



Rapport

Onderzoek stimulering risicodragend kapitaal voor het mkb en startups

Auteurs

Adriaan Smeitink
Frank Bongers
Reg Brennenraedts
Peter Roosenboom
Wazir Sahebali
Brigitte van der Lugt
Jeroen van der Teems

Opdrachtgever

Ministerie van Economische Zaken

Datum

12-03-2025

Inhoud

Managementsamenvatting	4
1 Inleiding	10
1.1 Aanleiding van het onderzoek	10
1.2 Doelstelling van het onderzoek en onderzoeksvragen	10
1.3 Onderzoeksaanpak	10
1.4 Leeswijzer	12
2 Behoeftte aan financiering	14
2.1 Dimensies onderzoek	14
2.2 Knelpunten financiering mkb en startups en impact risicodragend kapitaal op vervolginvesteringen	15
2.3 Behoeftte en gebruik risicodragend kapitaal mkb en startups	25
2.4 Reflectie op knelpunten en behoefte risicodragend kapitaal mkb en startups	45
3 Beleidsopties in het bredere financieringslandschap	48
3.1 Beleidsopties vergeleken met huidig financieringslandschap	48
3.2 Lessen uit soortgelijke regelingen en fondsen	52
4 Beleidsopties: werking, impact en kosten	61
4.1 Beschrijving van de beleidsopties	61
4.2 Vergelijking van de beleidsopties	66
4.3 Reflectie op vergelijking van de beleidsopties	90
5 Conclusies en aanbevelingen	95
5.1 Conclusies	95
5.2 Aanbevelingen	103
Bijlage 1. Onderzoeksvragen	105
Bijlage 2. Overzicht interviewrespondenten en gesproken personen	107
Bijlage 3. Analyse CBS Financieringsmonitor	109

Managementsamenvatting

Inleiding

De Tweede Kamer heeft twee moties ingediend die vragen om (1) *te onderzoeken wat nodig is om een nieuwe versie van de durfkapitaalregeling op te zetten waarbij particulieren met belastingvoordelen geld kunnen verstrekken aan mkb-bedrijven, en in kaart te brengen welke kosten hiermee gemoeid zijn* en (2) *een verkenning uit te laten voeren naar de noodzaak van een fonds voor kleine en achtergestelde leningen van 50.000 tot 500.000 euro voor het mkb*.

Naar aanleiding van beide moties heeft het ministerie van Economische Zaken Dialogic gevraagd een onderzoek te doen naar deze problematiek. Het onderzoek heeft als doel om een gecombineerde uitwerking te geven aan bovengenoemde moties.

Behoefte aan financiering

Er lijkt geen indicatie te zijn voor een marktfalen wat betreft achtergestelde leningen voor het mkb dat noopt tot overheidsingrijpen. Achtergestelde leningen kunnen mogelijk een beperkt positief effect hebben op vervolgfianciering van vervolgfianciërs zoals banken, maar dit effect is niet eenduidig te kwantificeren. We zien een dalende behoefte aan achtergestelde leningen bij het mkb de laatste jaren (mogelijk vanwege de opkomst van non-bancaire fianciërs en een daling van de rentestand in die periode waardoor regulier bankkrediet goedkoper werd en breder beschikbaar voor het brede mkb). Verder is er door ontbrekende data niet met zekerheid te stellen hoe groot het aanbod en de vraag naar achtergestelde leningen is, omdat een deel van de markt niet zichtbaar is. Deze onderhandse leningen, die niet zichtbaar zijn in de data, vormen *deadweight loss*: investeringen die nu al worden gedaan en dus niet tot stand komen door een mogelijke fiscale regeling (maar mogelijk straks wel via de fiscale regeling voordeel ontvangen).

Ook bij startups is een deel van de markt voor aandelenkapitaal niet zichtbaar in de data als gevolg van onderhandse investeringen. In dit onderzoek is specifiek gekeken naar aandelenkapitaal van business angels en informele investeerders. Uit de CBS-data blijkt een daling in de oriëntatie op aandelenkapitaal van business angels en informele investeerders onder startups. Eigen vermogen fianciering kan mogelijk een positief effect hebben op vervolgfianciering, maar ook dit effect is niet eenduidig te kwantificeren.

Beleidsopties in het bredere fiancieringslandschap

Er bestaan al private en publieke fiancieringsinstrumenten voor deze het mkb en startups. De laatste jaren is er een aantal nieuwe publieke fiancieringsinstrumenten bijgekomen die pogen om risicodragend kapitaal te stimuleren. Voor (kleinere) mkb-bedrijven en voor achtergestelde leningen lijkt er op basis van dit onderzoek beperkt behoefte te bestaan. Dit zou beperkte overlap kennen met hetgeen er nu bestaat aan beleidsinstrumenten. Door de overlap met andere beleidsinstrumenten, kan er competitie ontstaan tussen publieke middelen. Het risico van het introduceren van een nieuw beleidsinstrument is verdringing van private aanbieders op dit

terrein. Een co-investeringsregeling of fondsvorming lijkt bij het stimuleren van achtergestelde leningen voor het mkb het meest geschikt wat betreft het minimaliseren van overlap.

Bij het stimuleren van aandelenkapitaal voor startups zouden de beleidsopties niet moeten overlappen met instrumenten als de Seed Business Angel regeling. Door de regeling te richten op kleinere tickets in een vroege fase en op individuele investeerders, kan overlap worden geminimaliseerd.

Vergelijking beleidsopties

In dit onderzoek hebben we drie beleidsopties onderzocht:

- Een fiscale regeling gericht op particulieren in brede zin (familie, vrienden, business angels) waarbinnen we drie varianten onderkennen:
 - Beleidsoptie 1a: Direct vreemd vermogen
 - Beleidsoptie 1b: Direct eigen vermogen
 - Beleidsoptie 1c: Indirect eigen vermogen
- Een fiscale regeling primair gericht op business angels (beleidsoptie 2)
- Een fonds voor achtergestelde leningen (beleidsoptie 3)

De eerste beleidsoptie van de fiscale regeling gericht op particulieren en het fonds voor achtergestelde leningen, hebben als doel het stimuleren van risicodragend kapitaal voor het mkb. De overige beleidsopties van de fiscale regeling gericht op particulieren en de fiscale regeling primair gericht op business angels, hebben als doel om risicodragend kapitaal voor startups te stimuleren.

Regelingen waarbij financiering gepaard gaat met advies aan het brede mkb en startups (*smart money*) lijken succesvoller zo blijkt uit de literatuur. Dit pleit voor (indirecte) regelingen gericht op business angels en professionele investeerders. Directe investeringen van particulieren – die geen ervaring hebben met het investeren in startups – lijken risicovoller (in het brede en gevestigde mkb is het risico wat kleiner).

Verder is Nederlands spaargeld (van particulieren) relatief immobiel zo blijkt ook uit de gesprekken: er is de laatste jaren veel geld gespaard¹ in plaats van gebruik te maken van alternatieven met hogere rentes en bovendien hebben veel Nederlanders slechts enkele duizenden euro's spaargeld. Hierdoor is het onzeker in welke mate een nieuwe fiscale faciliteit gericht op particulieren in het algemeen tot de inzet van meer spaargeld leidt voor het mkb en startups (additionaliteit) of dat (vermogende) particulieren een extra mogelijkheid krijgen voor investeringen die ze mogelijk via andere kanalen ook al gedaan zouden hebben (substitutie).

¹ [dnb.nl]

De beleidsopties met een fonds (1c en 3) geven meer zekerheid dat risicodragend kapitaal gericht bij bedrijven (mkb en startups) terecht komt die het echt nodig hebben en waarbij de lening gepaard gaat met advies. Deze varianten zijn echter bewerkelijker dan een fiscale voorziening. Ook zou een fonds voor achtergestelde leningen, gezien onder meer de ervaringen met de pilot van Qredits, alleen mogelijk zijn met substantiële subsidiebedragen (gezien beperkt rendement door de kleine tickets en het hoge risico van achtergestelde leningen).

Conclusies

Behoefte

- Het is niet met zekerheid te stellen hoe groot het aanbod en de vraag naar achtergestelde leningen is, omdat een deel van de markt niet zichtbaar is (onderhandse leningen). Dit vormt *deadweight loss* en beperkt de mogelijke additionaliteit van de regeling. Er is de laatste jaren een krimp waar te nemen in de interesse van het mkb in achtergestelde leningen.
- Achtergestelde leningen kunnen mogelijk een beperkt positief effect hebben op vervolffinanciering van vervolffinanciers zoals banken, maar dit effect is niet eenduidig te kwantificeren. Bij het verstrekken van bankfinanciering is de terugbetaalcapaciteit van de onderneming (cash flow) de laatste jaren belangrijker geworden dan solvabiliteit.
- Ook bij aandelenkapitaal is een deel van de markt niet zichtbaar in de data als gevolg van onderhandse investeringen. Er is in de CBS-data een daling te zien in de oriëntatie op aandelenkapitaal van business angels en informele investeerders onder startups.
- Eigen vermogen financiering (aandelenkapitaal) kan mogelijk een positief effect hebben op vervolffinanciering, maar dit effect is lastig te kwantificeren. Investerings van vergelijkbare internationale regelingen en van business angel fondsen in Nederland helpen startups in beperkte mate met het aantrekken van vervolffinanciering.

Verhouding van instrumenten tot financieringslandschap en andere beleidsinstrumenten

- Door de overlap nieuwe regelingen met andere beleidsinstrumenten, kan er competitie ontstaan tussen publieke middelen. Het risico van het introduceren van een nieuw beleidsinstrument is verdringing van private aanbieders op dit terrein.
- Er lijkt geen brede steun te bestaan voor de introductie van een nieuw beleidsinstrument gericht op het stimuleren van achtergestelde leningen voor het mkb. Dit instrument zou beperkte overlap kennen met hetgeen er nu bestaat aan beleidsinstrumenten. Een co-investeringsregeling of fondsvorming lijkt bij het stimuleren van achtergestelde leningen voor het mkb het meest geschikt wat betreft het minimaliseren van overlap/verdringing.
- Wat betreft de mogelijke beleidsopties voor startups, is er beperkt overlap met bestaande instrumenten zoals de Seed Business Angel regeling (deze regeling richt zich op business angels die *samen* investeren, niet op *individuele* business angels). Een fiscale regeling gericht op individuele business angels in de vroege fase en voor kleinere tickets, lijkt complementair te zijn aan bestaand instrumentarium.

Lessen uit vergelijkbare regelingen en fondsen

- De Durfkapitaalregeling (gericht op het verstrekken van leningen) is om verschillende redenen afgeschaft, onder andere vanwege een beperkt effect op het verstrekken van directe achtergestelde leningen aan bedrijven. Ook vonden beleggers in risicovolle innovatieve bedrijven de regeling niet aantrekkelijk genoeg, omdat zij via de regeling niet konden investeren via aandelenkapitaal en vanuit een eigen BV (daarnaast was het investeringsbedrag waarop het fiscale voordeel betrekking had te gering).
- Wat betreft soortgelijke fondsen voor achtergestelde leningen, blijkt dat de behoefte (bij het kleinbedrijf) naar achtergestelde leningen beperkt is en dat kleine achtergestelde leningen moeilijk rendabel zijn.
- Uit vergelijkbare regelingen om risicodragend kapitaal voor startups te stimuleren, blijkt dat het niet duidelijk is in hoeverre de regelingen hebben gezorgd voor *additionele* investeringen in startups van investeerders. Er kan namelijk sprake zijn van het verdringen van andere investeringen als neveneffect van de regeling. Uit onderzoek in de VS blijkt dat er een beperkte gevoeligheid is van *professionele* investeerders op fiscale voordelen.

Beleidsopties

- Er zit een hoge mate van onzekerheid in het daadwerkelijke gebruik van de fiscale regelingen. Met de fiscale regelingen zal er risicodragend kapitaal beschikbaar komen voor het mkb en startups, maar het is niet met zekerheid te zeggen welk gedeelte hiervan additioneel is. Gezien de beperkte en afnemende behoefte van de onderzochte typen financiering, zou de additionaliteit beperkt kunnen zijn. Ook is er een hoog risico op misbruik en oneigenlijk gebruik. Er zullen regels en voorwaarden moeten worden opgesteld om dit tegen te gaan en dit moet worden gecontroleerd.
- Bij een fonds kan er een budgetplafond worden ingesteld en is er een kleine kans op misbruik door de controlerende rol van het fonds. Ook kan er door een fonds in goede bedrijven worden geïnvesteerd door een due diligence proces en kan het fonds revoluerend zijn. Echter, met een fonds kunnen minder ondernemingen worden bereikt dan bij een fiscale regeling en zijn er hoge kosten voor het fondsbeheer in verband met intensieve screening en beheer. Daarnaast zou een fonds voor achtergestelde leningen alleen mogelijk zijn met substantiële subsidiebedragen (gezien beperkt rendement door de kleine tickets en het hoge risico van achtergestelde leningen).

Aanbevelingen

- Het introduceren van de onderzochte fiscale regelingen om risicokapitaal te stimuleren voor het mkb en startups brengt deadweight loss met zich mee die niet goed kan worden ingeschat, waarmee de additionaliteit van dergelijke regelingen mogelijk beperkt is. Ook is er een risico van verdringing van andere investeringen met dergelijke regelingen. Een fonds voor kleine achtergestelde leningen lijkt niet haalbaar vanwege de hoge benodigde subsidie (bovendien is de behoefte naar deze financiering beperkt). Bezie daarom of knelpunten in de financiering voor het mkb en startups met een eventuele aanpassing of uitbreiding van bestaande instrumenten verholpen kunnen worden. Via

bestaand (publiek) financieringsinstrumentarium kunnen knelpunten in de financiering voor mkb (bijvoorbeeld via Qredits met hogere niet-achtergestelde leningen) en startups (bijvoorbeeld via de Seed Business Angel regeling) al meer worden opgelost. Bij startups kan ook vraag en aanbod meer bij elkaar worden gebracht door het faciliteren van investeerders (zoals business angels) om startups te vinden die investeringen zoeken en vice versa. Voorkom zo concurrentie tussen publieke middelen en maak daarmee gebruik van kennis en ervaring die in de afgelopen jaren is opgebouwd. Door aansluiting bij bestaande initiatieven wordt ook schaalgrootte gerealiseerd (delen van back office, platformen, capaciteit).

- Stimuleer het type financiering waar vanuit mkb-bedrijven en startups behoefte aan is. Er is de afgelopen jaren een teruglopende behoefte aan achtergestelde leningen bij het mkb. In het geval van startups kan het zijn dat er meer behoefte is aan professionele investeerders, die naast financiering ook meerwaarde in de vorm van advies en netwerken met zich meebrengen (smart money). Richt het mobiliseren van risicodragend kapitaal vooral op smart money investeerders. Regelingen gericht op dit type investeerders, in plaats van generieke fiscale regelingen, kunnen zorgen voor een betere selectie van bedrijven waar in wordt geïnvesteerd. Een manier om een regeling meer te richten op smart money investeerders, is door de parameters aan te passen (bijvoorbeeld het minimum en maximum investeringsbedrag).
- Heb oog voor uitvoeringsaspecten bij de invoering van een fiscale regeling. Een complexe vraag bij de uitvoering van een dergelijke regeling, is de wijze van implementatie door de Belastingdienst gezien de aanstaande wijzigingen in box 3. Zoals het er nu voorligt verdwijnt de enige uitzondering (groene beleggingen) uit box 3. Het is de vraag in welke mate er binnen de Belastingdienst ruimte is om een uitzondering voor durfkapitaal op een goede manier vorm te geven. Daarnaast dient er rekening te worden gehouden met het introduceren van nieuwe fiscale regelingen in een tijd dat overheid het aantal (ondoelmatige/ondoeltreffende) fiscale regelingen wil afbouwen.
- Indien ervoor wordt gekozen om nieuwe instrumenten te introduceren, koppel deze nieuwe instrumenten dan aan (opkomende) uitdagingen in de financieringsmarkt. Bijvoorbeeld (in het geval van het mkb) het groeiend aantal bedrijfsoverdrachten vanwege vergrijzing. Een fonds voor achtergestelde leningen zou hieraan kunnen bijdragen, maar bij een fiscale regeling kan hier moeilijker op worden gestuurd.
- Sluit (waar mogelijk) aan bij het ontwerpen van een eventuele fiscale regeling voor investeringen in startups bij geïdentificeerde good practices uit eerder onderzoek (bijvoorbeeld initieel belastingvoordeel, belastingvoordeel op kapitaalwinst, gedeeltelijke targeting van bedrijven op basis van leeftijd en grootte, een minimale investeringsduur en een limiet voor de investeringsgrootte. Bezie of een eventuele fiscale regeling meer gericht zou kunnen worden op het verlagen van de fiscale druk bij een succesvolle exit in plaats van het verlagen van de fiscale druk bij investeren. Daarmee verschuift de prikkel van investeren in een niet te risicovolle kleine startup naar investeren in een startup met de meeste groeipotentie. Dit kan worden vormgegeven op een manier waarop in de VS de QSBS functioneert.

Hoofdstuk 1

Inleiding

1 Inleiding

1.1 Aanleiding van het onderzoek

In het publiek debat over de financiering van het mkb en startups wordt er regelmatig op gewezen dat deze bedrijven moeite zouden hebben om risicodragend kapitaal te verwerven. Een gevolg hiervan is dat het mkb en startups belemmerd worden in hun groei, omdat zij niet in staat zijn om bijvoorbeeld te investeren in innovatie. Deze situatie is ongunstig voor de bedrijven en voor de Nederlandse economie als geheel. Kansen op economische groei, meer werkgelegenheid en innovaties worden mogelijk gemist. De Tweede Kamer heeft aandacht voor deze problematiek en de minister gevraagd ondernemers te helpen. Zij heeft daartoe twee moties ingediend die vragen om:

1. *te onderzoeken wat nodig is om een nieuwe versie van de durfkapitaalregeling op te zetten waarbij particulieren met belastingvoordelen geld kunnen verstrekken aan mkb-bedrijven, en in kaart te brengen welke kosten hiermee gemoeid zijn* (Kamerstuk 32637, nr. 580) (hierna: motie de Jong c.s.).
2. *een verkenning uit te laten voeren naar de noodzaak van een fonds voor kleine en achtergestelde leningen van 50.000 tot 500.000 euro voor het mkb* (Kamerstuk 36410-XIII, nr. 63) (hierna: motie van de Graaf - Stoffer).

1.2 Doelstelling van het onderzoek en onderzoeksvragen

Naar aanleiding van beide moties heeft het ministerie van Economische Zaken ons gevraagd een onderzoek te doen naar deze problematiek. Het onderzoek heeft als **doel** om een gecombineerde uitwerking te geven aan bovengenoemde moties. Er dient antwoord te worden gegeven op de vragen:

- Wat is nodig om een nieuwe versie van een durfkapitaalregeling op te zetten, waarbij particulieren met belastingvoordelen geld kunnen verstrekken aan mkb-bedrijven en startups; en welke kosten zijn hiermee gemoeid?
- Wat is de noodzaak van een fonds voor kleine achtergestelde leningen van €50.000 tot €500.000 voor het mkb?

