding veelvuldig genoemd (164 keer), maar veelal als discussiepunt en niet als meest gekozen financieringsvorm. Tijdens de interviews zijn er vooral veel meningen over crowdfunding voorbijgekomen, geen aanvragen. Dit

Figuur 1. Aantal keer genoemde financiers/financieringsmogelijkheden tijdens interviews.

*Met banken wordt hier zowel bancaire leningen als rekening-courantkrediet bedoeld.

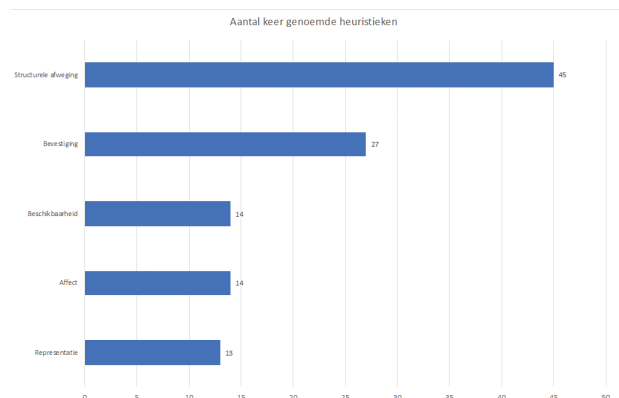


is anders dan bij bancaire financiering, leasing en factoring die daadwerkelijk worden gekozen en ingediend door de adviseurs van het mkb. Alle andere vormen van financiering, zoals Qredits/microkredieten (17) en familie en vrienden (16) worden nauwelijks genoemd.

Banken zijn ook verreweg de grootste verstrekker van vreemd vermogen in het Nederlandse mkb, waarvan 126 miljard euro uitstaat bij drie grootbanken (Treur 2018). Ook factoring en leasing worden in de praktijk veel gebruikt en door zowel banken als niet-banken aangeboden. Het uitstaande volume van deze twee financieringsvormen bedraagt in 2017 meer dan 11 miljard (Treur 2018). De situatie nu lijkt nog steeds veel op de situatie in 2008. Het enige verschil met 2008 is dat het aandeel van niet-bancaire financieringsvormen flink groeit: er is tot en met 2017 naar schatting voor 1 miljard euro alternatieve financiering aan het mkb verstrekt (Treur 2018); maar het blijft een nichemarkt in het licht van het totaal uitstaande volume.

Bij de analyse van de codering met betrekking tot de onbewuste gewoonten (heuristieken) en de tegenhanger daarvan, een structurele afweging van alle financieringsmogelijkheden op basis van financieel-economische argumenten, valt op dat de geïnterviewden het veel vaker over het laatste hebben (45 keer), dan dat ze daadwerkelijk uitspraken doen die zijn te herleiden tot geaccepteerde sociaalpsychologische heuristieken: affect (14) – een gevoelsmatige keuze –, beschikbaarheid (14) en bevestiging (27). Zie figuur 2.

Figuur 2. Aantal keer genoemde heuristieken en structurele afweging van alle financieringsmogelijkheden.



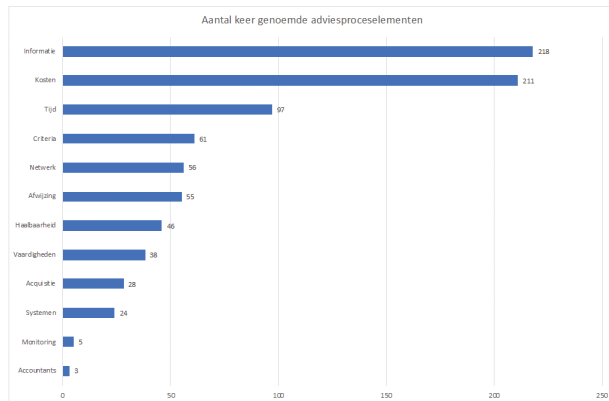
Hiermee wekken financieel adviseurs de indruk dat de tientallen financieringsvormen die er zijn altijd uitgebreid worden overwogen. In de analyse van de gecoedeerde financieringsvormen blijkt echter dat de adviseurs het overwegend hebben over bancaire leningen, bancair doorlopend krediet en (bancaire) leasing en factoring als meest gekozen vorm. Andere financieringsvormen worden soms genoemd, maar zitten veel minder in het aanvraagrepertoire van de adviseurs.

Propositie 2 wordt verworpen. Financieel adviseurs hebben een sterke voorkeur voor bancaire leningen en rekeningcourantfaciliteiten. Daarna volgen leasing en factoring. De vele andere vormen van financieringen worden nauwelijks gekozen.

5.3 Propositie 3. Proces

De opvattingen van adviseurs over de juiste werkwijze of het juiste proces worden beïnvloed door de organisatie waarvoor ze werken.

Figuur 3. Aantal keer genoemde adviesproceselementen tijdens interviews.