Voor de uitvoering van dit onderzoek zijn de kern- en deelvragen leidend. De onderzoeksvragen zijn opgenomen in Bijlage 1.

1.3 Onderzoeksaanpak

1.3.1 Literatuuronderzoek

Het literatuuronderzoek diende meerdere doelen. Middels bestaande onderzoeken en rapporten is in kaart gebracht:

- wat knelpunten en behoeften zijn bij de financiering van mkb-bedrijven en startups in Nederland.
- wat de meerwaarde van risicodragend kapitaal in de vorm van achtergestelde leningen en aandelenkapitaal is.
- welke lessen uit vergelijkbare regelingen en fondsen te trekken zijn.
- hoe de instrumenten uit de moties zich positioneren in het bestaande publieke en private financieringslandschap.
- wat de verwachte effecten van de beleidsopties zijn.

1.3.2 CBS Financieringsmonitor

Om een beeld te krijgen van de omvang van de groep met financieringsbehoefte en het financieringsgebruik maken we gebruik van de CBS Financieringsmonitor. Dit is een enquête van het CBS waarmee het CBS van 2018 tot en met 2023 jaarlijks aan een steekproef uit het mkb (hier zitten ook startups in) naar hun expliciete financieringsbehoefte en gebruik heeft gevraagd. De respondenten uit die enquête zijn middels gewichten vertaald naar de algehele populatie.² Binnen de CBS-microdataomgeving hebben we uitsplitsingen van de brondata³ achter de financieringsmonitor gemaakt. Daarnaast hebben we van de behoefte- en gebruiksgroepen ook de achtergrondkenmerken geïdentificeerd.

1.3.3 Interviews

In dit onderzoek zijn interviews gehouden met diverse organisaties en experts. Deze gesprekken boden inzicht in de behoeften van de doelgroep en hoe de beleidsopties zoals genoemd in de moties zich verhouden tot het huidige financieringslandschap en andere beleidsinstrumenten. Deze gesprekken gaven waardevolle inzichten in de knelpunten waarmee mkb'ers en startups te maken hebben bij het zoeken naar externe financiering. Ook is het doelgroepbereik, de uitvoerbaarheid, de kosteffectiviteit, de inpasbaarheid in fiscale structuur en de budgettaire beheersbaarheid van de beleidsopties besproken (zie paragraaf 4.1 voor een gedetailleerde beschrijving van de door ons onderzochte beleidsopties. We onderscheiden daarbij drie beleidsopties waarbij de eerste optie drie varianten kent). Bovendien hebben we tijdens de interviews, als aanvulling op het literatuuronderzoek, gevraagd naar de verwachte effecten, de voor- en nadelen, de ontwerpcriteria en de meerwaarde per beleidsoptie. In de gesprekken is gebruik gemaakt van een semigestructureerde aanpak met een interviewprotocol. In Bijlage 2 Bijlage 2 staat een overzicht van de respondenten.

² Zie voor achtergrondinformatie [[Financieringsmonitor](#) | CBS].

³ [[cbs.nl](#)]

1.4 Leeswijzer

In het volgende hoofdstuk staat de behoefte aan financiering centraal. We beginnen met het afbakenen van de doelgroepen en typen financiering. Vervolgens gaan we in op de knelpunten die spelen bij de financiering van het mkb en startups en de huidige regelingen die trachten deze knelpunten weg te nemen. Daarna bespreken we de behoefte van het mkb en startups aan financiering. In hoofdstuk 3 beantwoorden we de onderzoeksvragen over de verhouding van beleidsopties tot het financieringslandschap (publiek en privaat) waarbij voor het publiek financieringslandschap (beleidsinstrumenten) een vergelijking wordt gemaakt met andere beleidsinstrumenten gericht op het ondersteunen van de financieringsbehoefte van het mkb en startups. In hoofdstuk 4 bespreken we de werking, impact en kosten van de door ons onderscheiden beleidsopties die wij afgeleid hebben uit beide moties (het gaat dus om drie beleidsopties waarbij één optie drie varianten kent). Vervolgens presenteren we in hoofdstuk 5 onze conclusies en aanbevelingen.

Hoofdstuk 2

Behoefte aan financiering

2 Behoefte aan financiering

In dit hoofdstuk staat de behoefte van het mkb en startups aan risicodragend kapitaal (respectievelijk achtergestelde leningen en aandelenkapitaal) centraal. We beginnen met het afbakenen van een aantal dimensies van dit onderzoek. Vervolgens gaan we in op de knelpunten die spelen bij de financiering van het mkb en startups. Hierbij zetten we ook de impact uiteen van de vormen van financiering die in dit onderzoek worden meegenomen voor het verkrijgen van vervolffinanciering. Daarna bespreken we de behoefte van het mkb en startups aan en het daadwerkelijke gebruik van deze vormen van financiering.

2.1 Dimensies onderzoek

Voor de afbakening van dit onderzoek is het van belang om een aantal dimensies te onderscheiden. In motie de Jong c.s. wordt gesproken over ‘startende en groeiende mkb-ondernemingen’. Door de opdrachtgever is ervoor gekozen om specifiek de doelgroep startups te betrekken bij het beantwoorden van de motie over het opzetten van een nieuwe versie van de Durfkapitaalregeling.

We maken in de rest van het onderzoek onderscheid tussen deze twee verschillende doelgroepen:

- **Mkb-bedrijven:** bedrijven met minder dan 250 werknemers én met een maximale jaaromzet van €50 miljoen én/óf een maximaal jaarlijks balanstotaal van €43 miljoen.⁴
- **Startups:** jonge innovatieve, technologie gedreven bedrijven die werken aan een schaalbaar verdienmodel en internationale groeiambitie hebben.⁵

Uit het onderscheid tussen twee verschillende doelgroepen volgt ook de uitsplitsing naar de vormen van financiering die worden meegenomen in dit onderzoek⁶:

- Wat betreft het mkb kijken we naar een specifieke vorm van vreemd vermogen: **achtergestelde leningen**. Bij de in 2011 afgeschafte Durfkapitaalregeling werd ook het verstrekken van specifiek achtergestelde leningen gestimuleerd. Achtergestelde leningen zijn achtergesteld bij gewone schuldeisers en kennen geen onderpand of (eerste) pandrecht. Achtergestelde leningen zijn in eerste instantie vreemd vermogen maar kunnen onder bepaalde voorwaarden worden gerekend onder het eigen vermogen van de onderneming.
- Wat betreft startups kijken we naar eigen vermogen: **aandelenkapitaal**. Hierbij gaat het dus om het verkrijgen van eigenaarschap van een deel van de onderneming tegen een

⁴ Definitie volgens [\[ec.europa.eu\]](http://ec.europa.eu)

⁵ Definitie volgens [\[rijksoverheid.nl\]](http://rijksoverheid.nl)

⁶ Er zijn uiteraard nog vele andere vormen van financiering. Die laten we in dit onderzoek buiten beschouwing.

bepaalde waardering. Ter financiering van startende en groeiende ondernemingen kunnen ook converteerbare achtergestelde leningen worden gebruikt. Deze converteerbare achtergestelde leningen zijn tegen vooraf afgesproken voorwaarden op een later moment om te zetten in een aandelenbelang in de onderneming.

2.2 Knelpunten financiering mkb en startups en impact risicodragend kapitaal op vervolginvesteringen

2.2.1 Mkb

De problematiek rondom financiering voor het (klein) mkb is niet nieuw, wordt al langere tijd erkend door de politiek en komt ook naar voren uit verschillende onderzoeken. In het Nationaal Convenant MKB-financiering – waarin het doel wordt uitgesproken dat Nederland het beste mkb-financieringsklimaat van Europa krijgt – staat dat de grootste uitdaging ligt op de vermogensbehoefte tot €1 miljoen in het mkb, waarbij vooral de financieringsbehoefte tot €250.000 onvolledig wordt vervuld.⁷ Na dit convenant is het Interdepartementaal Beleidsonderzoek (IBO) gepubliceerd over de doeltreffendheid en doelmatigheid van het huidige financieringsbeleid voor bedrijven om marktfalen en knelpunten op de financieringsmarkt aan te pakken. Tegelijkertijd zag slechts 15% van het mkb financiering als een knelpunt in 2022 wat laag is in internationaal perspectief, o.a. door een toename van het eigen vermogen van het mkb (met de kanttekening dat uiteraard niet alle bedrijven ieder jaar financiering nodig hebben).⁸ Uiteraard spelen er meer knelpunten voor het mkb dan financiering, zoals de krappe arbeidsmarkt, personeelstekort en infrastructuur (zoals fysieke ruimte en aansluiting op het stroomnet).⁹

In het IBO wordt erkend dat het voor bepaalde bedrijven binnen het mkb lastig is om aan kleine kredieten te komen.¹⁰ Kleine kredieten worden zowel via banken als non-bancaire financiers verstrekt. De markt voor non-bancaire financiering is de laatste jaren toegenomen.¹¹ Aanvragen voor kleine kredieten worden in toenemende mate via geautomatiseerde systemen verwerkt. Vooral bedrijven met een beperktere track record of bedrijven die niet binnen deze standaard financieringsmodellen passen, lijken moeite te hebben met het aantrekken van financiering. Dit effect van ‘the computer says no’ is de laatste jaren toegenomen, hoewel in de Gedragscode Kleinzakelijke Financiering van de NVB staat voorgeschreven dat banken meer aandacht zullen besteden aan een toelichting van de afwijzing, verbetermogelijkheden en doorverwijzing naar andere financiers of adviseurs.¹² Daarnaast wordt er samengewerkt in initiatieven zoals de

⁷ Nationaal Convenant MKB-Financiering

⁸ Staat van het mkb 2023 [rijksoverheid.nl]

⁹ CBS Financieringsmonitor 2023

¹⁰ [rijksoverheid.nl]

¹¹ [stichtingmkbfinanciering.nl]

¹² NVB (2023). Reflectie op kredietverlening aan het mkb. [open.overheid.nl]

FinancieringsGids, om ondernemers wegwijs te maken die mogelijk geen goed overzicht hebben van de financieringsmarkt.

Het is niet goed vast te stellen in hoeverre deze beperkte beschikbaarheid van krediet voor een gedeelte van het mkb voor de Nederlandse economie schadelijk is en hoe groot de *finance gap* is.¹³ Hiervoor zou onder andere in kaart moeten worden gebracht welke financieringsaanvragen terecht en onterecht zijn afgewezen en welke bedrijven onterecht geen leningen aanvragen. Daarnaast kan het ingrijpen door de overheid middels een beleidsinstrument ook leiden tot overheidsfalen waarbij de kosten voor de maatschappij hoger zijn dan de baten: als door overheidsingrijpen bedrijven worden gefinancierd die eigenlijk niet competitief zijn, kan dit tot welvaartsverlies leiden.¹⁴ Kanttekening hierbij is dat door de opzet van het instrumentarium (vaak co-financiering door de overheid samen met marktpartijen), marktpartijen ook een prikkel hebben om goede investeringen te doen.

Rondom kleine kredietverstrekking voor het mkb speelt een aantal knelpunten. Deze knelpunten komen naar voren uit eerder onderzoek van Dialogic en RSM¹⁵, het recente IBO Bedrijfsfinanciering en de interviews:

1. **Informatieasymmetrie.** De relatief hoge kosten bij financieringsaanvragen voor klein krediet komen voor een belangrijk deel door een onvolledig overzicht in de financiële positie van kleine ondernemingen voor financiers. Het kredietrisico bij mkb-leningen is daarom relatief hoog (vooral bij jongere en kleinere bedrijven), met als gevolg een hogere rente voor deze bedrijven. Hier ligt ook een verantwoordelijkheid voor mkb-bedrijven (en adviseurs) om te zorgen voor de juiste informatie die de financier nodig heeft ter beoordeling van de financieringsaanvraag. De informatieasymmetrie wordt steeds kleiner door het gebruik en de integratie van betaalddata en koppelingen met boekhoudpakketten in de datagedreven kredietbeoordeling.¹⁶ Hierbij speelt overigens ook de vraag hoe transparantie over het gebruik van data voor de financieringsaanvrager geborgd kan worden.¹⁷
2. **Lage rentabiliteit kleine kredieten.** Het is voor aanbieders van financiering, waaronder banken, minder rendabel om klein krediet te verstrekken tegen dezelfde rente als groot krediet. Dit komt doordat de kosten voor het analyseren van de kredietwaardigheid en uitvoerende taken na de kredietverlening nagenoeg gelijk zijn bij kleine en grote kredieten, terwijl minder rente-inkomsten worden gegenereerd over klein krediet. Non-bancaire financiers hebben daarnaast ook te maken met hogere kosten voor het

¹³ CPB (2019). Mkb-bankfinanciering in Europees perspectief [[cpb.nl](#)] en SEO (2023). Quickscan mkb-financiering [[open.overheid.nl](#)]

¹⁴ SER (2014). Verbreding en versterking financiering mkb; Kies voor baten - IBO Bedrijfsfinanciering

¹⁵ Dialogic & RSM (2021). Beleidsopties voor het mkb financieringslandschap. [[rijksoverheid.nl](#)]

¹⁶ EY (2023). Onderzoek inzake effectiviteit en efficiëntie van een nationaal kredietregister voor het mkb [[open.overheid.nl](#)]

¹⁷ Dialogic (2019). Onderzoek beleidsaanpak MKB-financieringsmarkt

aantrekken van kapitaal dan banken (wat ook gerechtvaardigd kan zijn omdat ze in een risicovoller segment opereren). Voor banken zijn de kosten voor het verstrekken van klein krediet ook relatief hoog door de bestaande processen en eisen waar banken aan moeten voldoen. Zolang de kosten groter zijn dan de inkomsten is het voor aanbieders van financiering niet aantrekkelijk om de kleine kredieten te verstrekken, waardoor deze kleine kredieten in mindere mate worden aangeboden. In de markt zijn bepaalde aanbieders die klein krediet tegen hoge rente verstrekken, waardoor de inkomsten opwegen tegen de kosten. Deze hogere rente drukt kan leiden tot kredietrantsoenering (krediet wordt minder aangeboden/verstrekt). Voor bepaalde ondernemers is het verminderd aantrekkelijk om een lening met een hoge rente aan te gaan. In Nederland betalen bedrijven voor bancaire leningen gemiddeld een hogere rente dan het Europees gemiddelde.¹⁸ Er kunnen verschillende redenen zijn voor deze hogere rente ten opzichte van het buitenland: hogere afsluitkosten t.o.v. het kredietbedrag, het feit dat het risicovollere leningen zijn, marktfalens als informatieasymmetrie (zie hierboven) en de marktmacht van Nederlandse banken t.o.v. het mkb.¹⁹ Wat betreft de marktmacht van banken, zien we dat dit wel minder is geworden.²⁰ Daarnaast is de non-bancaire financiering de laatste jaren gegroeid: er wordt geschat dat 36% van alle MKB financieringen onder €1 miljoen in 2023 werden verstrekt door non-bancaire aanbieders waarbij de meest sterke groei plaatsvond in de kleinere financieringen tussen €50.000 en €250.000²¹. In 2022 betrof 27% van de nieuwe afgesloten financiering in het mkb tot €1 miljoen non-bancaire financiering, tegenover 23% in 2021.²²

3. **Verminderde persoonlijke dienstverlening door automatisering kredietaanvragen.** De dienstverlening van banken aan het mkb is veranderd: vaste accountmanagers voor kleinere klanten zijn verdwenen en kleine kredietaanvragen worden in eerste instantie vaak digitaal ingediend en afgehandeld (wat ook aan de orde is bij non-bancaire financiers). Hoewel dit kan leiden tot lagere transactiekosten en de mogelijkheid voor ondernemers om sneller een kredietaanvraag te doen, bestaat het risico dat mkb-bedrijven automatisch worden afgewezen door het systeem. Zoals gezegd moeten banken volgens de Gedragscode Kleinzakelijke Financiering van de NVB meer aandacht besteden aan een toelichting van de afwijzing, verbetermogelijkheden en doorverwijzing naar andere financiers of adviseurs.²³ Uit een recente evaluatie van de Gedragscode blijkt echter dat er nog wel verbetering mogelijk is wat betreft het doorverwijzen van banken.²⁴

¹⁸ Kies voor baten - IBO Bedrijfsfinanciering

¹⁹ ESB (2023). Midden- en kleinbedrijf betaalt een hogere rente en dit duidt op marktfalen [[esb.nu](https://www.esb.nl)]

²⁰ Kies voor baten - IBO Bedrijfsfinanciering

²¹ [stichtingmkbfinanciering.nl].

²² CBS Financieringsmonitor 2023

²³ NVB (2023). Reflectie op kredietverlening aan het mkb. [open.overheid.nl]

²⁴ SEO (2022). Evaluatie gedragscode kleinzakelijke financiering

4. **Gebrek aan overzicht van de financieringsmarkt voor ondernemers.** Ondernemers hebben over het algemeen geen goed overzicht van alle financieringsmogelijkheden en hebben weinig tijd en middelen voor het vinden van de juiste financiering.²⁵ Vooral kleinere mkb-bedrijven hebben beperkte kennis over financiering en weinig ervaring met financieringsaanvragen, waardoor mkb-ondernemingen vaak geen volledig overzicht hebben van de financieringsmogelijkheden. Ongeveer 30% van de mkb-bedrijven raadpleegt een financieel adviseur om zich te oriënteren op financieringsmogelijkheden.²⁶ Stichting MKB Financiering (SMF) is opgericht om de zichtbaarheid van de non-bancaire financieringsmarkt te vergroten en de zelfregulering van de non-bancaire financieringsmarkt te ondersteunen. Op 16 november 2024 is de FinancieringsGids van start gegaan, een centraal platform waar mkb-bedrijven met een financieringsbehoefte tot €1 miljoen erkende financiers en financieringsadviseurs kunnen vinden.²⁷ Dit is een initiatief van SMF, NVB, RVO, EZ en MKB-Nederland.
5. **Gebrek aan zekerheden/buffers.** Deze zijn nodig om te kunnen voldoen aan eisen van financiers, afhankelijk van waar een bedrijf financiering voor nodig heeft (voor het financieren werkkapitaal wordt bijvoorbeeld voldoende onderpand vereist). Door informatieasymmetrie zijn de monitoringskosten voor (non-)bancaire financiers hoog en moeten ondernemingen zekerheden/buffers inbrengen om financiering aan te trekken. Kanttekening hierbij is dat financiers tegenwoordig steeds meer kijken naar terugbetaalcapaciteit en minder naar zekerheden/buffers. Ook zijn bedrijfsschulden de laatste jaren afgenomen doordat bedrijven zich toenemend met eigen vermogen hebben gefinancierd en winsten zijn toegenomen.²⁸ Bedrijven hebben hogere financiële buffers om schokken op te vangen en de groep jonge, kleine, verlieslatende bedrijven met weinig onderpand is klein en over de tijd gekrompen.²⁹

Meerwaarde van achtergestelde leningen

Wat zijn achtergestelde leningen?