Kosten en tijd zijn een belangrijke afweging voor het proces, want hoe meer uren een adviseur in rekening moet brengen hoe hoger de advieskosten worden. Kosten en tijd worden daarnaast 37 keer in combinatie met elkaar genoemd door de geïnterviewden. Uit de gesprekken wordt duidelijk dat voor starters en eenmanszaak die willen uitbreiden of wat extra financiële ruimte nodig hebben, financieel advies van een mkb-adviseur meestal te duur is. De omvang van de financieringsbehoefte weegt in dat geval niet op tegen de advieskosten. Daarnaast is er een groep mkb-ondernemingen die wel wat aan financieel advies kan betalen, maar niet teveel. Er is een groep financieel adviseurs die daarin kan voorzien in korte tijd met een soort *hit & run*-aanpak. De adviseur helpt de ondernemer eenmalig met de financieringsbehoefte en de adviseur en de ondernemer nemen vervolgens weer afscheid van elkaar. Het mkb met wat meer armslag kan zich wat uitgebreider financieel advies veroorloven. Er is een groep adviseurs die zich vooral richt op dit uitgebreidere advies. Deze adviseurs nemen ook de financiële structuur van de onderneming mee in hun analyse en kijken tevens naar de financiële toekomst. Financieringsvormen die nu worden gekozen hebben namelijk invloed op de flexibiliteit en keuzemogelijkheden in de toekomst.

Hiermee lijkt er een soort tweedeling in de markt voor financieel advies te zijn. Aan de ene kant is er een groep adviseurs die zich richt op het wat kleinere mkb en met een *hit & run*-aanpak de gemaakte uren en kosten beperkt houdt. Aan de andere kant is er een groep adviseurs die een langduriger relatie heeft met klanten en hen ook uitgebreider kan adviseren over de financiële structuur en toekomst van de desbetreffende onderneming. Dit laatste kost uiteraard meer tijd van de adviseur en leidt tot meer kosten voor de ondernemer.

Propositie 3 wordt geaccepteerd. De werkwijze van financieel adviseurs wordt bepaald door de organisatie

waarvoor zij werken. Er is een groep financieel adviseurs die adviseren in korte tijd met een soort *hit & run*-aanpak. Deze adviseurs helpen de ondernemer eenmalig met de financieringsbehoefte. Daarnaast is er een groep adviseurs die zich op een langduriger relatie richt. Deze adviseurs nemen de financiële structuur van de onderneming mee in hun analyse: zij weten dat financieringsvormen die nu worden gekozen invloed hebben op de flexibiliteit en keuzemogelijkheden in de toekomst.

5.4 Propositie 4. Financieringsrisico

Financiële mkb-adviseurs kijken bij het bepalen van het financieringsrisico van een onderneming net als financiers naar de elementen levensfase van de onderneming, aanwezige zekerheden en sector waarin het bedrijf actief is.

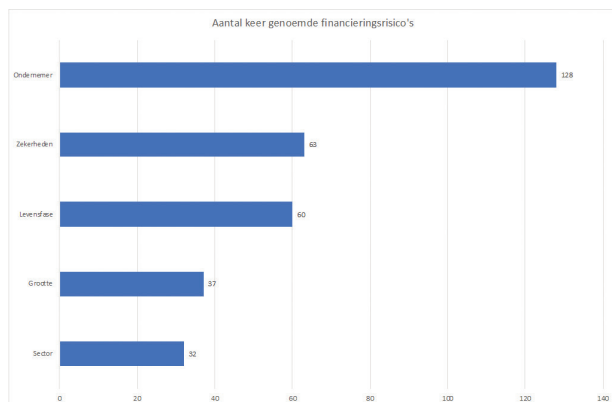
De ondernemer zelf wordt als verreweg de meest dominante risicofactor bij het advies- en begeleidingsproces genoemd. De ondernemer wordt maar liefst 128 keer genoemd door de geïnterviewde adviseurs. Zekerheden en levensfase volgen op afstand, met respectievelijk 63 en 60 keer. Zekerheden en de levensfase van de onderneming zijn vooral voor de financiers bepalende risicofactoren die adviseurs meenemen tijdens het advies- en begeleidingsproces. Maar voor de adviseur zelf is de ondernemer nog belangrijker.

Mkb-adviseurs geven aan dat het belangrijk is dat ze weten met wat voor type ondernemer ze te maken hebben. Wat is de motivatie, visie en missie, maar ook wat zijn/haar behoeften en financieringsvoorkeuren zijn. De ene ondernemer heeft een hekel aan banken, de ander juist niet. Sommige ondernemers, vaak de wat oudere ondernemers, vinden het volgens mkb-adviseurs moeilijk om hun gegevens en prognoses openbaar te maken op crowdfundingplatforms. Ze vinden dat concurrentiegevoelige informatie. Daarnaast kost een crowdfundingactie ook vaak meer inzet, energie en geld, waar een ondernemer zin in moet hebben.

De adviseur lijkt het advies- en begeleidingsadvies sterk af te stemmen op de kennis, behoeften en voorkeuren van de ondernemer. Door het advies- en begeleidingsproces al in het begin zoveel mogelijk te richten op de ondernemer, probeert de adviseur de kans op succes te vergroten en het risico van afwijzing bij de financiers te verkleinen. Sommige adviseurs zeggen letterlijk dat er een klik moet zijn tussen de ondernemer en de financier. Voor een mkb-adviseur is het daarom zaak om in de orientatiefase van het adviesproces in een open gesprek te bespreken wat de verwachtingen en doelstellingen van een ondernemer zijn. Het is niet zaak dat de adviseur de theoretisch meest optimale financieringsoplossing kent, maar dat de adviseur de financieringsoplossing adviseert die het beste bij hem/haar past. Dit leidt tot een tevreden klant. In dit licht bekeken, is het soms opportuun om betere keuzes van financiering niet te overwegen, maar je als adviseur te concentreren op een aantal financieringen die de ondernemer het beste kent.

Propositie 4 wordt verworpen. In plaats van levensfase van het bedrijf, de geboden zekerheden en de sector, kijkt de adviseur vooral naar de kennis, behoeften en voor-

Figuur 4. Aantal keer genoemde financieringsrisico's tijdens interviews.



keuren van de ondernemer. De adviseur laat zich niet leiden door zijn kennis en de mogelijkheden of de theoretisch optimale financieringsoplossing, maar door de voorkeuren en bekendheid van de ondernemer met de financieringsvorm.

6. Discussie

De mkb-financieringsmarkt lijkt zekere conventies te kennen, dominante gedragsregels die niet tot de financieringstheorie zijn te herleiden. Terwijl dit onderzoek nadrukkelijk niet over banken gaat, maar over het gebruik van de vele mogelijkheden van financiering, gaat het toch vooral over bancaire financiering. Het empirische gedeelte richtte zich nadrukkelijk op hoe adviseurs werken en hoe zij omgaan met verschillende financieringsinstrumenten. We kunnen concluderen dat er eigenlijk altijd eerst wordt gekeken naar bankproducten en mocht dat niet lukken, dan wordt verder gekeken. De resultaten suggereren ook dat voor de mkb-adviseur niet de optimale financieringsoplossing centraal staat, maar een tevreden klant.

Tussen organisaties is wel onderscheid te maken. Er is de “*hit & run*”-werkwijze, snelle financieringsadviezen met relatief weinig adviesuren. En er zijn organisaties die financieel advies geven, ook kijkend naar de langere termijn en die een relatie met de ondernemer opbouwen. Hiervoor worden meer adviesuren gebruikt – en dus kosten gemaakt.

Dit heeft een aantal consequenties voor de proposities. Wat betreft **propositie 1** (Het financieringsdoel bepaalt het aantal mogelijkheden voor financiering dat de adviseur ziet) blijkt dat er meerdere mogelijkheden zijn. Maar de resultaten laten zien dat die minder eenduidig zijn dan in de propositie gesteld wordt. Groeiperspectieven betekent soms juist minder mogelijkheden en bij verslechterde omstandigheden blijken er toch kansen. Snelle groeiers zijn niet altijd gemakkelijk te financieren en vooral werkkapitaal voor starters en jonge bedrijven is lastig wegens het gebrek aan trackrecord. Gestaaag groeiende, volwassen bedrijven daarentegen zijn vaak wel te financieren en ook bedrijven in een faillissementsfase kunnen soms financiering vinden als het toekomstperspectief goed in kaart wordt gebracht. Bedrijfskenmerken en aanleiding voor financiering lijken belangrijker te zijn dan het financieringsdoel.

Wat betreft **propositie 2** (Financieel adviseurs van het mkb wegen alle financieringsvormen en -mogelijkheden structureel af en bepalen vervolgens de optimale keuze voor hun mkb-cliënt), blijkt dat dit niet gebeurt. Het komt zelden voor dat meer dan drie tot vier financieringsvormen worden overwogen. Vooral over bancaire financiering hebben financieel adviseurs gedeelde opvattingen over het optimale gebruik. Op basis van eerdere ervaringen hebben financieel adviseurs over non-bancaire financieringen juist veel tegengestelde opvattingen over de optimale keuze. Dit geldt bijvoorbeeld voor crowdfunding. De ene mkb-adviseur vindt het een aantrekkelijk financieringsinstrument en de andere mkb-adviseur heeft zijn bedenkingen bij de kosten, de risico's en de kansen op succes. Financieel adviseurs hebben persoonlijke voorkeuren op basis van hun ervaringen en hun netwerk. Op basis hiervan hebben ze in de loop van de tijd bepaalde gewoonten en een aanpak van financieringsvraagstukken ontwikkeld. Deze voorkeuren, gewoonten en aanpak beperken in sterke mate hun keuzes.

Wat betreft **propositie 3** (De opvattingen van adviseurs over de juiste werkwijze of het juiste proces worden beïnvloed door de organisatie waarvoor ze werken) is er enige onderbouwing te vinden. Adviseurs worden duidelijk beïnvloed door de organisatie waarvoor ze werken. Het businessmodel van de organisatie bepaalt voor een groot gedeelte de aanpak van financieel adviseurs. De ene organisatie is gericht op *hit & run* en kan snel en relatief goedkoop een enkelvoudige financieringsaanvraag afhandelen. Andere organisaties zijn meer gericht op langduriger relaties en het financieel doorlichten en inrichten van de financiële structuur van een mkb-onderneming. Dit gaat over het algemeen gepaard met meer tijd en kosten. Hiermee lijkt er een soort tweedeling in de markt voor mkb-advies. De eerste deelmarkt trekt wat kleinere mkb aan met kleinere financieringsaanvragen en een minder diepe beurs. De tweede deelmarkt trekt wat groter en volwassener mkb aan dat ook uitgebreider advies kan gebruiken over de financiële structuur van de onderneming.

Wat betreft **propositie 4** (Financiële mkb-adviseurs kijken bij het bepalen van het financieringsrisico van een onderneming net als financiers naar de elementen levensfase van de onderneming, aanwezige zekerheden en sector waarin het bedrijf actief is) geldt dat bij de geïnterviewde adviseurs vooral de persoonlijkheid van de ondernemer doorslaggevend is en zijn tevredenheid en bekendheid met de oplossing.