Een achtergestelde lening is een voorbeeld van mezzanine financiering. Mezzanine financiering verwijst naar onderhands uitgegeven vermogenstitels die qua risico het midden houden tussen vreemd vermogen en eigen vermogen. Een ander voorbeeld van mezzanine financiering zijn converteerbare leningen³⁰. In tegenstelling tot andere vormen van financiering, zoals aandelen-uitgifte, behoudt de ondernemer bij een achtergestelde lening volledig eigendom en controle over het bedrijf. De lening hoeft niet te worden omgezet in aandelenkapitaal, waardoor de

²⁵ Menno Snel (2024). Nationaal Convenant mkb-financiering. Aanbevelingen ter verbetering van de MKB-Financiering tot € 1 mln

²⁶ CBS Financieringsmonitor 2023

²⁷ [rijksoverheid.nl]

²⁸ CPB (2024). Een analyse van Nederlandse bedrijfsschulden. [cpb.nl]

²⁹ CPB (2024). Een analyse van Nederlandse bedrijfsschulden. [cpb.nl]

³⁰ Converteerbare leningen kunnen in de toekomst tegen vooraf vastgestelde voorwaarden worden omgezet in aandelen.

eigenaar niet hoeft in te leveren op beslissingsbevoegdheid of winstuitkering. Daarnaast is de betaalde rente in beginsel fiscaal aftrekbaar van de winst en zijn achtergestelde leningen vaak flexibeler wat betreft de aflossingsvoorwaarden, zodat de voorwaarden beter afgestemd kunnen worden op de behoefte van de onderneming.

- Achtergestelde leningen (vaak in de vorm van een converteerbare lening) worden onder meer verstrekt door aandeelhouders, zakenpartners, investeringsfondsen, regionale ontwikkelingsmaatschappijen (in beperkte mate), familie en andere private investeerders. Vaak wordt pas na enige jaren begonnen met tussentijdse aflossing of is er sprake van aflossing ineens aan het einde van de looptijd van de lening. Achtergestelde leningen behoren tot het garantievermogen van de onderneming. Het garantievermogen betreft het eigen vermogen aangevuld met door de onderneming aangetrokken mezzanine financiering voor zover deze niet tot het eigen vermogen behoort. Omdat achtergestelde leningen de eerste klap opvangen vergroten deze leningen de kans dat gewone schuldeisers bij een faillissement of surséance van betaling een groter deel van hun geld terug zullen ontvangen

De contractuele voorwaarden van achtergestelde leningen kunnen verschillen al naar gelang de context. Afspraken over wat de achterstelling precies inhoudt kunnen worden vastgelegd in een driepartijenovereenkomst tussen de onderneming, de verstrekker(s) van de achtergestelde lening(-en) en bestaande kredietverschaffers zoals banken. Achtergestelde leningen worden geregeld tegelijkertijd afgesloten met senior debt van bijvoorbeeld banken. Uit de analyse van de data van de financieringsmonitor komt naar voren dat 46% van de mkb-bedrijven met een succesvolle aanvraag voor een achtergestelde lening, tegelijkertijd ook gebruik heeft gemaakt van een banklening.

Achtergestelde leningen worden behalve ter versterking van het garantievermogen en ter verbetering van de financierbaarheid ook voor andere doeleinden ingezet. Zo worden ter financiering van startende en groeiende ondernemingen vaak converteerbare achtergestelde leningen gebruikt. Deze achtergestelde leningen zijn tegen vooraf afgesproken voorwaarden op een later moment om te zetten in een aandelenbelang in de onderneming. Deze vorm van achtergestelde leningen is voor dit onderzoek qua scope niet van toepassing. Een andere situatie waarin achtergestelde leningen worden gebruikt is bij de financiering van een bedrijfsovername. Als de koper de financiering van de overname zelf niet rond krijgt kan de verkoper of investeerder besluiten om een achtergestelde lening aan de koper te verstrekken. De verkoop kan dan doorgang vinden ondanks dat de koper niet het gehele bedrag in één keer kan betalen. De verkoper of investeerder is daartoe alleen bereid bij voldoende vertrouwen in terugbetaling van de achtergestelde lening en kan vaak een extra renteopslag bedingen ter compensatie voor het risico dat in geval van faillissement de lening door de koper niet kan worden afgelost. Daarnaast maken ook bedrijven die in financiële moeilijkheden verkeren gebruik van achtergestelde leningen om via herfinanciering meer financiële armslag te verkrijgen.

Voordelen van achtergestelde leningen

Een achtergestelde lening heeft verschillende voordelen, zowel voor de ondernemer als voor de banken of andere financiers die vervolgfianciering verstrekken. Een achtergestelde lening verbetert de toegang tot andere financiering, omdat het risico wordt verlaagd voor banken of andere financiers die aanvullende leningen of kredieten verstrekken. Daarnaast wordt het garantievermogen van een achtergestelde lening onder bepaalde voorwaarden tot het eigen vermogen van de onderneming gerekend, waardoor het de solvabiliteit van een onderneming versterkt. Hierdoor kunnen banken of andere financiers eerder geneigd zijn om (meer) financiering te verschaffen in vergelijking tot wanneer de onderneming geen achtergestelde lening zou hebben. Een hogere solvabiliteit zorgt voor minder financieringsbeperkingen.³¹ Hierbij moet wel de kanttekening worden geplaatst dat dit effect beperkt kan zijn, omdat solvabiliteit en zekerheden voor bancaire financiering de laatste jaren relatief minder belangrijk zijn geworden. Banken kijken vooral naar de terugbetaalcapaciteit van de onderneming (cash flow), zo blijkt uit gesprekken. Ook het verstrekken van een achtergestelde lening kan gezien worden als een signaal van vertrouwen in de toekomst van het bedrijf, wat vertrouwen uitstraalt naar andere investeerders of kredietverstrekkers in de continuïteit van de onderneming.

Het exacte hefboomeffect van een achtergestelde lening op vervolgfianciering is lastig te bepalen en afhankelijk van veel factoren. Uit een recente rapportage van onder andere de Winwinlening³² blijkt dat de achtergestelde leningen die gebruik maken van de regeling als hefboom werken voor bancair krediet, vanwege het karakter van quasi eigen vermogen.³³ De kanttekening hierbij is dat die achtergestelde leningen zeer lage rentepercentages kennen (2,9% - 5,8%). Door dit lage rentepercentage is het niet verwonderlijk dat de leningen als hefboom werken. Uit de evaluatie van de afgeschafte Durfkapitaalregeling blijkt dat dit hefboomeffect wel werd ervaren door ondernemers. Bij ondernemers met een lening van particulieren, gaf 40% aan dat de achtergestelde lening ertoe heeft bijgedragen om andere externe financiering te verkrijgen.³⁴ De overgrote meerderheid hiervan (83%) betrof banken die de vervolgfianciering verstrekten, gevolgd door familie/vrienden (6%), andere particulieren (6%) en overige financiers (6%). Verder gaf 5% van de bedrijven aan dat de achtergestelde lening niet had bijgedragen aan het verkrijgen van andere externe financiering en bij 55% van de ondernemers was er geen behoefte aan andere externe financiering. In een rapportage uit 2014 van de kwartiermaker voor de uitwerking van de Nederlandse Investeringsinstelling (NII) wordt ook een hefboomeffect benoemd van achtergestelde leningen, maar dit wordt verder niet

³¹ CBS (2024). Toegang tot financiering en bedrijvenheterogeniteit

³² Een Vlaamse regeling, vergelijkbaar met de Durfkapitaalregeling. Deze regeling maakt het mogelijk om via vrienden, familie en particuliere investeerders tot €300.000 te lenen [Winwinlening | PMV].

³³ [vlaamsparlament.be]

³⁴ De respons van bedrijven op de survey is wel beperkt: slechts 45 bedrijven met een directe durfkapitaallening hadden de vraag met betrekking tot het hefboomeffect ingevuld.

onderbouwd.³⁵ In dit onderzoek wordt deze hefboom daarnaast specifiek benoemd bij het verstrekken van achtergestelde leningen via een fonds, niet via particulieren.

Ook uit de interviews komt naar voren dat achtergestelde leningen de solvabiliteit kunnen verhogen en daarmee meer zekerheid bieden aan vervolffinanciers om in te stappen. Er wordt genoemd dat een achtergestelde leningen bijdragen aan het verkrijgen van vervolffinanciering, hoewel dit effect beperkt kan zijn doordat vervolffinanciers (zoals banken) ook kijken naar andere parameters dan solvabiliteit.

Op basis van bovenstaande argumentatie concluderen we dat achtergestelde leningen mogelijk een beperkt positief effect kunnen hebben op vervolffinanciering van bijvoorbeeld banken, maar dat dit effect niet eenduidig te kwantificeren is.

Nadelen van achtergestelde leningen

Achtergestelde leningen kennen ook een aantal nadelen. Ten eerste is de rente van achtergestelde leningen hoger dan bij niet-achtergestelde leningen. Omdat de risico's bij achtergestelde leningen hoger zijn dan bij niet-achtergestelde leningen wordt ter compensatie voor dit risico een hogere (soms winstafhankelijke) rentevergoeding in rekening gebracht.³⁶ De hoge rentelast vormt kan zorgen voor minder beschikbare cash flow voor andere activiteiten, wat een mogelijke hefboomwerking op vervolffinanciering beperken.

Ten tweede geldt voor de verstrekker van de achtergestelde dat de lening risicovoller kan zijn dan andere leningen, omdat de lening is achtergesteld aan andere schulden. Hierdoor dient er een zorgvuldige screening/due diligence gedaan te worden (wat tijdsintensief is) van het bedrijf dat wordt gefinancierd, om het risico op het niet terugbetalen van de lening te beperken.

2.2.2 Startups

Startups in Nederland kunnen over het algemeen vrij goed de eerste financiering aantrekken, waarvoor een aantal instrumenten bestaan.³⁷ De knelpunten in Nederland liggen vooral op het gebied van scale-up financiering.³⁸ In ander onderzoek wordt desalniettemin benoemd aan dat er wel een groeiend financieringstekort lijkt te zijn bij Nederlandse startups in de vroege fase.³⁹ De vroege fase wordt in dat onderzoek ook voorbereidingsfase/startfase⁴⁰ genoemd en gelijk gesteld aan de pre-seed en seed fase (tickets tussen €0 en €4 miljoen). Dit is dus een vrij

³⁵ [tweedekamer.nl]

³⁶ De rentevergoeding gaat meestal direct in bij het aangaan van de lening. Indien een particulier persoon de achtergestelde lening verstrekt wordt deze tot het vermogen in Box 3 gerekend en als zodanig belast voor zover het totale vermogen hoger is dan de vrijstelling.

³⁷ Kies voor baten - IBO Bedrijfsfinanciering

³⁸ Kies voor baten - IBO Bedrijfsfinanciering

³⁹ Pwc (2022). Het onbenut potentieel in de financiering van startups [rijksoverheid.nl]

⁴⁰ Hierbij wordt de fase gedefinieerd als de fase waarin het bedrijfsidee wordt gecreëerd voor het op de markt brengen van het product/dienst en een gefinancierd bedrijfsplan wordt opgesteld.

brede range van financieringstickets. In deze vroege fase investeren vooral business angels en (in mindere mate) venture capitalists (VC)'s en ROM's en vinden er investeringen plaats via bijvoorbeeld de Vroegefasefinanciering (VFF) en de Seed Capital en Seed Business Angel regeling. Verder vinden er onderhandse investeringen plaats, waarvan de grootte niet bekend is. Ondernemers in de vroege fase ervaren het financieringslandschap als gefragmenteerd en vinden het lastig om contact te leggen met business angels.⁴¹ In Nederland was het percentage Angel investeringen van pre-seed en seed-investeringen (€0-€4 miljoen) volgens data van Dealroom 8% in 2020, wat een stuk lager was dan in het VK (13%) of Duitsland (23%).⁴² Kanttekening is hierbij dat de data over Angel investeringen in Nederland, het VK en Duitsland mogelijk niet compleet is, omdat investeringen onderhands plaatsvinden.

Het extern financieren van een startende onderneming is vaak lastig gelet op informatieproblemen en de vraag of de onderneming zich in de toekomst wel succesvol zal ontwikkelen. Vaak wordt ter financiering van de vroege fase in eerste instantie dan ook gebruik gemaakt van geldmiddelen afkomstig van de ondernemer(s) zelf. Daarbij is het ook mogelijk dat de startende ondernemer(s) een persoonlijke lening bij een bank of andere aanbieder afsluiten waarbij de eigen woning of andere persoonlijke bezittingen als onderpand dienen (dit geldt ook voor startend en klein regulier mkb). Daarnaast kan in deze vroege fase een beroep worden gedaan op de familie en vriendenkring die bereid zijn geld te lenen of te schenken aan de startende ondernemer(s). Het is onbekend in welke mate dit plaatsvindt. Voor de meeste startende ondernemingen zijn de benodigde bedragen in de vroegste beginfase niet dusdanig groot dat ze gebruik moeten maken van aanbieders van risicokapitaal (voor kapitaalintensieve startups kan dit anders zijn).

Naarmate de onderneming zich verder ontwikkelt neemt de behoefte aan verdere financiering en de omvang daarvan echter toe. In deze financieringsbehoefte kan niet intern worden voorzien door middel van winstinhouding omdat de onderneming in de meeste gevallen nog niet winstgevend is. Daarnaast zijn de middelen van de startende ondernemer en familie en vrienden meestal niet voldoende toereikend om de verdere groei van de onderneming te blijven financieren. Door gebrek aan onderpand en zekerheden zijn banken meestal terughoudend met het verstrekken van leningen in deze nog altijd beginfase van de onderneming. Het aantrekken van eigen vermogensfinanciering bij externe (particuliere) investeerders is daarmee nodig.

Meerwaarde eigen vermogen financiering voor vervolffinanciering

Eigen vermogen kan worden verstrekt door verschillende partijen. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan particuliere investeerders die individueel of via een crowdfunding platform investeren, particuliere investeerders die in startende ondernemingen investeren zoals business angels maar ook professionele investeerders zoals VC's, (semi)publieke fondsen als Seed Capital fondsen en Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) en accelerators/universiteiten.

⁴¹ KplusV (2020). Risicokapitaal in de Vroege Fase, Onbenut potentieel verzilveren. [rijksoverheid.nl]

⁴² Pwc (2022). Het onbenut potentieel in de financiering van startups [rijksoverheid.nl]

Omdat de onderneming zich verder heeft ontwikkeld zijn de onzekerheden, hoewel nog groot, nu minder groot dan in de initiële fase van ontwikkeling. Bij familie en vrienden zijn zaken vaak informeel geregeld en zijn ze meer passief bij de onderneming betrokken. Bij business angels en professionele investeerders dient de ondernemer veelal een investeringscontract te tekenen waarbij de externe investeerder bepaalde rechten worden toegekend (bijvoorbeeld betreffende de goedkeuring van de uitgifte van nieuwe aandelen; de goedkeuring van de verkoop van de onderneming als geheel; het goedkeuren van het aangaan van grote investeringen door de onderneming). Vaak is er ook met grote regelmaat contact met de business angel of professionele investeerder. De ondernemer heeft nu weliswaar zeggenschap aan een buitenstaander opgegeven maar krijgt daar ook ondersteuning voor terug. Business angels en professionele investeerders zullen, naast geld in ruil voor een aandelenbelang, de startende ondernemer ook verder helpen met het uitbouwen van de ondernemingen door middel van hun netwerk en ervaring. Dit vergroot de kans op een verdere succesvolle ontwikkeling van de startende onderneming (smart money).

Mocht de onderneming zich succesvol verder ontwikkelen ontstaat de noodzaak tot nog hogere bedragen aan vervolffinanciering. Er kunnen bijvoorbeeld meerdere financieringsrondes bij VC's worden opgehaald. Als deze bedragen boven de ticketgrootte van de huidige investeerders liggen, kunnen door middel van hun reputatie en contacten in het bijzonder business angels en professionele investeerders echter behulpzaam zijn bij de zoektocht naar vervolffinanciers zoals banken en participatiemaatschappijen. Op deze manier kunnen ze de kans op het succesvol aantrekken van vervolffinanciering verhogen⁴³.

De effecten van investeringen in startups middels aandelenkapitaal op vervolginvesteringen zijn lastig te kwantificeren. Wat betreft business angels zijn de resultaten lastig te kwantificeren, door de heterogeniteit van bedrijven waarin wordt geïnvesteerd.⁴⁴ Investeren van business angels kunnen mogelijk een positiever effect hebben op vervolginvesteringen van VC's dan investeringen via bijvoorbeeld crowdfunding platforms volgens onderzoek uit 2019.⁴⁵ Dit lijkt erop te duiden dat dit type investeerder (business angel) nauwer betrokken is dan bijvoorbeeld particulieren via crowdfunding door ook advies te geven (smart money) en daardoor wellicht een positievere impact hebben op vervolffinanciering. Startups met een investering via equity crowdfunding hebben een 23,7% lagere kans om vervolffinanciering aan te trekken van VC's dan startups met een investering van business angels.⁴⁶ Verder investeren ROM's mits er een private investeerder meedoet (vaak VC's, in de vroege fase kan dit ook een business angel zijn) hoewel dit bij VFF

⁴³ [Eindrapport Evaluatie Seed Capital Regeling, Business Angel regeling en Dutch Venture Initiative \(overheid.nl\)](#)

⁴⁴ OECD (2016). The role of business angel investments in SME finance [[oecd.org](#)]

⁴⁵ Moedl, Michael and Moedl, Michael, Is Wisdom of the Crowd a Positive Signal? Effects of Crowdfinancing on Subsequent Venture Capital Selection (August 1, 2019). Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 18-15,

⁴⁶ Bonini, S., Capizzi, V., Giudici, G., & Tenca, F. (Im) Perfect Substitutes: Business Angels and Crowd Sourced Startup Funding.

geen vereiste is. Uit eerder onderzoek van Dialogic blijkt dat de kans op vervolgfianciering⁴⁷ met 29,3 procentpunt toeneemt voor ondernemingen met een participatie uit een Seed Capital fonds of Seed Business Angel, vergeleken met een groep gematchte bedrijven zonder investering van een Seed fonds.⁴⁸ Verder tonen meerdere studies aan dat bedrijven meestal eerst investeringen van business angels verkrijgen, waarna in een later stadium investeringen van VC's volgen.⁴⁹ Business angels kunnen financiering van VC's bevorderen door informatieasymmetrie te verminderen en met hun coaching het bedrijf verder te helpen. In dezelfde studie wordt echter ook aangegeven dat business angels en VC's in sommige gevallen substituten kunnen zijn wat betreft financiering in plaats van complementair aan elkaar, omdat ze in verschillende typen bedrijven investeren.⁵⁰

Uit de evaluatie van de Duitse INVEST-regeling komt naar voren dat er een positief effect is van de investeringen via de regeling op vervolgfianciering: 62% van de bedrijven geeft aan dat dit positief heeft bijgedragen aan vervolgfianciering.⁵¹ In het VK wordt door 55% van de bedrijven met een investering via de SEIS-regeling aangegeven dat vervolgfianciering hierdoor makkelijker was op te halen.⁵² Vergeleken met een controlegroep van bedrijven, hebben bedrijven met een financiering via INVEST gemiddeld gezien 5%-13% meer aan aandelenkapitaal opgehaald. Overigens wordt ook genoemd dat er een bepaald selectie-effect is, waarbij juist de *investor-ready* bedrijven via de regeling financiering hebben verkregen van business angels.

Op basis van bovenstaande argumentatie en onderzoeken stellen we vast dat eigen vermogen financiering mogelijk een positieve impact kan hebben op vervolgfianciering, maar dat dit effect lastig valt te kwantificeren. Uit de evaluatie van de Seed Business Angel regeling blijkt dat investeringen van business angel fondsen in Nederland leiden tot meer vervolgfianciering voor de bedrijven waarin is geïnvesteerd. Hierbij gaat het dus om business angel investeringen via fondsen (in plaats van investeringen van individuele business angels). Het effect van investeringen in aandelenkapitaal van business angels zou, op basis van beperkt beschikbare publicaties, groter kunnen zijn dan het effect van particuliere investeringen in aandelenkapitaal via crowdfunding platforms.

⁴⁷ Een bedrijf krijgt vervolgfianciering als het in minstens één jaar ná de toekenning van de financiering ook vervolgfianciering heeft ontvangen volgens de gegevens van de NVP.

⁴⁸ Dialogic, SEO en Technopolis (2024). Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angel regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022

⁴⁹ Capizzi & Tenca (2021). Do Business Angels' Investments Make It Easier to Raise Follow-on Venture Capital Financing? An Analysis of the Relevance of Business Angels' Investment Practices

⁵⁰ Hellman, Schure & Vo (2021). Angels and venture capitalists: Substitutes or complements?

⁵¹ Evaluation Invest 2016 [https://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Evaluation_INVEST_20160616.pdf]

⁵² Seed Enterprise Investment Scheme Evaluation (2022). [gov.uk]

2.3 Behoefte en gebruik risicodragend kapitaal mkb en startups

2.3.1 Mkb

De volgende sectie gaat in op het mkb en hun behoefte naar en gebruik van achtergestelde leningen. We schetsen eerst een beeld op basis van literatuuronderzoek. Vervolgens analyseren we de behoefte aan de hand van de CBS Financieringsmonitor.

Algemeen beeld

Achtergestelde leningen verstrekt door familie en vrienden van de ondernemer en particuliere investeerders zijn niet zichtbaar en daarmee niet te kwantificeren deel van het aanbod van achtergestelde leningen. Over de hoeveelheid van deze onderhandse leningen zijn geen cijfers beschikbaar. Het is dus onvoldoende duidelijk hoe groot het totale aanbod aan achtergestelde leningen is, wat de vraag naar achtergestelde leningen onder MKB-ondernemingen is en daarmee tot in hoeverre er sprake is van een on vervulde behoefte aan dergelijke leningen. Verder is het aannemelijk dat wanneer investeringen in mkb-bedrijven fiscaal worden gestimuleerd, een deel van de verstrekkers van deze onderhandse leningen gebruik zal maken van de regeling. Hiermee wordt een deel van de markt zichtbaar, maar is er dus ook een bepaalde hoeveelheid van investeringen die zonder de regeling ook al plaats zouden vinden (deadweight loss).

De behoefte van het mkb aan achtergestelde leningen is niet eenduidig kwantitatief onderbouwd in eerder onderzoek. In onderzoek van de SER wordt de jaarlijkse behoefte aan achtergesteld kapitaal geschat op circa €650 miljoen.⁵³ Echter wordt deze inschatting van de behoefte aan achtergesteld kapitaal verder niet onderbouwd. Het is dus de vraag in hoeverre dit een realistische schatting is (ook omdat deze inschatting in 2014 is gemaakt). PwC (2021) schat de on vervulde vraag van het mkb voor achtergesteld kapitaal op €300 tot €500 miljoen per jaar.⁵⁴ Een kanttekening bij deze schatting is dat het een ruwe schatting is gebaseerd op een kleine steekproef aan bedrijven en dat het onduidelijk is of rekening is gehouden met het rentepercentage van de achtergestelde leningen. In ander onderzoek wordt gesproken over een kredietbehoefte van het mkb van €1 miljard tot €3 miljard per jaar, maar dit betreft de gehele kredietbehoefte en niet alleen achtergestelde leningen.⁵⁵ Kijkend naar het zichtbare deel van de aanbodkant van de markt, lijkt het erop dat voor het grotere MKB er meer aanbod aan achtergestelde leningen is dan voor het kleinere MKB. De vraag blijft echter of het kleinere MKB niet voldoende terecht kan bij het minder zichtbare deel van de markt voor achtergestelde leningen verstrekt door familie, vrienden en particuliere investeerders en/of andere vormen van non-bancaire financiering voldoende ingang hebben gevonden waardoor er geen specifieke behoefte is aan achtergestelde leningen.

⁵³ SER (2014). Verbreding en versterking financiering mkb

⁵⁴ PwC (2021). Versterking solvabiliteit van het mkb

⁵⁵ [eerstekamer.nl]

Latente behoefte en redenen niet-gebruik achtergestelde leningen

Of een mkb-onderneming zich oriënteert op een achtergestelde lening is ook afhankelijk van in hoeverre die daarmee bekend is. Uit de publicatie van de Financieringsmonitor 2023 van CBS blijkt bijvoorbeeld dat het overgrote deel van mkb-ondernemingen zich oriënteert op bancaire financiering wegens bestaande kredietrelaties en bekendheid met deze vorm van financiering.

In samenwerking met Qredits hebben wij een vragenlijst uitgezet onder 703 bedrijven binnen het kleinbedrijf.⁵⁶ Hieruit komt naar voren dat 18% van de bedrijven bekend is met achtergestelde leningen als vorm van vreemd vermogen. Dit betekent dat 82% dus niet bekend is met achtergestelde leningen. De uitgevraagde groep bedrijven is een groep die al op zoek is naar financiering. Dit betekent dat de bekendheid met achtergestelde leningen onder het gehele kleinbedrijf mogelijk nog lager is. Van de bedrijven die bekend zijn met achtergestelde leningen, zou slechts 7% een achtergestelde lening overwegen als vorm van financiering. De meerderheid geeft aan eerder een banklening, rekening courant of een onderhandse lening te overwegen.

Door het deel van de bedrijven die geen achtergestelde lening zouden overwegen, is aangegeven dat het aanvragen van een achtergestelde lening in combinatie met een andere financieringsvorm te ingewikkeld kan zijn. Ook wordt aangegeven dat andere financieringsvormen voordeliger zijn of dat er geen verstrekker van achtergestelde leningen kan worden gevonden. Voor uitspraken over redenen waarom deze bedrijven *we*/gebruik zouden maken van een achtergestelde lening, was de respons te laag. Op basis van de interviews en literatuuronderzoek komt naar voren dat de hefboomwerking van achtergestelde leningen een reden kan zijn om gebruik te maken van dit type financiering.

Een aantal jaar geleden (in 2016-2017) heeft Qredits een pilot uitgevoerd met een fonds voor achtergestelde leningen. De beoogde achtergestelde leningen van dit fonds zijn uiteindelijk weggezet, maar het bleek meer tijd en moeite te kosten dan verwacht om de leningen te verstrekken (een deel van het budget is ook niet gebruikt). Er werd vervolgens geen grootschaliger gevolg aan de pilot gegeven, omdat de markt voor achtergestelde leningen in het kleinbedrijf te gering bleek.

CBS Financieringsmonitor

Om de behoefte en het gebruik van risicodragend kapitaal in cijfers te kunnen uitdrukken gebruiken we data uit de CBS Financieringsmonitor. Op basis van die data kijken we naar de behoefte en het gebruik van achtergestelde leningen vanuit het mkb. Om de uitkomsten daarvan te kunnen interpreteren, dient er eerst een aantal aspecten van deze databron te worden toegelicht. Voor het mkb wordt hier specifiek naar achtergestelde leningen als externe financieringsvorm gekeken. Hieronder gaat dus zowel de overweging als het gebruik over die vorm van financiering. Daarnaast gebruikt het CBS voor de Financieringsmonitor een eigen afbakening

⁵⁶ Een kleinbedrijf valt onder het mkb (midden- en kleinbedrijf). Een kleinbedrijf heeft minder dan 50 medewerkers en een maximaal netto-jaaromzet van € 12 miljoen of een balanstotaal kleiner of gelijk aan € 6 miljoen.

van het mkb, namelijk het mkb in de business economy (tussen de 2 en 250 werkzame personen én enkel binnen SBI's B-L (excl. K) en 95). Zowel de beperking op jaaromzet als het jaarlijkse balanstotaal zijn dus geen onderdeel van de afbakening in de Financieringsmonitor, waarmee de definitie dus afwijkt van de rest van dit rapport. Waar hieronder over het mkb in combinatie met de Financieringsmonitor wordt gesproken, gaat het dus om deze specifieke groep binnen het mkb. Zie de publicatie⁵⁷ van het CBS over de monitor voor verdere uitleg en motivatie met betrekking tot dergelijke afbakeningen en terminologie.

Binnen de Financieringsmonitor gaat het niet enkel om behoefte en gebruik. Er is hier namelijk sprake van een specifieke gelaagdheid, zoals te zien is in Figuur 1. Daarbij volgt de behoefte naar een achtergestelde lening op een financieringsbehoefte in het algemeen. De behoefte naar specifiek een achtergestelde lening wordt hieronder daarom aangeduid als oriëntering of overweging.

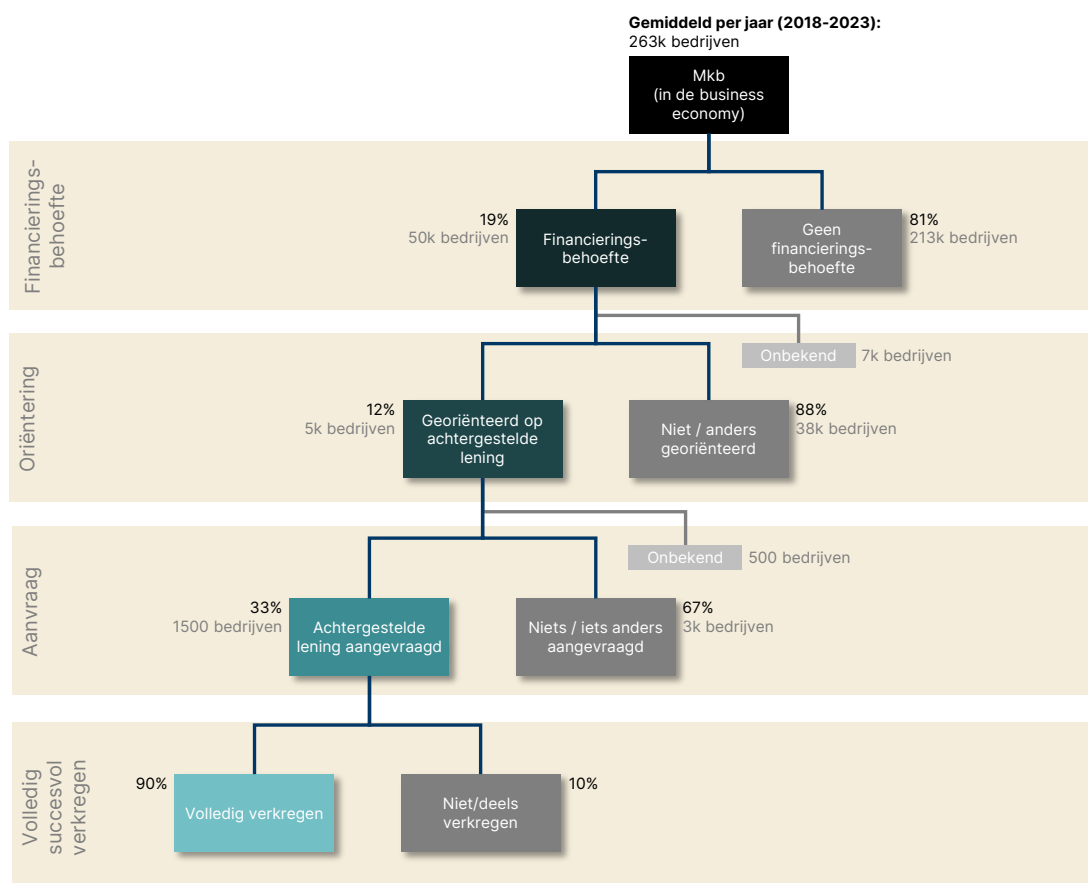
Verder gaat het *gebruik* van een financieringsvorm binnen de Financieringsmonitor enkel om een *volledig* vervulde aanvraag⁵⁸ voor de *meest recent* gedane aanvraag (ongeachte financieringsvorm) door een bedrijf in het jaar van enquêtering. Een lacune in deze databron is dus dat er geen zicht is op eerder door een bedrijf gedane financieringsaanvragen in dat jaar of gedeeltelijk vervulde aanvragen voor een specifieke financieringsvorm.

Bedrijven kunnen, in de praktijk, in eenzelfde jaar natuurlijk ook eerst op andere vormen oriënteren, zoals een banklening, en vervolgens worden doorverwezen naar een vorm als een achtergestelde lening. Dergelijke dynamiek is echter niet uit de data te halen, in de monitor geeft een bedrijf namelijk alle vormen op die dat bedrijf in het afgelopen jaar heeft overwogen.

Ook laat Figuur 1 zien dat oriëntering niet direct verbonden is aan het verkrijgen van financiering. Hiertussen zit nog de fase waarin een bedrijf kan besluiten om geen aanvraag te doen voor specifiek een achtergestelde lening.

⁵⁷ CBS Financieringsmonitor 2023 (2024). [[cbs.nl](https://www.cbs.nl)]

⁵⁸ Voor een gedeeltelijke vervulde vraag is namelijk de financieringsvorm niet goed af te leiden.



Figuur 1. Behoeft naar en verkrijging⁵⁹ van een achtergestelde lening onder het mkb (gemiddeld⁶⁰ per jaar over 2018-2023, deels afgerond, bron: CBS FINMON, N=25.181 observaties⁶¹ voor 2018-2023)

Behoeft achtergestelde leningen

Uit de CBS Financieringsmonitor volgt dat het aandeel mkb'ers met een *algemene* financieringsbehoefte (dus ongeacht financieringsvorm) is gedaald van 24% in 2018 naar 15% in 2023. *Binnen* die 15%, heeft in dat laatste jaar minder dan een tiende zich georiënteerd op *specifiek een achtergestelde lening* (zie Figuur 2). Over de afgelopen 6 jaar is die oriëntering hierop onder financieringsbehoefte mkb'ers duidelijk gehalveerd, met een kleine opleving rond de lockdownperiode tijdens de COVID-19 pandemie.

Tijdens de coronaperiode hadden veel bedrijven een grotere liquiditeitsbehoefte door een gedaalde omzet en door de daling in de liquiditeitspositie verslechterde ook de solvabiliteit (hoewel dit door de coronasteunmaatregelen deels werd opgevangen).⁶² In sommige sectoren hadden bedrijven echter betere liquiditeitsposities dan voor de coronacrisis (vooral in het bouw en onderwijs).

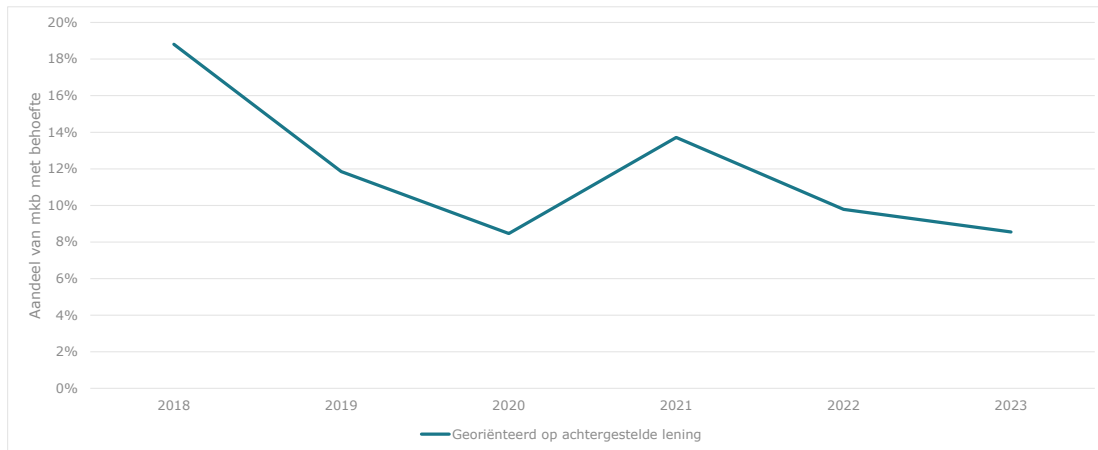
⁵⁹ Enkel voor de meest recent gedane aanvraag in dat jaar.

⁶⁰ Niet gecorrigeerd naar verschillen in aantal mkb'ers per jaar

⁶¹ Dit zijn het aantal respondenten, om dit om te zetten naar de populatie wordt er een ophooggewicht gebruikt.