Verder zijn er een aantal andere punten die nog opvallen. Het blijkt dat het netwerk van een financieel adviseur heel belangrijk is in zijn werk. Het lijkt erop dat dit vaak eerder zijn beslissing bepaalt dan andere afwegingen. Nieuwe aanbieders en nieuwe technologie (fintech) lijken hier niet (direct) verandering in te brengen, ondanks het feit dat zowel het aanbod is toegenomen als dat de toepassing van de nieuwe financieringsvormen door nieuwe technologie is vereenvoudigd. Nieuwe mogelijkheden worden overgeslagen. Adviseurs hebben moeite buiten de gebaande paden te bewegen. Onbekendheid van de producten, gebrek aan tijd om zich in de instrumenten te

verdiepen, wantrouwen van hun klanten, het zijn een paar redenen die hieraan ten grondslag kunnen liggen.

Het tijdsaspect is daarbij misschien wel het meest prominent. De financieel adviseur moet in een beperkte tijd tot een afweging komen. Dit kan vaak een optimale financieringskeus belemmeren omdat hij maar een aantal opties in overweging kan nemen. Op zo'n moment lijkt de adviseur vaak weloverwogen voor gebaande paden te kiezen. Hij kan maar een beperkt aantal uren besteden aan de casus, waarin ook nog eens de business case en alle financiële gegevens goed moeten worden onderbouwd.

7. Concluderende opmerkingen

Onze analyse laat zien dat er meerdere economisch rationele oplossingen zijn. Een economisch goede oplossing voor de mkb-adviseur – waar hij aan verdient en een tevreden klant aan overhoudt – hoeft niet de, financieel gezien, beste oplossing voor de klant te zijn. Soms is snelheid belangrijker (een ondernemer heeft snel geld nodig omdat bijvoorbeeld de continuïteit van zijn bedrijf in gevaar is), soms kan de adviseur maar heel weinig uren aan een advies besteden waardoor hij niet de optimale oplossing kan vinden. Dit zijn allemaal redelijke, logische economische redenen. Schijnbaar is economische rationaliteit afhankelijk van de context waarin mensen zitten. Hier spreekt Simon (1965) over 'sa-

tisficing'. Actoren streven niet altijd naar de beste oplossing, maar zoeken een oplossing die in ieder geval henzelf tevreden stelt, eenvoudigweg omdat zij niet in staat zijn alle mogelijkheden te kennen. Er bestaan veel meningen over verschillende financieringsvormen, maar geen enkele adviseur lijkt afdoende kennis te hebben van alle financieringsvormen om de financieringspuzzel te kunnen leggen. Hoe deze afwegingen elkaar beïnvloeden, vraagt om meer onderzoek.

Daarnaast suggereert onze analyse dat de *Pecking Order*- en *Growth Cycle*-theorie niet bewust wordt gevolgd door financieel adviseurs. Vaak ontbreekt het overzicht van alle financieringsmogelijkheden bij adviseurs en vertrouwen ze daardoor eerder op gewoonten dan dat ze louter een enkelvoudige economische logica hanteren waarbij wordt gezocht naar de laagste kapitaalkosten. Het toepassen van bankfinancieringen is hierbij zo dominant, dat bijvoorbeeld het vrijmaken van intern kapitaal binnen de onderneming door onder andere leasing en factoring veel minder wordt toegepast. In veel gevallen zou een andere vorm van financiering beter kunnen zijn, bijvoorbeeld omdat het goedkoper is op de lange termijn of beter bij de langetermijnstrategie van een bedrijf past. Ook wordt de levensfase van de onderneming niet altijd als dominant uitgangspunt genomen, maar vaak eerder de kennis en de bekendheid met de financieringsvorm van de ondernemer. Financieel adviseurs houden wel rekening met afwijzingscriteria die door banken worden gehanteerd.

-
- **Drs. K. Rauwerda MiF** is PhD researcher and lecturer aan de Hogeschool van Amsterdam.
 - **Dr. F.J. de Graaf** is lector Corporate Governance & Leadership aan de Hogeschool van Amsterdam.
 - **Dr. L. van Teeffelen** is lector Entrepreneurial Finance and Firm Acquisition aan de Hogeschool Utrecht.
 - **J. Abid MSc** is lecturer and researcher aan de Hogeschool van Amsterdam.
 - Dit onderzoek is gefinancierd door NWO SIA RAAK, project Naar mkb-advies over gestapeld financieren.
-

Noten

1. De Rijksoverheid stimuleert ondernemers in het mkb met allerlei financieringsregelingen waarvan gebruik gemaakt kan worden door zowel ondernemers als investeerders in het mkb. Zie hiervoor <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/ondernemen-en-innovatie/ondersteuning-voor-midden--en-kleinbedrijf-mkb>.
2. Wij gebruiken een ruime definitie van heuristieken, het zijn gewoonten of vuistregels, niet de meer specifiek geformuleerde heuristieken die Kahneman (2003) gebruikt zoals de affectheuristiek en beschikbaarheidsheuristiek.

Literatuur

- Alvensson M, Sköldbberg K (2009) *Reflexive methodology: New vistas for qualitative research* (Second edition). Sage, Thousand Oaks, CA.
- Ansari SM, Fiss PC, Zajac EJ (2010) Made to fit: How practices vary as they diffuse. *Academy of Management Review* 35(1): 67–92. <https://doi.org/10.5465/amr.35.1.zok67>
- Beck T, Demirguc-Kunt A (2006) Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance* 30(11): 2931–2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>
- Berger AN, Udell GF (1998) The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance* 22(6–8): 613–673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Bernard HR, Wutich A, Ryan GW (2016) *Analyzing qualitative data: Systematic approaches* (2nd edn). Sage, Thousand Oaks, CA.

- CBS (2020) Financieringsmonitor 2019, Den Haag. <https://www.cbs.nl/nl-nl/maatwerk/2020/05/financieringsmonitor-2019>
- Chittenden F, Hall G, Hutchinson P (1996) Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics* 8: 59–67. <https://doi.org/10.1007/BF00391976>
- Cohen MD (2007) Reading Dewey: Reflections on the study of routine. *Organization Studies* 28(5): 773–786. <https://doi.org/10.1177/0170840606077620>
- Duffhues PJW (2006) Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten: Waardeschepping door financierings-, dividend- en riskmanagementbeslissingen. (Derde editie). Stenfert Kroese, Amsterdam.
- ELI (2011) Naar een gezonde basis: bedrijfsfinanciering na de crisis. Advies van de expertgroep bedrijfsfinanciering, Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie, Den Haag. <https://www.parlementairemonitor.nl/9353000/1/j9vvij5epmj1ey0/viqjitejrx2>
- Frank MZ, Goyal VK (2003) Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* 67(2): 217–248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Fraser S, Bhaumik SK, Wright M (2015) What do we know about entrepreneurial finance and its relationship with growth? *International Small Business Journal* 33(1): 70–88. <https://doi.org/10.1177/0266242614547827>
- Gregory BT, Rutherford MW, Oswald S, Gardiner L (2005) An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing. *Journal of Small Business Management* 43(4): 382–392. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2005.00143.x>
- Hsieh H, Shannon SE (2005) Three approaches to qualitative content analysis. *Qualitative Health Research* 15(9): 1277–1288. <https://doi.org/10.1177/1049732305276687>
- Kahneman D (2003) Maps of bounded rationality: a perspective on intuitive judgment and choice. Nobel prize lecture. *The American Economic Review* 93(5): 1449–1475. <https://doi.org/10.1257/000282803322655392>
- Koumakhov R (2009) Conventions in Herbert Simon's theory of bounded rationality. *Journal of Economic Psychology* 30(3): 293–306. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2009.03.001>
- Kumar S, Rao P (2015) A conceptual framework of identifying financing preferences of SMEs. *Small Enterprise Research* 22(1): 99–112. <https://doi.org/10.1080/13215906.2015.1036504>
- Mabsout R (2014) Conventionalism, coordination, and mental models: from Poincaré to Simon. *Journal of Economic Methodology* 21(3): 251–272. <https://doi.org/10.1080/1350178X.2014.939688>
- Mac an Bhaird C, Lucey B (2011) An empirical investigation of the financial growth life cycle. *Journal of Small Business and Enterprise Development* 18(4): 715–731. <https://doi.org/10.1108/14626001111179767>
- Mac an Bhaird C, Vidal JS, Lucey B (2016) Discouraged borrowers: Evidence for Eurozone SMEs. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 44: 46–55. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.04.009>
- Mina A, Lahr H, Hughes A (2013) The demand and supply of external finance for innovative firms. *Industrial and Corporate Change* 22(4): 869–901. <https://doi.org/10.1093/icc/dtt020>
- Moritz A, Block J, Heinz A (2016) Financing patterns of European SMEs – an empirical taxonomy. *Venture Capital* 18(2): 115–148. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1145900>
- Myers SC (1984) The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* 39(3): 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Patton MQ (2002) *Qualitative research and evaluation method* (Third edition). Sage, Thousand Oaks, CA.
- Rauwerda K, Van Teeffelen L, De Graaf FJ (2016) Naar MKB-advies over gestapeld financieren. *Management Control & Accounting* 2016(6): 24–30.
- Robb AM, Robinson DT (2010) The capital structure decisions of new firms. NBER Working Paper No. 16272. <https://doi.org/10.3386/w16272>
- Romano CA, Tanewski GA, Smyrnios KX (2001). Capital structure decision making: a model for family business. *Journal of Business Venturing* 16(3): 285–310. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00053-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00053-1)
- Simon HA (1965) Administrative decision making. *Public Administration Review* 25(1): 31–37. <https://doi.org/10.2307/974005>
- Simon HA (1979) Rational decision making in business organizations. *The American Economic Review* 69(4): 493–513. <https://www.jstor.org/stable/1808698>
- Treur L (2018) Alternatieve financiering voor het MKB: nieuwe financieringsvormen goed voor miljard euro. Rabo Research. <https://economie.rabobank.com/publicaties/2018/juni/alternatieve-financiering-voor-mkb/>
- Van der Veen M, Van Teeffelen L, Ibrahimovic I, Lentz, M (2015) Mkb financiering: Behoeftonderzoek en analyse. KvK/HU Utrecht. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.20226.89287>
- Van Teeffelen L (2012) Avenues to improve success in SME business transfers: Reflections on theories, research and policies. HU Business School Utrecht. https://www.researchgate.net/publication/282098522_Avenues_to_Improve_Success_in_SME_Business_Transfers_Reflections_on_Theories_Research_and_Policies
- Van Teeffelen L (2018) The immediate and lagged effects of advisory support in SME mergers and acquisitions: A buyer's perspective. Paper pre-print. https://www.researchgate.net/publication/327349976_The_Immediate_and_Lagged_Effects_of_Advisory_Support_in_SME_Mergers_and_Acquisitions_A_Buyer's_Perspective

BIJLAGE 1

METHODOLOGIE

Om afwegingen, gewoonten en keuzes te traceren is er een strak interviewprotocol opgesteld met open en neutrale vragen. De onderzoekers hebben dit interviewprotocol gebruikt om de interviews af te nemen en zich ook gehouden aan de volgorde van onderwerpen en vragen.