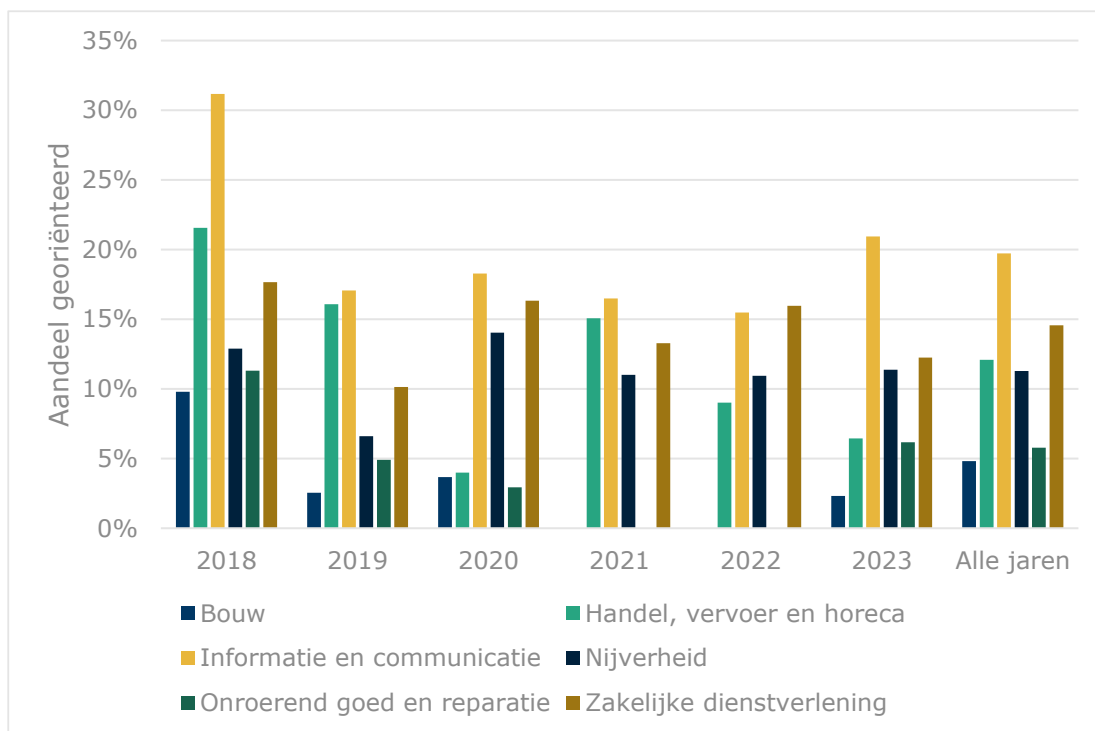
⁶² CPB (2021). COVID-19 en de gevolgen voor het Nederlandse mkb en banken

Een achtergestelde lening wordt overigens in de meeste gevallen niet als enige oriënteringsop-
tie gezien voor deze groep aan bedrijven. Voor ruim 70% van de keren dat een mkb'er zich in de
afgelopen jaren (2018-2023) op een achtergestelde lening oriënteerde, oriënteerde deze
mkb'ers zich tegelijkertijd ook op een banklening.

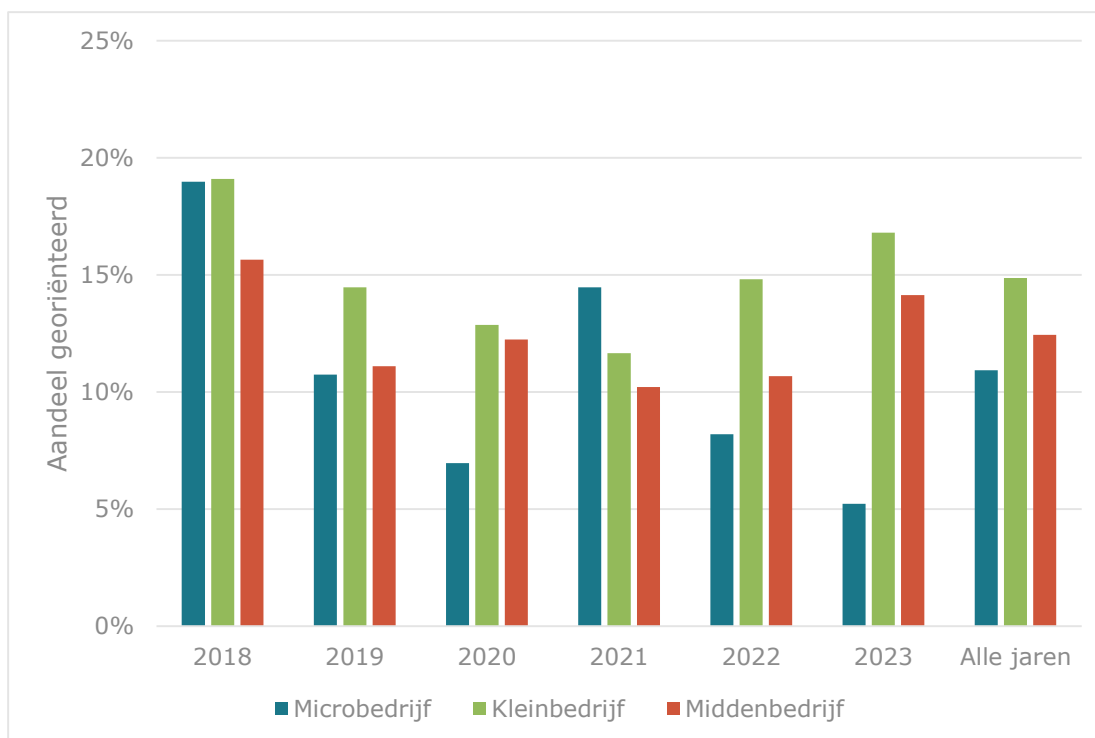


**Figuur 2. Aandeel financieringsbehoefte mkb'ers in de business economy dat zich specifiek op een achterge-
stelde lening heeft georiënteerd (bron: CBS FINMON, N=25.181 observaties voor 2018-2023)**

Om een beeld krijgen van bij wat voor mkb'ers de behoefte naar een achtergestelde lening pre-
cies zit, kan de oriëntering naar een achtergestelde lening worden uitgesplitst naar
verschillende achtergrondkenmerken van de bedrijven. Uit de onderstaande drie figuren blijkt
dat er binnen de sectoren *Informatie en communicatie*, *Handel, vervoer en horeca* en *Zakelijke
dienstverlening* relatief het meest wordt georiënteerd op een achtergestelde lening. Hier zijn
echter over de tijd wel trends te zien waarin de sectoren onderling van elkaar verschillen. Ver-
der lijkt er met name een behoefte te zijn onder het kleinbedrijf en bij jonge bedrijven maar ook
hier zijn verschillende dynamieken waar te nemen over tijd. Er blijkt uit de data dus met name
interesse naar achtergestelde leningen naar voren te komen onder jonge (<5 jaar) (startende)
mkb-ondernemingen in de informatie- en communicatiesector.

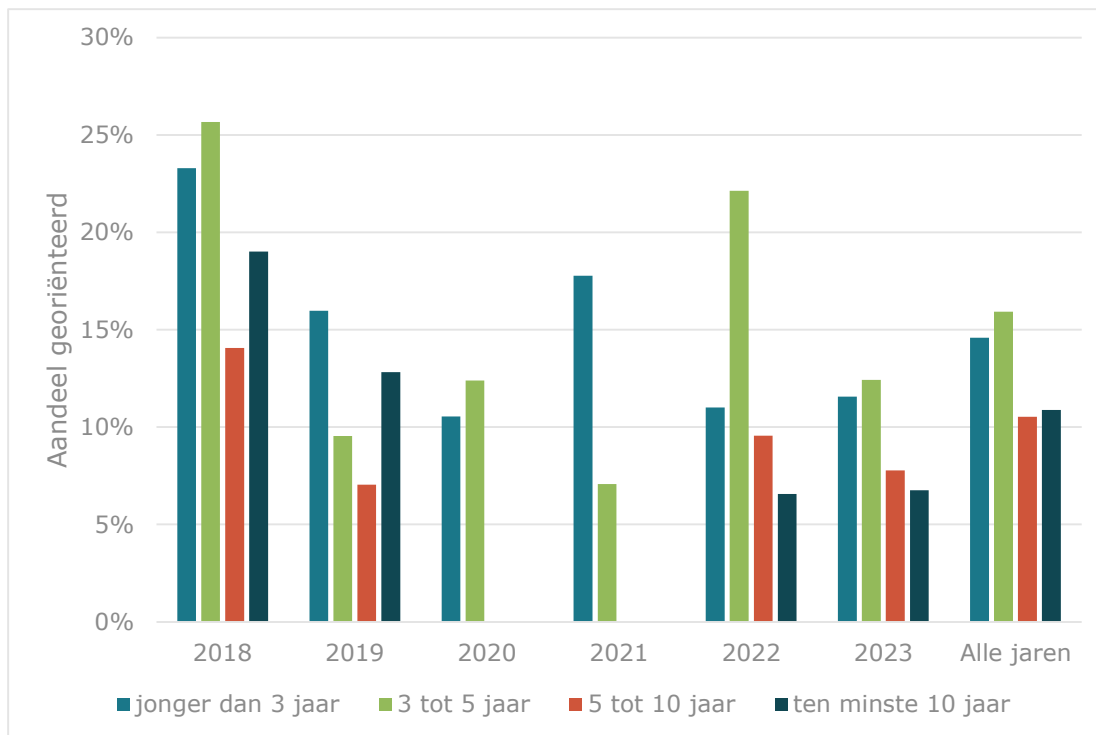


Figuur 3. Aandeel financieringsbehoefte mkb'ers dat zich op een achtergestelde lening heeft georiënteerd per sector (bron: CBS FINMON, N⁶³=5.861 observaties voor 2018-2023)



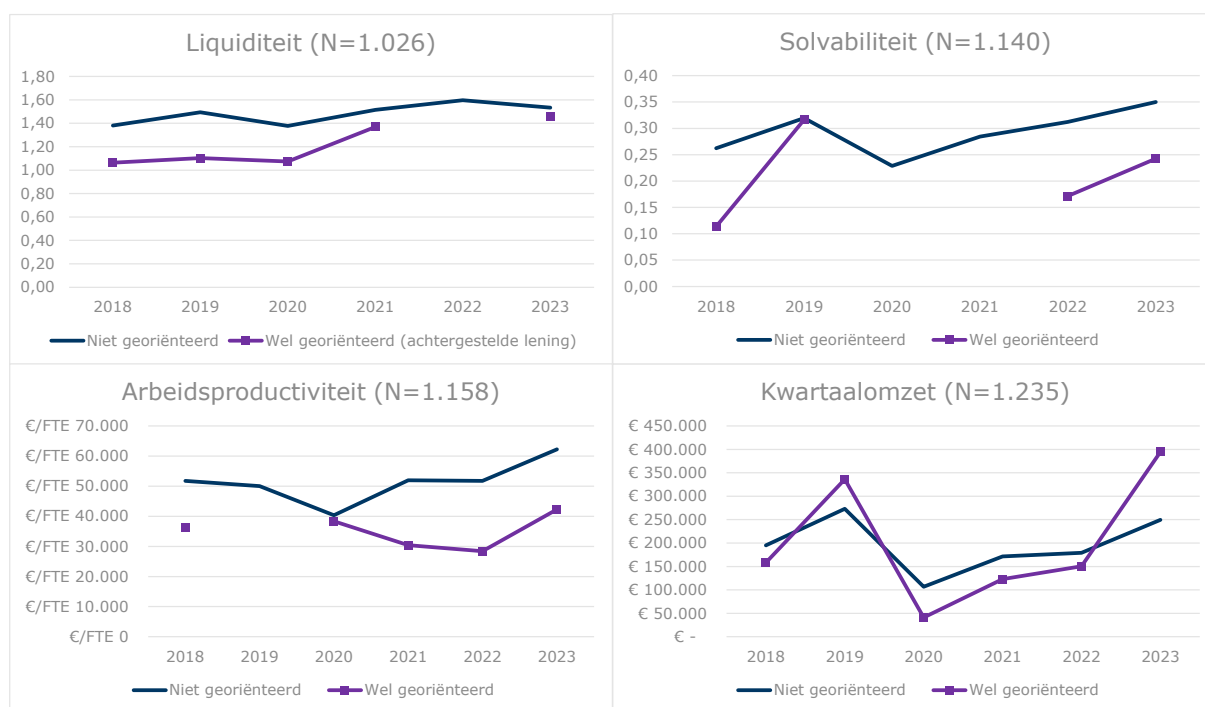
Figuur 4. Aandeel financieringsbehoefte mkb'ers dat zich op een achtergestelde lening heeft georiënteerd per grootteklasse (bron: CBS FINMON, N=5.861 observaties voor 2018-2023)

⁶³ Zowel de respondenten die aangaven zich te oriënteren als respondenten die aangaven niet te oriënteren.



Figuur 5. Aandeel financieringsbehoefte mkb'ers dat zich op een achtergestelde lening heeft georiënteerd per bedrijfsleeftijd (bron: CBS FINMON, N=5.839 observaties voor 2018-2023)

De financiële achtergrond van de oriënterende mkb'ers (Figuur 6) schetst in eerste instantie een beeld van een minder stevige financiële positie van mkb'ers die zich op achtergestelde leningen oriënteren. Zowel de liquiditeit, solvabiliteit als de arbeidsproductiviteit liggen hier lager. Dit is in vergelijking tot mkb'ers met een financieringsbehoefte die op andere vormen of niet oriënteren. Er kunnen echter meerdere oorzaken daaraan ten grondslag liggen. Het hoeft niet zo te zijn dat ondernemers wegens een verslechterde financiële positie specifiek naar achtergestelde leningen in plaats van andere financieringsvormen zoeken (hoewel we dus ook een lagere productiviteit zien bij oriënterende bedrijven, wat niet duidt op groei).



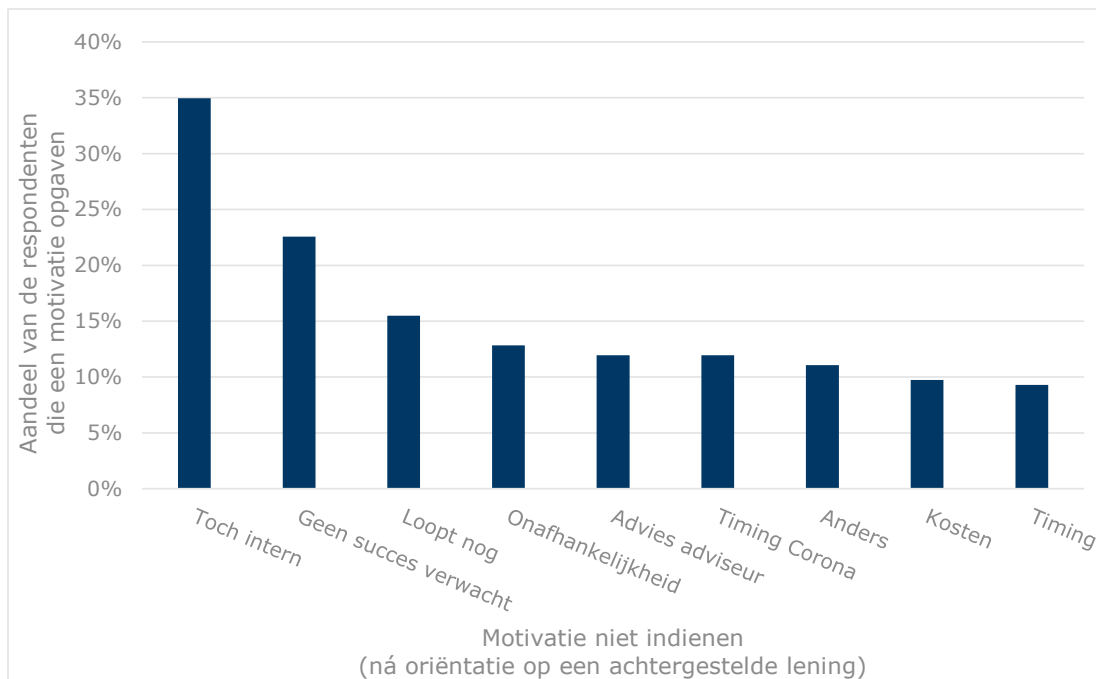
Figuur 6. Vergelijking mediaan financiële indicatoren voor mkb'ers met financieringsbehoefte die wel/niet op een achtergestelde lening hebben georiënteerd (bron: CBS FINMON) ^{64,65}

Na op een achtergestelde lening georiënteerd te hebben kiest gemiddeld (over de jaren 2018-2023) een derde van die mkb'ers er ook daadwerkelijk voor om een aanvraag naar een achtergestelde lening in te dienen (Figuur 1)⁶⁶. De meest genoemde reden om na oriëntatie toch geen aanvraag te doen is dat de behoefte uiteindelijk toch intern gefinancierd kon worden (Figuur 7). Daarop volgen de redenen dat er wordt verwacht toch geen succes te kunnen behalen en dat de aanvraag nog lopende is.

⁶⁴ We moeten ons bij het exporteren van data houden aan de [outputrichtlijnen](#) van het CBS, mede daarom is er in enkele gevallen sprake van lege waarden of samenvoegingen van categorieën in tabellen en figuren.

⁶⁵ De kwartaalomzet gaat om kwartaal 2 van ieder enquêtejaar.

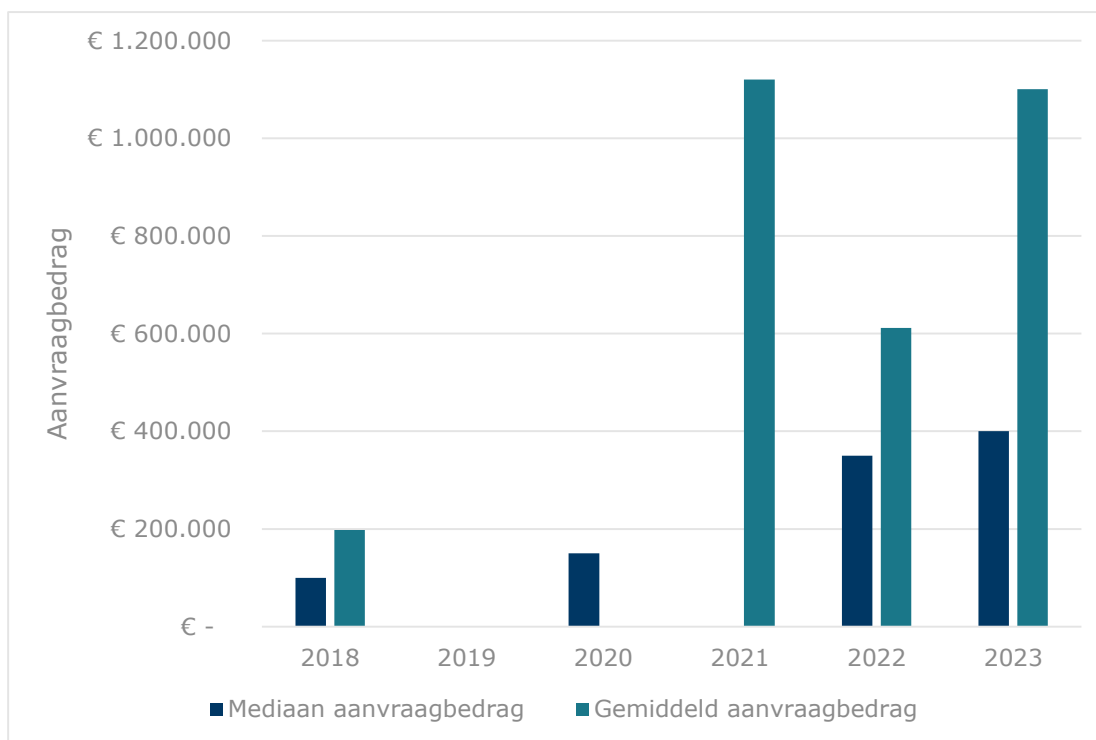
⁶⁶ Zoals eerder vermeld, ligt dit lager dan het werkelijke aandeel, aangezien de Financieringsmonitor enkel vraagt naar de meest recent gedane aanvraag in de afgelopen 12 maanden.