Om inzicht te krijgen in de kennis en vaardigheden van financieel adviseurs van mkb-ondernemingen, hebben we een aantal stappen gevolgd die gebruikelijk zijn bij kwalitatieve analyse (Patton 2002; Hsieh and Shannon 2005; Bernard et al. 2016). In de opbouw en codering volgen wij een aantal fases. In een 5-tal iteraties zijn codes ontworpen, codes omgezet naar concepten, concepten ge-

groepeerd in categorieën om uiteindelijk aansluiting te vinden bij de theorie van Simon (1965) over heuristics. Daarbij moest steeds overeenstemming zijn tussen alle betrokken onderzoekers.

1. Groepsinterviews: In drie groepsinterviews hebben we met groepen van 12 – 35 adviseurs gesproken over hun werk. Adviseurs van financiële ondernemingen, dat wil zeggen ondernemingen die zelf financiële producten verkopen, adviseurs die andere adviseren over financiering en adviseurs die exclusief adviseren over financiering.
2. Op basis daarvan volgde een eerste beschrijving van de werkwijze van adviseurs. Hieruit bleek een belangrijk verschil tussen deze groepen. Om tot een eenduidige groep te komen die eenzelfde besluitvormingsproces kent gericht op financiering, is besloten ons verder te concentreren op adviseurs die voornamelijk financieel advies geven zonder dat ze onderdeel zijn van een onderneming die zelf financiering verstrekt. Dit heeft geleid tot vijftien interviews met financieel mkb-adviseurs. Dit waren zowel zelfstandige adviseurs als adviseurs die zich hadden aangesloten bij kleine, maar ook grote adviesorganisaties.
3. Drie brainstormsessies met vijf onderzoekers, waarvan één sessie met vertegenwoordigers van drie onafhankelijke financieeladviesbureaus, om vooraf de cluster van financieringsonderwerpen vast te stellen. Daarbij is gekozen voor de vier clusters: 1. financieringsdoel, 2. financiers en financieringsmogelijkheden, 3. financieringsrisico en 4. proces (van financieringsbehoefte via advies tot financieringsaanvraag en acceptatie door de financier).
4. Op basis daarvan is een eerste stappenplan en interviewprotocol ontwikkeld over hoe het besluitvormingsproces van een adviseur er uit kan zien.
5. Het stappenplan en het interviewprotocol zijn besproken door de onderzoekers die de interviews uitvoeren. Dit leidde tot een definitief protocol. Er zijn met de adviseurs vier elementen besproken, te weten (1.) kennis en vaardigheden (2.) houding, (3.) activiteiten en (4.) tooling. Het interviewprotocol is te vinden in bijlage 2.
6. Interviews zijn afgenomen door vijf onderzoekers van Hogeschool van Utrecht en Hogeschool van Amsterdam. Op hetzelfde moment hebben ook studenten van de Hogeschool van Rotterdam interviews gedaan.
7. Alle interviews zijn uitgeschreven en beoordeeld op bruikbaarheid. Uiteindelijk zijn vijftien interviews van de onderzoekers en vier van de groepen studenten van de Hogeschool van Rotterdam gebruikt voor de analyse. Deze negentien interviews zijn compleet en onderling vergelijkbaar in die zin dat alle vragen van het protocol systematisch zijn doorlopen en er werd doorgevraagd als antwoorden niet duidelijk waren. Een aantal interviews van groepen studenten zijn afgefallen, omdat de vragen van het protocol niet systematisch waren doorlopen en niet werd doorgevraagd als antwoorden niet duidelijk waren.
8. Voor de analyse van de uitgeschreven interviews wilden we ATLAS.ti gebruiken. ATLAS.ti is een kwalitatief softwarepakket om teksten te analyseren. De software is met name bedoeld voor de analyse van kwalitatieve onderzoekdata, bijvoorbeeld voor de analyse van uitgeschreven interviews of voor literatuuronderzoek. Uitgeschreven interviews kunnen worden ingeladen in de software en vervolgens kunnen quotes van de geïnterviewden handmatig worden voorzien van codes. De onderzoekers hebben de codering voor deze kwalitatieve analyse vastgesteld op basis van vier thema's die tijdens de brainstormsessies onder stap 2 zijn vastgesteld, namelijk financieringsdoel, financiers, risico en proces. Deze thema's zijn ook vastgesteld als groepscode voor ATLAS.ti. Daarnaast zijn er ook een drietal codes gedefinieerd met betrekking tot de heuristieken, namelijk affect, beschikbaarheid en bevestiging.
9. De analyse is vervolgens daadwerkelijk uitgevoerd met behulp van het software van ATLAS.ti waarbij de hierboven beschreven groepscode verder zijn uitgewerkt tot een codelijst. De onderzoekers hebben eerst drie interviewtranscripten geanalyseerd. Daaruit werden 75 (sub)codes gedefinieerd rond de vier thema's financieringsdoel, financiers, risico en proces. Na onderlinge vergelijking bleven daarvan 62 codes over die eenduidig zijn gedefinieerd. Na deze stap zijn de overige 16 transcripten geanalyseerd. Op basis van deze codering is er een *code co-occurrence*-analyse uitgevoerd. In ATLAS.ti kan een *code co-occurrence*-tabel worden gegenereerd die laat zien hoe vaak twee codes samen voorkomen. Op basis van deze tabel is gekeken welke codes vaak samen voorkomen om te analyseren welke onderwerpen door de geïnterviewden vaak aan elkaar werden gerelateerd. Deze veelvoorkomende verbanden zijn vervolgens verder geanalyseerd.