Figuur 7. Motivatie om toch geen aanvraag in te dienen, respondenten konden meerdere redenen opgeven (bron: CBS FINMON, N=226 observaties voor 2018-2023)

Hieronder (Figuur 8) valt te zien dat het gewenste bedrag voor die aanvraag⁶⁷ over de afgelopen jaren is toegenomen. Het gemiddelde schommelt hier flink vanwege uitschieters en is daarmee lastig te interpreteren. Daarom rapporteren we daarnaast ook de mediaan: zo zou op basis van de respons uit de Financieringsmonitor de helft van het aanvraagbedragen voor een achtergestelde lening vanuit het mkb in 2023 onder de €400.000,- hebben gelegen. Op basis van de mediaan lijkt er een stijging te zijn in het aanvraagbedrag, maar gezien de incompleetheid van de data en potentiële invloed van de Corona-periode zijn hier geen conclusies aan te verbinden.

⁶⁷ Bedrijven kunnen gecombineerde aanvragen doen van meerdere financieringsvormen. We houden hier rekening mee door enkel een (door de respondent opgegeven) aandeel van het totale financieringsbedrag te berekenen.



Figuur 8. Mediaan en gemiddeld aanvraagbedrag van mkb'ers die een achtergestelde lening hebben aangevraagd (bron: CBS FINMON, N=246 observaties voor 2018-2023)

Gebruik achtergestelde leningen

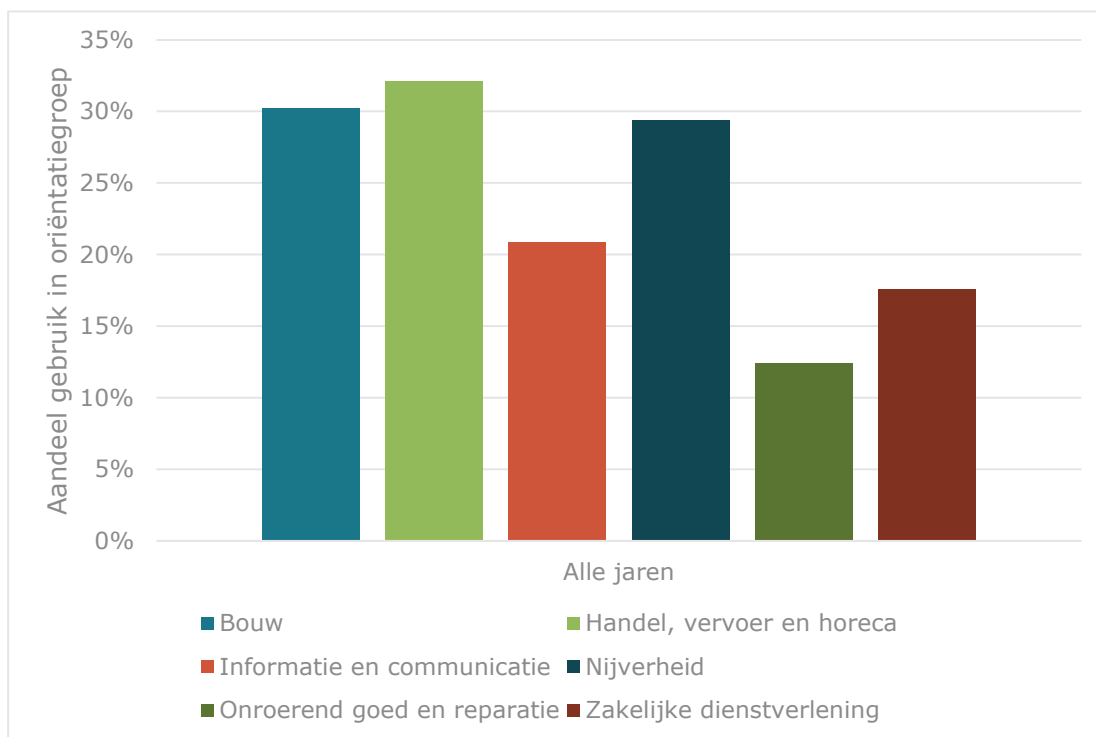
De meeste bedrijven die een achtergestelde lening aanvroegen, hebben dit ook volledig verkregen (90%). Het afwijzingspercentage (10%) blijkt dus vrij gering bij dit type financiering. Dit kan verschillende redenen hebben: van afgewezen tot aan gedeeltelijk verkregen, nog niet verkregen of zelf ingetrokken. Die groep is echter dermate klein dat er geen zinnig patroon in de frequentie van die redenen te bezien is. Ditzelfde geldt voor de verschillen tussen achtergrondkenmerken.

Uiteindelijk maken er jaarlijks gemiddeld (2018-2023) zo'n 1400 mkb'ers (volledig⁶⁸) gebruik van een achtergestelde lening (Figuur 1). Om een beeld te krijgen van waar het gebruik dan zit, worden er hieronder wederom verschillende achtergrondkenmerken uitgelicht. Het gebruik van een achtergestelde lening is hier een aandeel binnen de oriëntatiegroep (ongeacht de aanvraagfase).

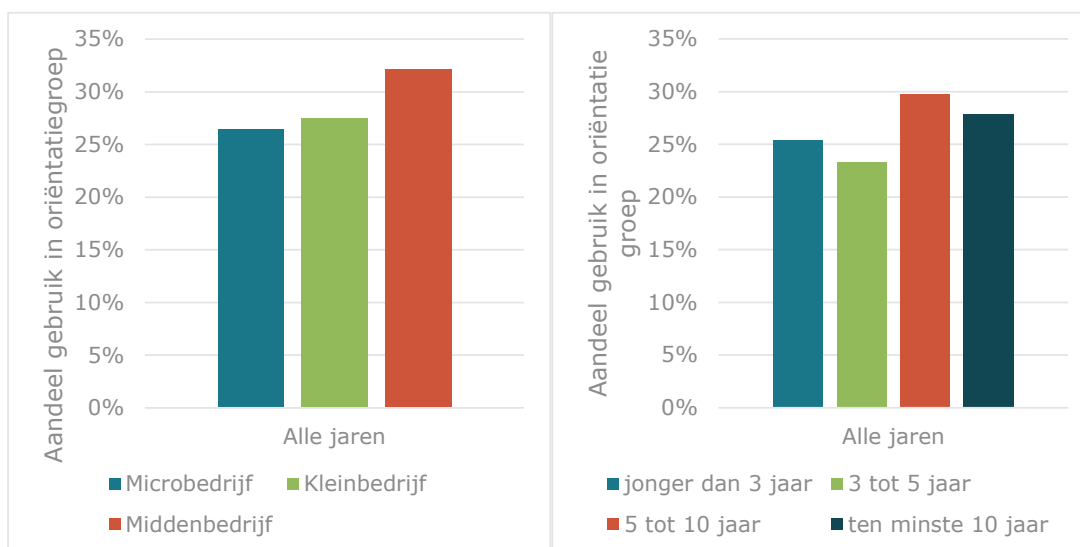
In de oriënterende groep zien we enkel minimale verschillen op achtergrondkenmerken (Figuur 10). Enkel op basis van sector (Figuur 9) lijkt er na oriëntatie meer verschil in uiteindelijk gebruik

⁶⁸ Zoals eerder is vermeld, is gedeeltelijk verkregen financiering niet naar verschillende vormen uitgesplitst in de Financieringsmonitor en kan er hier dus enkel over volledig verkregen financiering worden gesproken.

te zijn tussen sectoren, hier komen *handel, vervoer en horeca*, de *bouw* en *nijverheid* juist naar voren.



Figuur 9. Aandeel oriënterende mkb'ers dat in de meest recente aanvraag in het jaar van een achtergestelde lening gebruik heeft gemaakt, per sector (bron: CBS FINMON, N=863 observaties voor 2018-2023)



Figuur 10. Aandeel oriënterende mkb'ers dat in de meest recente aanvraag in het jaar van een achtergestelde lening gebruik heeft gemaakt; links: per grootteklasse; rechts: per bedrijfsleeftijdsgroep (bron: CBS FINMON, N=246 observaties voor 2018-2023)

De financiële positie van mkb'ers die de achtergestelde lening krijgen lijkt over het algemeen beter dan de positie van de mkb'ers die er wel een aanvraag voor hebben ingediend maar de financiering uiteindelijk niet (volledig) verkrijgen (Tabel 1). Hoewel dit het beeld zou kunnen schetsen dat mkb'ers om veelal financiële redenen na aanvraag niet het volledige bedrag verkrijgen, is dit niet zodanig vast te stellen. De financiële positie van bedrijven die wel succes hadden kan immers ook om andere reden hoger zijn, zoals juist het verkregen hebben van financiering.

Daarnaast gaat het hier om aanzienlijk kleine aantallen in de groep die niet succesvol is. Vergelijken we hieronder ook met de gehele oriënterende groep (Figuur 6 of Tabel 1: Gehele oriënterende groep). Uit die vergelijking volgt dat ook dat de ondernemingen in het mkb die volledig de achtergestelde lening verkrijgen (Tabel 1) een betere liquiditeit en solvabiliteit hebben, al ligt de arbeidsproductiviteit duidelijk lager (met tegelijk een hogere omzet).

Tabel 1. Vergelijking mediaan van financiële indicatoren voor mkb'ers die een aanvraag hebben gedaan

Financiële indicator	Achtergestelde lening verkregen na aanvraag	Alle jaren (2018-2023)	N (observaties 2018-2023)
Liquiditeit	Niet/deels verkregen	1,37	17
Liquiditeit	Volledig verkregen	1,63	57
Liquiditeit	<i>Gehele oriënterende groep</i>	<i>1,26</i>	<i>179</i>
Arbeidsproductiviteit	Niet/deels verkregen	€/FTE 26.972	22
Arbeidsproductiviteit	Volledig verkregen	€/FTE 29.638	134
Arbeidsproductiviteit	<i>Gehele oriënterende groep</i>	<i>€/FTE 34.405</i>	<i>209</i>
Omzet (kwartaal)	Niet/deels verkregen	€ 453.446	23
Omzet	Volledig verkregen	€ 235.373	168
Omzet	<i>Gehele oriënterende groep</i>	<i>€ 150.478</i>	<i>227</i>
Solvabiliteit	Niet/deels verkregen	0,16	17
Solvabiliteit	Volledig verkregen	0,21	82
Solvabiliteit	<i>Gehele oriënterende groep</i>	<i>0,17</i>	<i>206</i>

Samenvatting behoefte achtergestelde leningen mkb

Zowel de behoefte naar, als het gebruik van specifiek achtergestelde leningen vanuit het mkb blijft lastig vast te stellen. Enerzijds kan er namelijk sprake zijn van onbekendheid van de financieringsvorm. Anderzijds is er top-down lastig een beeld te krijgen van het gebruik van een vorm waar niet altijd zicht op is. Daarom is er binnen dit onderzoek ook gekeken naar de uitkomsten van de CBS Financieringsmonitor.

De behoefte onder mkb'ers aan financiering in het algemeen is op basis van de data van de CBS Financieringsmonitor dalende. Daarbinnen is het aandeel dat een achtergestelde lening overweegt ook dalende. Slechts 2,28% van het mkb overwoog sinds 2018 het gebruik van een achtergestelde lening (Figuur 1). Dit zijn zo'n vijfduizend bedrijven per jaar. Hier speelt de onbekendheid zeker ook in mee. Al blijkt uit de vragenlijst via Qredits dat de behoefte onder de bedrijven die er wel mee bekend zijn eveneens laag ligt.

De behoefte zit veelal onder de jonge en kleine bedrijven. Ook zit er meer behoefte onder de meer dienstgerichte sectoren zoals informatie en communicatie, handel, vervoer en horeca ten opzichte van de bouw en onroerend goed. Hier zou het verschil in risico, benodigde financieringstermijn en kapitaalafhankelijkheid tussen die sectoren mee kunnen spelen in de overweging. Daarnaast verkeren, op basis van de uitkomsten, financieel gezien mkb'ers met andere financieringsbehoefte dan achtergestelde leningen in een betere positie. Het is echter op basis van de bevindingen niet hard te maken dat juist verlieslijdende bedrijven achtergestelde leningen proberen aan te trekken.

Het uiteindelijk gebruik van een achtergestelde lening ligt op zo'n 1.400 mkb'ers per jaar (minder dan 1% van het mkb). Opvallend is dat er sprake lijkt te zijn van een zeer hoog slagingspercentage (90%). Dit valt deels te verklaren doordat er in een deel van de gevallen na oriëntatie al niet wordt ingediend *omdat* het bedrijf of de financieel adviseur geen succes verwachtte, of dat er toch interne financiering plaatsvindt vanwege de hoge rente van achtergestelde leningen. Van de mkb'ers die een achtergestelde lening overwoog, diende bijvoorbeeld maar een derde ook een aanvraag in. Deze groep staat er financieel over het algemeen ook beter voor dan de gehele oriënterende groep. Ondanks de groei aan non-bancaire mkb-financiering, lijkt er op basis van de data geen groei te zijn in achtergestelde leningen onder het mkb. Er lijkt dus geen indicatie te zijn voor een marktfalen wat betreft achtergestelde leningen dat noopt tot overheidsingrijpen.

2.3.2 Startups: aandelenkapitaal

De volgende sectie gaat in op startups en hun behoefte naar en gebruik van aandelenkapitaal.

Algemeen beeld

Uit eerder onderzoek blijkt dat in de meeste Europese landen durfkapitaal een vrij klein percentage vormt van het bbp in 2022 (vaak minder dan 0,10%).⁶⁹ Ter vergelijking: monetaire financiële instellingen (voornamelijk banken) verstrekken in Nederland jaarlijks ongeveer 10-20% van het bbp aan krediet aan bedrijven.⁷⁰ Durfkapitaal investeringen (als percentage van het bruto binnenlands product (bbp)) in Nederland (0,21%) liggen in 2023 boven het Europese gemiddelde (0,16%).⁷¹

In Nederland was het bedrag aan durfkapitaalinvesteringen €2,7 miljard in 2022 en €2,2 miljard in 2023.⁷² Ondanks die daling is er over een langere periode gezien juist een trend van een toename in durfkapitaalinvesteringen. Wat betreft startups ontvingen in 2023 407 startups €1,1 miljard aan venture capital, vergeleken met €1 miljard in 2022 (voor 420 startups).⁷³ Ook in

⁶⁹ OECD, (2024). *OECD data Venture capital investments (market statistics)* [data-explorer.oecd.org]

⁷⁰ CBS (2021). *Financieringsmonitor 2021* [www.cbs.nl]

⁷¹ [rijksoverheid.nl]

⁷² [rijksoverheid.nl]

⁷³ [nvp.nl]

andere EU-landen en in het VK is er een stijging te zien van investeringen met durfkapitaal, onder andere beïnvloed door de lagere rente.⁷⁴ In Nederland was het percentage Angel-investeringen van pre-seed en seed-investeringen 8% in 2020, wat een stuk lager was dan in het VK (13%) of Duitsland (23%).⁷⁵ Zoals eerder genoemd is de kanttekening hierbij dat de data mogelijk niet compleet is, omdat (onderhandse) angel investeringen lastig te meten zijn. De fiscale regelingen die in het VK en Duitsland angel investeringen stimuleren, hebben mogelijk gezorgd voor een groei van de markt voor business angel investeringen in die landen. In een latere fase blijkt het wel moeilijker voor Nederlandse startups en scale-ups om kapitaal op te halen: het ophalen van vervolgrondes duurt langer en grotere tickets zijn lastig te verkrijgen.⁷⁶

Het is niet bekend hoeveel business angels er exact in Nederland actief zijn. Business Angels Netwerk Nederland (BAN NL) vertegenwoordigt meer dan 3.000 business angels⁷⁷. Verder zijn er 26 actieve business angel fondsen die gebruik hebben gemaakt van de Seed Business Angel regeling.⁷⁸ In de periode 2018-2022 is er door deze business angel fondsen geïnvesteerd in 43 bedrijven voor in totaal €11,5 miljoen.

Net als bij de markt voor achtergestelde leningen, speelt ook hier het feit dat de onderhandse investeringen (van vrienden en familie) niet zichtbaar zijn in de data. Een deel van de vraag en het aanbod van aandelenkapitaal voor startups is dus niet inzichtelijk.

CBS Financieringsmonitor

Hieronder gebruiken we de CBS Financieringsmonitor om een beeld te krijgen van de behoefte en het gebruik van aandelenkapitaal onder startups. Binnen de Financieringsmonitor hanteren we een selectie van twee specifieke vormen van eigen vermogen financiering die relevant zijn binnen de scope van dit onderzoek, namelijk *business angels* en/of *informele investeerders* (investeringen door vrienden, familie, collega's en andere bekenden die niet actief betrokken zijn bij de bedrijfsvoering). Aangezien de steekproef en de weging van de Financieringsmonitor niet zijn afgestemd op startups, wordt hier uitgegaan van aantallen op basis van het aandeel respondenten in plaats van op basis van een gewicht (waarmee naar de algehele populatie vertaald kan worden).

Hoewel de mkb-categorisatie op basis van registerdata aan respondenten is gekoppeld, gaat het bij de categorisatie van startups om een geënkquêteerde toekenning. Het CBS geeft in hun publicatie van de Financieringsmonitor daarvoor de toelichting: "[Een startup is] [e]en startende onderneming met een vernieuwend, schaalbaar idee rondom een nieuwe technologie".

⁷⁴ Kies voor baten - IBO Bedrijfsfinanciering

⁷⁵ Pwc (2022). Het onbenut potentieel in de financiering van startups [rijksoverheid.nl]

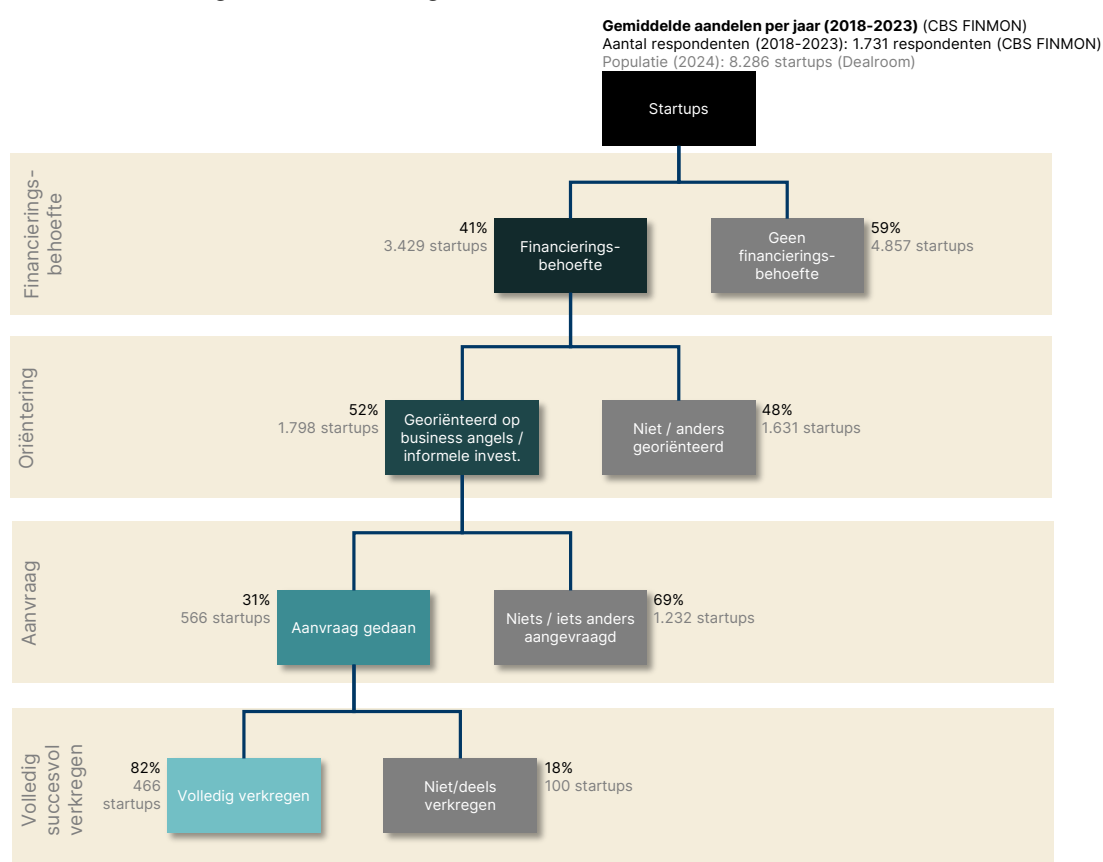
⁷⁶ Kies voor baten - IBO Bedrijfsfinanciering

⁷⁷ [bannederland.nl]

⁷⁸ Dialogic, SEO en Technopolis (2024). Evaluatie Seed Capital regeling, Business Angel regeling & Dutch Venture Initiative 2018-2022

Daarmee wijkt de definitie ook hier af van de exacte definitie die in de rest van dit rapport gehanteerd wordt. Verder is hier sprake van dezelfde gelaagdheid in fases als bij het mkb.

Om toch een inschatting te kunnen geven van absolute data, kijken we naar een eerdere inschatting van het aantal startups. Dealroom schat het aantal startups in Nederland op 8.286⁷⁹ in 2024. In de figuur hieronder (Figuur 11) hebben we de percentages van de respondenten toegepast op dat kengetal. Gezien de verschillen in definities en afbakeningen is dit niet accuraat, maar toch kan dit eventueel een indicatief beeld geven van het aantal startups in iedere fase. Met een jaarlijks gemiddelde van 41% van de startup-respondenten die in de Financieringsmonitor aangaf financieringsbehoefte te hebben, hebben we dit dus omgerekend naar 3.429 startups met een algemene financieringsbehoefte in Nederland (41% van 8.286). Zie de publicatie⁸⁰ van het CBS over de monitor voor verdere uitleg en motivatie met betrekking tot de afbakeningen en terminologie.



Figuur 11. Behoeft naar en verkrijging⁸¹ van eigen vermogen financiering⁸² onder startups (gemiddeld⁸³ per jaar over 2018-2023, bron: CBS FINMON, N=1.731 observaties⁸⁴ voor 2018-2023)

⁷⁹ <https://www.tweedekamer.nl/downloads/document?id=2024D38178>

⁸⁰ CBS Financieringsmonitor 2023 (2024). [cbs.nl]

⁸¹ Enkel voor de meest recent gedane aanvraag in dat jaar.

⁸² Specifiek business angels en informele investeringen.

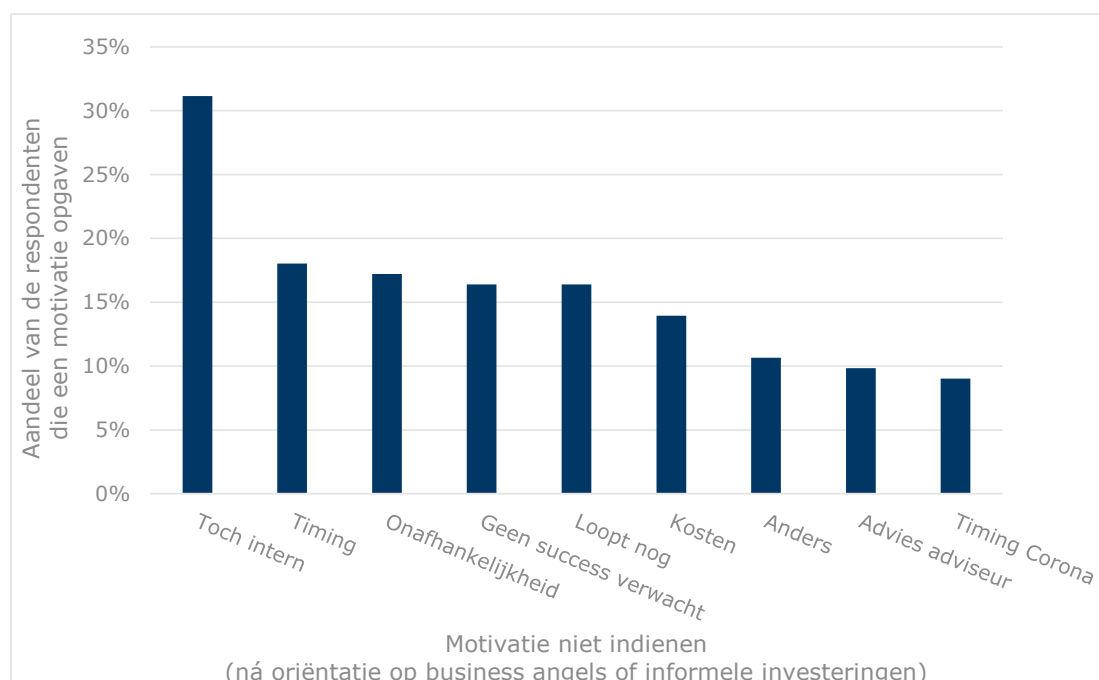
⁸³ Niet gecorrigeerd naar verschillen in aantal startups per jaar.

⁸⁴ Dit zijn het aantal respondenten.

Behoefte aandelenkapitaal

Gemiddeld 41% van de startups heeft volgens de Financieringsmonitor van 2018 tot en met 2023 behoefte gehad aan financiering in het *algemeen* (dus ongeacht financieringsvorm). Tijdens de lockdowns is deze behoefte tijdelijk afgenomen (van 46% in 2019 naar 31% en 27% respectievelijk in 2020 en 2021) en vervolgens weer iets gestegen (2022: 41%, 2023: 34%). Binnen die groep financieringsbehoefte startups, is over tijd de oriëntatie op business angels en/of informele investeringen gedaald van 61% in 2018 naar 48% in 2023. Er lijkt over de afgelopen jaren dus onder startups zowel sprake te zijn geweest van een afname aan behoefte naar financiering als de oriëntering naar deze twee financieringsvormen binnen die groep met behoefte. Uit de data komt geen eenduidige verklaring voor deze daling naar voren.

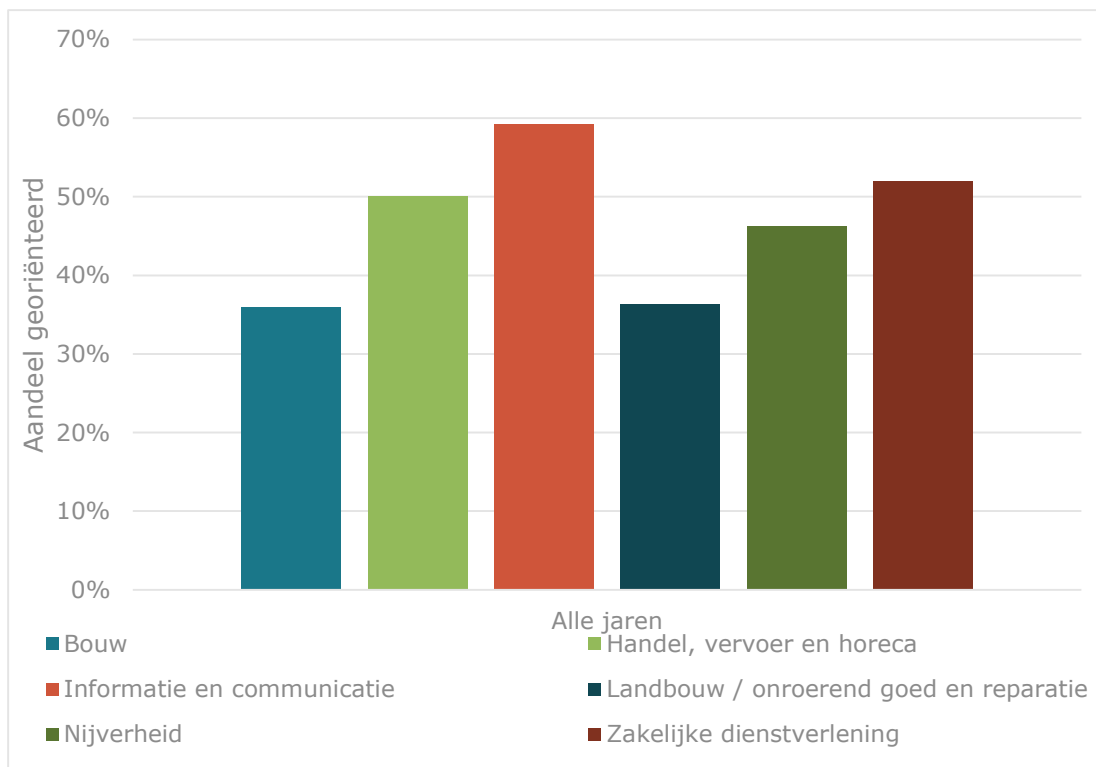
Van de startups die zich in de afgelopen jaren op business angels of informele investeringen hebben georiënteerd deed vervolgens 31% ook daadwerkelijk een aanvraag hiervoor. De startups die na oriëntatie besloten om toch geen aanvraag in te dienen deden dit vooral omdat ze behoefte uiteindelijk toch intern konden financieren (Figuur 12). Daarvan kreeg vervolgens 82% (succes-ratio) de financiering volledig. Ruim een kwart (=31%*82%) van de oriënteerde groep maakte dus uiteindelijk ook gebruik van de financiering. Deze succes-ratio van startups voor investeringen van business angels of informele investeringen is vrij hoog. Een reden hiervoor kan de opzet van de Financieringsmonitor zijn of samenhangen met de motivatie om niet in te dienen. De succes-ratio gaat enkel om de laatst aangevraagde financiering door de onderneming. Het kan zijn dat de onderneming daarvoor meerdere onsuccesvolle financieringen heeft aangevraagd.



Figuur 12. Motivatie om toch geen aanvraag in te dienen, respondenten konden meerdere redenen opgeven (bron: CBS FINMON, N=122 observaties voor 2018-2023)

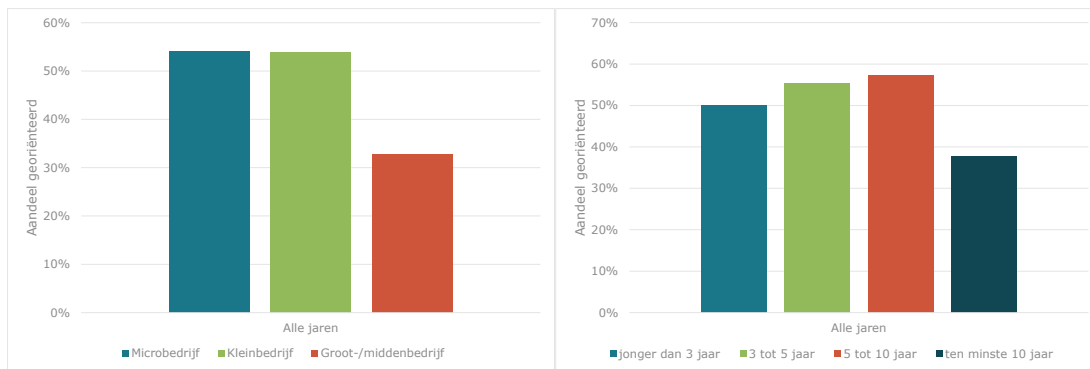
De oriëntering naar financiering middels business angels of informele investeringen lijkt onder financieringsbehoefte startups vooral voor te komen in de sectoren *informatie en*

communicatie, zakelijke dienstverlening, en handel, vervoer en horeca (Figuur 13). Binnen die sectoren oriënteerde ten minste de helft van de startups met een financieringsbehoefte zich op deze financieringsvormen (in plaats van geen oriëntatie of oriëntatie op enkel andere vormen). Dit zien we vervolgens ook terug bij startups die een klein- of micro-bedrijf zijn en ook bij startups die jonger dan 10 jaar zijn (Figuur 14). Hier kan de vraag worden gesteld in hoeverre categorieën daarbuiten redelijkerwijs kenmerkend zijn voor startups.



Figuur 13. Aandeel financieringsbehoefte startups dat zich op business angels of informele investeringen heeft georiënteerd per sector (bron: CBS FINMON, N=613 observaties⁸⁵ voor 2018-2023)

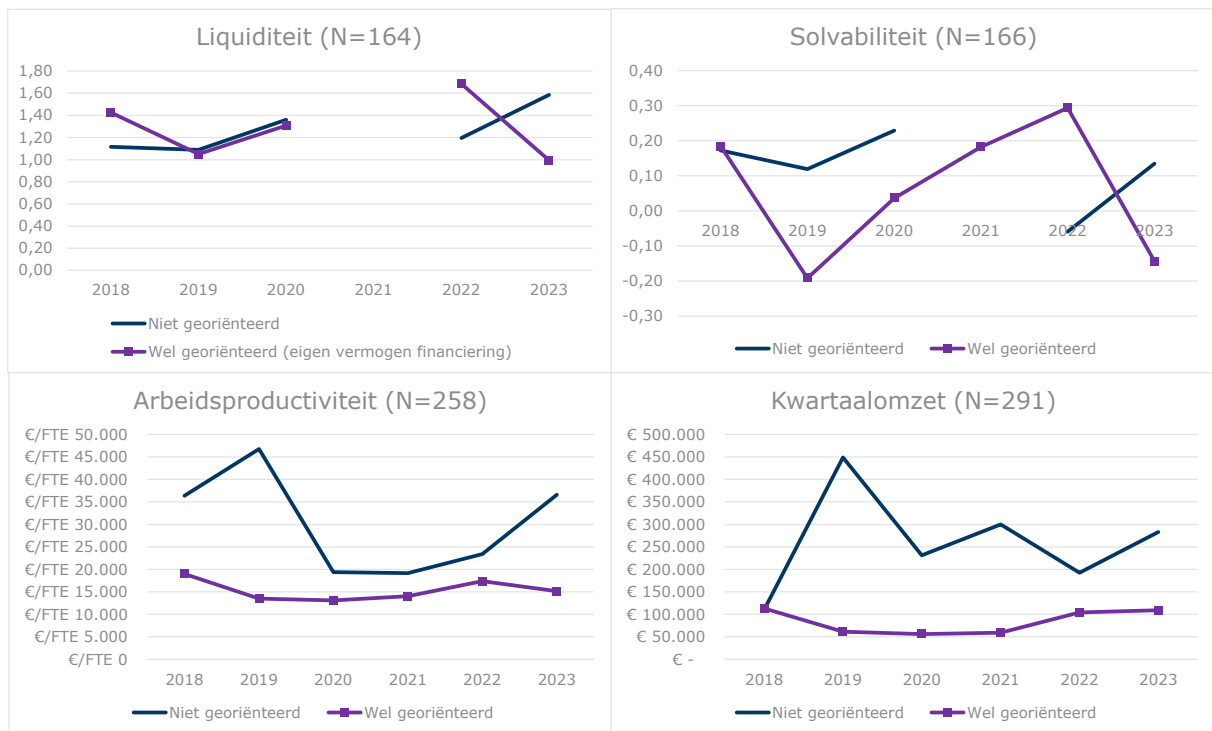
⁸⁵ Dit zijn het aantal respondenten.



Figuur 14. Aandeel startups dat zich op business angels of informele investeringen heeft georiënteerd; links: per grootteklasse; rechts: per bedrijfsleeftijdsgroep (bron: CBS FINMON, N=613 observaties⁸⁶ voor 2018-2023)

Kijkend naar de financiële achtergrondkenmerken (Figuur 15), is er over de jaren een wisselend beeld te zien. Enkel voor omzet en arbeidsproductiviteit is er een stabiel beeld te zien. Daar zitten de startups die zich op deze vormen oriënteerden duidelijk lager in productiviteit, in vergelijking tot startups met een behoefte die zich hier niet op hebben georiënteerd. Een reden hiervoor kan zijn dat startups die zich hebben georiënteerd op deze vorm van financiering nog in een vroegere fase zitten en dus nog minder omzet draaien. Startups die zich niet hebben georiënteerd op business angels of informele investeerders, zitten waarschijnlijk in een latere fase en oriënteren zich op andere vormen van eigen vermogen financiering. Dit is ook terug te zien in de solvabiliteit, waaruit blijkt dat startups die zich op deze vorm van financiering oriënteerden zelfs een negatieve solvabiliteit kennen in 2019 en 2023 (met andere woorden, deze bedrijven waren verlieslatend).

⁸⁶ Dit zijn het aantal respondenten.