De analyseresultaten zijn vervolgens gerelateerd aan de proposities. Met behulp van de *code co-occurrence*-analyse is onderzocht of de verschillende proposities kunnen worden geaccepteerd of moeten worden verworpen.

BIJLAGE 2

INTERVIEWPROTOCOL GESTAPELD FINANCIEREN

Amsterdam, september 2017

Tijdens dit interview willen wij naast de algemene kenmerken vier onderwerpen (kennis en vaardigheden, attitude, activiteiten en *tooling*) bespreken:

ALGEMENE KENMERKEN:

1. Soort adviseur, wat voor rol speelt advies, soort klanten (welke sector(en)).
 - Wat voor soort bedrijf is uw bedrijf?
 - Accountantskantoor
 - Adviesbureau
 - Alternatieve financier
 - Bank
 - Anders, namelijk:
2. Wat is het jaar van oprichting van uw bedrijf?

3. Wat is het aantal werkzame personen (gemiddelde in 2016) in voltijds eenheden (fte's) in uw bedrijf _____ fte. Hoeveel daarvan zijn financieel adviseur?
4. Hoeveel vaste klanten heeft uw bedrijf?
5. Hoeveel eenmalige klanten heeft uw bedrijf per jaar?
6. Wat voor rol speelt advies in uw bedrijf?
 - Hoeveel van uw klanten adviseert u op het gebied van financieringen?
 - Zijn dit eenmalige adviezen of jaarlijks adviezen?
7. Hoeveel uur besteedt uw bedrijf gemiddeld aan een financieringsvraag van een klant?
 - Werkt u met een
 - Vaste vergoeding (abonnement)
 - o.b.v. van een urendeclaratie
 - o.b.v. van provisie?

- Bij wie brengt u de vergoeding in rekening?
 - Klant
 - Financiers/geldverstrekkers (provisie)
 - Wat is het succespercentage van de aanvragen?
 - Wanneer stopt u het proces?
8. Uit welke sector haalt uw bedrijf het merendeel van de omzet?
 - Detailhandel
 - Groothandel
 - Bouw
 - Transport en/of opslag
 - Horeca
 - Media (tv, radio), uitgeverij
 - IT-diensten
 - Financiële of verzekeringsdiensten
 - Kunst en cultuur
 - Vastgoed, verhuur van goederen of leasing
 - Accountants of juridische diensten
 - Landbouw, bosbouw, visserij
 - Productie van goederen
 - Elektriciteit, gas, airconditioning
 - Water of afval management
 - Onderwijs
 - Gezondheidszorg en *maatschappelijk werk*
 - Recreatie (sport, amusement)

Anders, namelijk.....

Assumptie: In dit onderzoek wordt de volgende definitie van gestapeld financieren gehanteerd:

Gestapeld financieren is een mix van financieringsvormen waarbij sprake kan zijn van eigen vermogen, vreemd vermogen in de vorm van zowel bankfinancieringen als alternatieve financieringsvormen.

ONDERWERP 1. KENNIS EN VAARDIGHEDEN (producten, onderneming en proces)

Producten	Proces	Klant
A1) Welke financierings- producten kent u op het gebied van gestapeld financieren?	B1) Welke vaardigheden denkt u dat een financieel adviseur nodig heeft om financieringen te kunnen stapelen? <ul style="list-style-type: none"> Analytische vaardigheden Bedrijfseconomische vaardigheden Netwerkvaardigheden Communicatieve vaardigheden Kredietbeheer 	C1) Welke gegevens van de klant zijn volgens u noodzakelijk om tot een financieel advies te komen?
A2) Aan welke kennis ontbreekt het u op het gebied van gestapeld financieren? <ul style="list-style-type: none"> Inzoomen op genoemde producten Inzoomen op niet genoemde producten 	B2) Aan welke vaardigheden ontbreekt het u op het gebied van gestapeld financieren? <ul style="list-style-type: none"> Analytische vaardigheden Bedrijfseconomische vaardigheden Netwerkvaardigheden Communicatieve vaardigheden Kredietbeheer 	C2) Hoe verzamelt u die gegevens van de klant? <ul style="list-style-type: none"> Ondernemer Accountant Overig
A3) Hoe zorgt u ervoor dat u nieuwe kennis op doet en op de hoogte blijft van nieuwe ontwikkelingen?	B3) Hoe komen klanten/prospects bij u terecht voor een financieel advies? <ul style="list-style-type: none"> Eenmalig advies Abonnement/jaarliks/structureel 	C3) Welke gegevens zijn noodzakelijk voor een daadwerkelijke financieringsaanvraag(en)? <ul style="list-style-type: none"> Verschil tussen een advies en een aanvraag
		C4) Welke gegevens over de ondernemer/onderneming zijn ook relevant bij gestapeld financieren?
		C5) vraag afhankelijk van antwoord op vraag 1 (algemene kenmerken) Verzorgt u ook de jaarlijkse begeleiding rondom de jaarcijfers van uw klanten?
		C6) Speelt de levensfase een rol bij de samenstelling van de financiering? Zo ja, welke financieringsvormen acht u geschikt voor <ul style="list-style-type: none"> a. Een startup b. Een groeiend bedrijf c. Een volwassen bedrijf

ONDERWERP 2. ATTITUDE

Adviseur	Markt	Mkb'er
D1) Wat vindt u van gestapeld financieren?	E1) Wat is de houding in de markt van de onafhankelijke adviseur t.o.v. gestapeld financieren en hoe is deze bepaald?	F1) Wat is de houding van de mkb'ers t.o.v. gestapeld financieren en hoe is deze bepaald?
Ziet u het als een <ul style="list-style-type: none"> a. Noodzaak; b. Kans; c. Complexe aanvraag d. Iets anders? 	Is de houding <ul style="list-style-type: none"> a. Actief; b. Afwachtend; c. Iets anders? 	Wat is de houding bij <ul style="list-style-type: none"> a. Micro (<10 werknemers, <2 miljoen omzet); b. Klein (10–50 werknemers, <10 miljoen omzet); c. Midden (50–250 werknemers, 10–50 miljoen omzet)?
	Verschilt de houding per adviseur? Zo ja, hoe dan?	Verschilt de houding per sector? Zo ja, hoe dan?
D2) Heeft u voorkeursproducten en/of –combinaties?	E2) Zijn er bepaalde producten en/of –combinaties die de voorkeur hebben in de adviesmarkt?	F2) Vragen mkb'ers specifiek naar bepaalde financieringsproducten? Maak hierbij onderscheid naar grootte, sector en doel van financiering.
Wat betreft financieringsbehoefte: <ul style="list-style-type: none"> a. 50K; b. 150K; c. 500K? 		
Wat betreft financieringsdoel: <ul style="list-style-type: none"> a. Werkkapitaal; b. Herfinanciering; c. Groeifinanciering? 		
D3) In hoeverre wordt u beïnvloed door andere personen bij het samenstellen van het advies? <ul style="list-style-type: none"> a. Collega's; b. Concurrenten; c. Klanten; d. Anderen? 	E3) Zijn deze producten en/of combinaties (E2) in het belang van de klant of spelen er andere motieven een rol?	

ONDERWERP 3. ACTIVITEITEN

Adviseur	Markt	Financiers
G1) Welke stappen volgt u bij een financieel advies?	H1) Welke stappen worden over het algemeen genomen bij een financieel advies? Verschillen die met uw aanpak?	I1) In hoeverre bent u bekend met de verschillende voorwaarden van financiers? Denk aan: <ul style="list-style-type: none"> • Onderpand • SBR • Financiële ratio's • Klantkarakteristieken
G2) Wat zijn de drie belangrijkste verschillen tussen een enkelvoudig en een gestapeld financieringsadvies?	H2) Wat vindt de gemiddelde mkb'er een redelijk tarief voor een financieel advies? (Financiering van maximaal 150K)	I2) Verschillen de eisen op het moment dat er sprake is van gestapeld financieren t.o.v. een enkelvoudig financieel advies?
G3) Welke kosten brengt u in rekening voor een financieel advies (financiering van maximaal 150K)? <ul style="list-style-type: none"> • < E500,- • E500-1000 • E1000-1500 • E1500-2000 • >2000 	H3) Wat vindt de gemiddelde mkb'er een redelijk tarief voor een gestapeld financieel advies? (Financiering van maximaal 150K)	I3) Waarom kiest u uiteindelijk voor een bepaalde financier? <ul style="list-style-type: none"> • Voorwaarden • Relatie met de bank • Provisie • Processnelheid • Goedkeuring
G4) Welke kosten brengt u in rekening voor een gestapeld financieel advies (financiering van maximaal 150K)? <ul style="list-style-type: none"> • < E500,- • E500-1000 • E1000-1500 • E1500-2000 • >2000 		
G5) Hoeveel uren bent u kwijt voor een financieel advies? <ul style="list-style-type: none"> • 5 uur • 5-10 uur • 10-15 uur • 15-20 uur • >20 uur 		
G6) Hoeveel uren bent u kwijt voor een gestapeld financieel advies? <ul style="list-style-type: none"> • 5 uur • 5-10 uur • 10-15 uur • 15-20 uur • >20 uur 		

ONDERWERP 4. TOOLING Tables and figures

Adviseur	Markt	Financiers
J1) Welke ICT-systemen gebruikt u bij een financieel advies op het gebied van rapportage en analyse?	K1) In hoeverre zijn deze systemen die gebruikt worden voor een financieel advies <i>comptable</i> met elkaar? <ul style="list-style-type: none"> • CRM, rapportage, analyse, en aanvraagstelsysteem kunnen met elkaar communiceren 	L1) Maakt u gebruik van een digitaal aanvraagstelsysteem van de aanbieders? <ul style="list-style-type: none"> • Door middel van een portal/ platform (Fintech) Waarom wel of niet?
J2) Welke CRM-systemen gebruikt u?		L2) Zijn deze aanvraagportals ook geschikt voor het aanvragen van een gestapelde financiering?
J3) Welke ICT-systemen gebruikt u voor de financiële analyse? (bijvoorbeeld Finan)		
J4) Welke ICT-systemen gebruikt u bij het aanvragen van een financiering?		
J5) Welke andere ICT-systemen gebruikt u bij uw werk?		