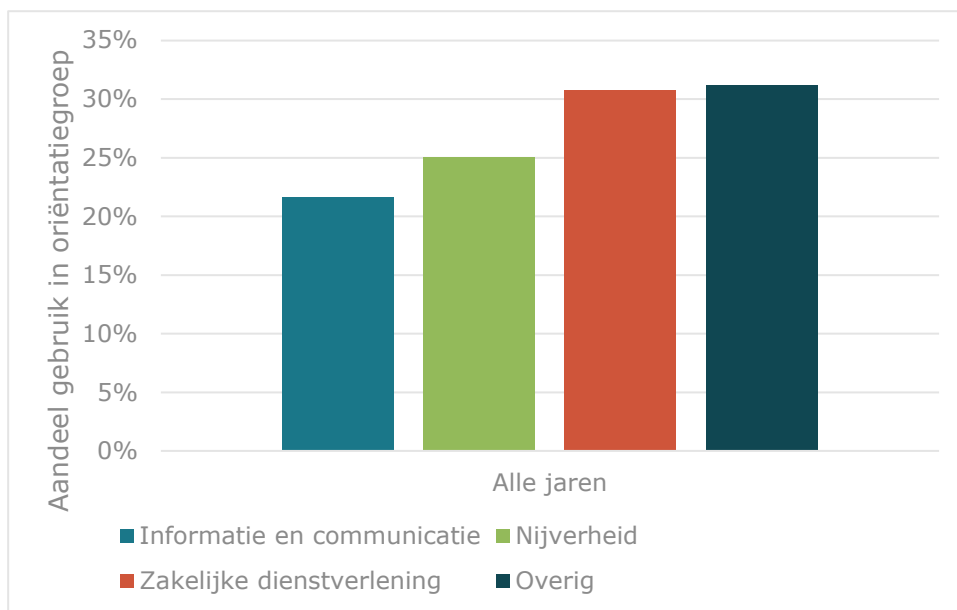
Figuur 15. Vergelijking mediaan financiële indicatoren voor startups met financieringsbehoefte die wel/niet op business angels of informele investeringen hebben georiënteerd (bron: CBS FINMON)

In bovenstaande figuren is gekeken naar de mediaan van financiële indicatoren voor de startups met een financieringsbehoefte die zich wel of niet op business angels of informele investeringen hebben georiënteerd. Wanneer we naar de gemiddelden zouden kijken, zouden de verschillen waarschijnlijk nog groter zijn tussen de beide groepen door de extremen.

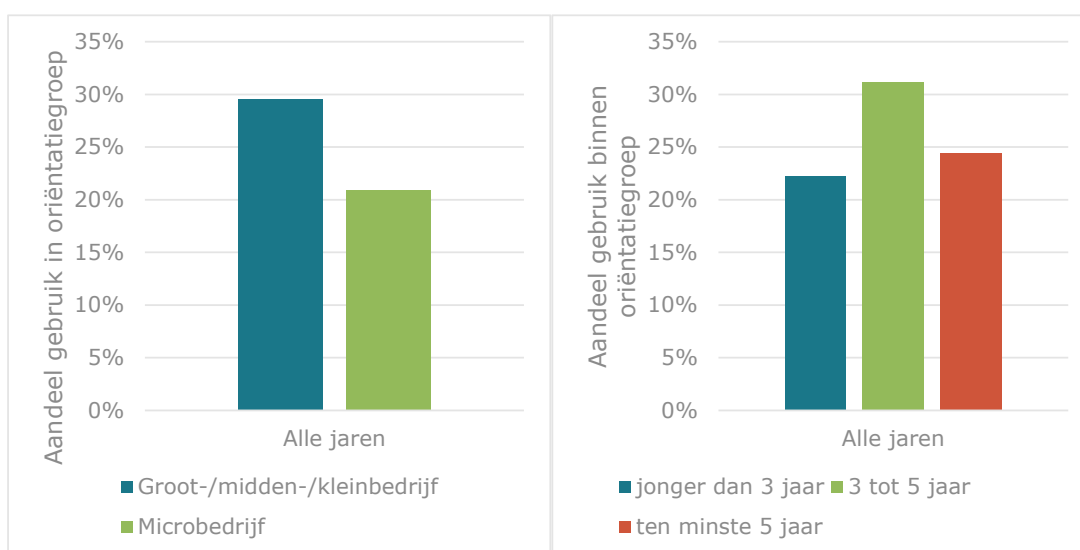
Van alle startups die in de financieringsmonitor (2018-2023) hebben aangegeven een aanvraag te hebben gedaan naar financiering middels business angels en/of informele investeringen, lag bij de helft van de groep het aanvraagbedrag onder de €400.000,- (mediaan). Voor de gehele periode 2018 tot en met 2023 lag het gemiddelde aanvraagbedrag op 1 miljoen euro. In 2023 was het gemiddelde het dubbele hiervan en in de jaren 2018 en 2022 de helft hiervan. Het gemiddelde aanvraagbedrag schommelde hier dus eveneens flink over de jaren, wegens uitschieters, en is daardoor lastig te interpreteren. Ook zijn deze bedragen mogelijk anders dan startups die aanvragen hebben voor angel investeringen en niet zijn geïncludeerd in de Financieringsmonitor.

Gebruik aandelenkapitaal

Hieronder (Figuur 16, Figuur 17) bekijken we de achtergrondkenmerken van de oriëntatiegroep, uitgesplitst naar uiteindelijk gebruik van de financiering. Hierin komt de sector *informatie en communicatie* beduidend lager uit dan de andere sectoren. Wellicht maakt die sector vervolgens eerder toch gebruik van andere vormen, hebben ze uiteindelijk toch geen behoefte aan de beschikbare vormen of hebben ze moeite met het succesvol verkrijgen van de financiering. Verder worden deze vormen van financiering uiteindelijk meer gebruikt binnen de groep oriënterende startups van 3 tot 5 jaar oud.



Figuur 16. Aandeel oriënterende startups dat in de meest recente aanvraag in het jaar van business angels en/of informele investeringen gebruik heeft gemaakt, per sector (bron: CBS FINMON, N=317 observaties⁸⁷ voor 2018-2023)



Figuur 17. Aandeel oriënterende startups dat in de meest recente aanvraag in het jaar van business angels en/of informele investeringen gebruik heeft gemaakt; links: per grootteklasse; rechts: per bedrijfsleeftijd (bron: CBS FINMON, N=317 observaties⁸⁸ voor 2018-2023)

Vanuit financiële indicatoren zijn er wederom niet direct verschillen te zien (Tabel 2). Wel valt daarin op dat de omzet van startups die vervolgens van financiering gebruik maken, aanzienlijk hoger ligt.

⁸⁷ Dit zijn het aantal respondenten.

⁸⁸ Dit zijn het aantal respondenten.

Tabel 2. Mediaan van financiële indicatoren voor startups die zich op eigen vermogen financiering hebben georiënteerd uitgesplitst naar of ze het verkregen hebben

Indicator	Financiering gekregen ⁸⁹	Alle jaren	N (observaties 2018-2023)
Liquiditeit	Niet/deels verkregen / Geen aanvraag gedaan	1,03	262
Liquiditeit	Volledig verkregen	1,39	94
Arbeidsproductiviteit	Niet/deels verkregen / Geen aanvraag gedaan	€/FTE 14.928	403
Arbeidsproductiviteit	Volledig verkregen	€/FTE 15.183	156
Omzet (kwartaal)	Niet/deels verkregen / Geen aanvraag gedaan	€ 52.420	460
Omzet	Volledig verkregen	€ 152.361	156
Solvabiliteit	Niet/deels verkregen / Geen aanvraag gedaan	-0,05	269
Solvabiliteit	Volledig verkregen	0,01	94

Samenvatting behoefte aandelenkapitaal startups

Hoewel verschillende bronnen duiden op een stijging in durfkapitaalinvesteringen, laat de data uit de CBS Financieringsmonitor voor de jaren 2018 tot en met 2023 een daling zien in de oriëntatie naar business angels en informele investeringen onder startups. Ruim de helft van de startups met een financieringsbehoefte oriënteert zich op deze twee financieringsvormen. Dit zijn dus duidelijk ook bekende financieringsvormen onder startups. Vervolgens doet een derde daarvan ook een aanvraag. Waar ze dit niet doen, hebben ze het bedrag veelal toch intern kunnen financieren of was er sprake van andere redenen zoals de timing, onafhankelijkheid en beperkt verwacht succes. Met een succes-ratio voor een ingediende aanvraag van 82% maakt uiteindelijk zo'n 5% van de startups gebruik van business angels of informele investeringen. Het kan zijn dat dit percentage bij andere startups, die niet zijn geïncludeerd in de Financieringsmonitor, hoger ligt. Dit komt doordat de Financieringsmonitor van het CBS een representatief beeld geeft van het mkb in de business economy, maar niet noodzakelijkerwijs van de startups in Nederland. Hoewel de oriëntatie onder in de sectoren informatie en communicatie, zakelijke dienstverlening en de handel, vervoer en horeca plaatsvindt, blijft het uiteindelijke gebruik achter onder de informatie en communicatie. Overige indicatoren (bedrijfseigenschappen en financiële indicatoren) geven geen eenduidig beeld van de onderliggende groep. Dit duidt eventueel op een pluriforme groep. Met een gemiddeld aanvraagbedrag van 1 miljoen euro en mediaan bedrag van 0,4 miljoen euro is er ook duidelijk sprake van een ruime diversiteit aan aanvraagbedragen.

2.4 Reflectie op knelpunten en behoefte risicodragend kapitaal mkb en startups

Er lijkt geen indicatie te zijn voor een marktfalen wat betreft achtergestelde leningen voor het mkb dat noopt tot overheidsingrijpen. Achtergestelde leningen kunnen mogelijk een beperkt

⁸⁹ Er was onvoldoende data voor een vergelijking met de groep zonder volledig succes, daarom is die groep hier samengevoegd met de groep die na oriëntatie *geen* aanvraag heeft gedaan.

positief effect hebben op vervolgfianciering van vervolgfianciers zoals banken, maar dit effect is niet eenduidig te kwantificeren. Verder is er door ontbrekende data niet met zekerheid te stellen hoe groot het aanbod en de vraag naar achtergestelde leningen is, omdat een deel van de markt niet zichtbaar is. Deze onderhandse leningen, die niet zichtbaar zijn in de data, vormen *deadweight loss*: investeringen die nu al worden gedaan en dus niet tot stand komen door een mogelijke fiscale regeling (maar mogelijk straks wel via de fiscale regeling voordeel ontvangen). Ook kan er een latente behoefte zijn van bedrijven die niet bekend zijn met (de voordelen van) achtergestelde leningen. Uit de CBS-data blijkt een dalende behoefte aan achtergestelde leningen bij het mkb (wellicht vanwege de opkomst van non-bancaire financiers en een daling van de rentestand in die periode waardoor regulier bankkrediet goedkoper werd en breder beschikbaar voor het brede mkb).

Ook bij startups is een deel van de markt voor aandelenkapitaal niet zichtbaar in de data als gevolg van onderhandse investeringen. In dit onderzoek is specifiek gekeken naar aandelenkapitaal van business angels en informele investeerders. Uit de CBS-data blijkt een daling in de oriëntatie op aandelenkapitaal van business angels en informele investeerders onder startups. Eigen vermogen financiering kan mogelijk een positief effect hebben op vervolgfianciering, maar ook dit effect is niet eenduidig te kwantificeren.

Hoofdstuk 3

Beleidsopties in het bredere financieringslandschap

3 Beleidsopties in het bredere financieringslandschap

In dit hoofdstuk beantwoorden we de onderzoeksvragen over de verhouding van de beleidsopties tot het financieringslandschap (publiek en privaat) waarbij voor het publiek financieringslandschap een vergelijking wordt gemaakt met andere beleidsinstrumenten gericht op het ondersteunen van de financieringsbehoefte van het mkb en startups. Daarbij gaat het vooral om de vraag of de beleidsopties complementair zijn aan of overlappend zijn met het bestaand beleidsinstrumentarium. Uit deze vergelijking (en eerdere analyses in dit rapport) is het mogelijk enkele ontwerpeisen te bepalen voor de beleidsopties mocht beslist worden één of meerdere opties in te voeren. In dit hoofdstuk wordt ook besproken of er naast de beleidsopties andere en mogelijk betere mogelijkheden bestaan om risicokapitaal te stimuleren en wat de lessen zijn die getrokken kunnen worden uit vergelijkbare regelingen en fondsen.

3.1 Beleidsopties vergeleken met huidig financieringslandschap

3.1.1 Mkb

Sinds de afschaffing van de Durfkapitaalregeling in 2011 is het financieringslandschap voor het mkb in Nederland fors veranderd. Er zijn de laatste jaren meerdere beleidsinstrumenten geïntroduceerd die de toegang tot en het gebruik van risicokapitaal door het mkb stimuleren.

Vlak voor de afschaffing van de Durfkapitaalregeling is Qredits opgericht voor het verstrekken van kapitaal (leningen) aan het klein mkb. Qredits is met name gericht op het verstrekken van financiering aan het bredere en klein mkb, met een sterke focus op kredieten tot €50.000. Het financieringsaanbod van Qredits reikt echter tot een maximum van €250.000, waarbij gemiddeld per dag ongeveer 150 kredietaanvragen worden ontvangen. Ongeveer de helft van deze aanvragen wordt in behandeling genomen, en van deze geselecteerde aanvragen wordt uiteindelijk één derde goedgekeurd. Een behoorlijk aantal financieringsaanvragen wordt dus niet goedgekeurd. Het gemiddelde verstrekte krediet bedraagt ongeveer €20.000 per aanvraag. Naast financiering biedt Qredits ook aanvullende ondersteuning via de Qredits Academy, een platform waarmee ondernemers toegang krijgen tot relevante kennis en praktische informatie. Qredits is goed vindbaar voor het mkb. Daarnaast is Qredits een stichting zonder winstoogmerk, waardoor de handelingskosten in mindere mate een remmend effect hebben op de organisatie.

Ook via het Dutch Alternative Credit Instrument (DACI) kunnen achtergestelde leningen worden verstrekt door partijen die financiering vanuit DACI hebben ontvangen, met tickets tussen €250k en €2,5 miljoen (in de praktijk lijken er vooral senior leningen te worden weggezet via dit instrument in plaats van achtergestelde leningen). Verder zijn er ook beleidsinstrumenten die, net als achtergestelde leningen, de financierbaarheid van het mkb vergroten. Zo is er de BMKB die een garantstelling tot 90% biedt op bankleningen. Tot voor kort konden financiers middels

de Groeifaciliteit een garantie van 50% krijgen op het risicodragend kapitaal dat wordt verstrekt (achtergestelde leningen en aandelenkapitaal), maar deze regeling is komen te vervallen. Redenen voor de afschaffing van de Groeifaciliteit was het lage gebruik, alternatieve publieke opties zoals Invest-NL en dat de regeling niet kostendekkend was.

Er bestaan verschillende private partijen die achtergestelde leningen aanbieden. Een van de bekendste private voorbeelden betreft het t Aegon Achtergestelde Leningen Fonds (ALF). Dit fonds is sinds 2016 actief in het verstrekken van achtergestelde leningen aan middelgrote en grote mkb-ondernemingen in Nederland. Hierbij maakte het fonds in sommige gevallen ook gebruik van de Groeifaciliteit. Het fonds is opgezet om de toegang tot kapitaal te vergemakkelijken. Aegon Asset Management fungeert als fondsbeheerder van ALF. ALF werkt onder andere samen met banken (zoals ING, Rabobank en ABN AMRO) en andere financiers (zoals participatiemaatschappijen). Deze leningen richten zich op financieel gezonde bedrijven die zich in een volwassen fase van hun ondernemingscyclus bevinden en minder dan drie jaar actief zijn en waarvan de bedrijfsactiviteiten grotendeels in Nederland plaatsvinden. De leningen van ALF variëren tussen de €1 miljoen en €10 miljoen, met uitzonderingen tot maximaal €15 miljoen. Oorspronkelijk richtte het fonds zich op kleinere leningen vanaf €150.000, maar vanaf 2021 is de minimale lening verhoogd naar €1 miljoen. Deze wijziging kwam voort uit de vaststelling dat de baten van kleinere leningen niet rendabel genoeg zijn om de operationele kosten en het team van ALF te dekken.

Een ander voorbeeld is het verstrekken van achtergestelde leningen aan kleinere mkb-ondernemingen door regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) zoals LIOF. De achtergestelde mkb-transitieleningen verstrekt door LIOF dienen ter co-financiering van transitie op het terrein van energie, circulariteit, gezondheid of digitalisering. Tot slot verstrekken ook banken, business angels, en participatiemaatschappijen achtergestelde leningen aan het kleinere MKB. Zo verstrekt de Rabobank via haar Innovatiefonds een achtergestelde Innovatielening aan startende ondernemers om zo hun innovatieve plannen te kunnen financieren. In samenwerking met Rabobank is ook Qredits in 2016 een pilot gestart met een Achtergesteld Leningenfonds voor het Kleinbedrijf⁹⁰. Daarnaast zijn er ook Internetplatformen zoals Leapfunder waar particuliere investeerders samen optrekken bij het verstrekken van converteerbare achtergestelde leningen aan startende ondernemingen.

Een ander zichtbaar deel van de markt voor achtergestelde leningen zijn achtergestelde leningen verstrekt door *private debt* fondsen. Deze fondsen verstrekken onder meer achtergestelde leningen aan MKB-ondernemingen. Uit recent onderzoek van EIF (2022)^{91,92} blijkt dat er 585 private debt fondsen in Europa actief zijn met €311 miljard onder beheer. Een derde van de private debt fondsen richt zich op groeiende ondernemingen. Deze fondsen hebben een voorkeur voor leenbedragen tussen €9 miljoen en €45 miljoen en 97% van de fondsen waarvan de data

⁹⁰ <https://www.qredits.nl/kennis-inspiratie/qredits-verstrekt-eerste-achtergestelde-lening>

⁹¹ https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2022_79.htm

⁹² <https://academic.oup.com/rcfs/article-abstract/13/2/335/7609046?login=false>

beschikbaar is richten zich naast het grootbedrijf en het grotere mkb ook op het kleinere mkb. Naast gewone onderhandse leningen verstrekken een aantal fondsen ook achtergestelde leningen aan mkb-ondernemingen. Ongeveer een kwart van de leningen verstrekt aan mkb-ondernemingen betreft achtergestelde leningen. De rentevoet van dergelijke achtergestelde leningen is gemiddeld rond 10%.

Voor kleinere mkb-bedrijven en voor kleinere leenbedragen lijkt er op basis van dit onderzoek beperkt behoefte te bestaan. Dit zou beperkte overlap kennen met hetgeen er nu bestaat aan beleidsinstrumenten. Uit onze gesprekken met uiteenlopende vertegenwoordigers van de overheid, financiers en het mkb blijkt geen brede steun te bestaan voor de introductie van een beleidsoptie gericht op het stimuleren van achtergestelde leningen voor het mkb, omdat er twijfel is of dit een geschikte maatregel is om de geïdentificeerde financieringsknelpunten op te lossen.

Een ander argument dat niet pleit voor nieuwe instrumenten is dat er juist een ambitie is om het aantal instrumenten te verminderen en te vereenvoudigen. Het toename van het aantal instrumenten heeft ook het risico in zich van een groeiende complexiteit van financieringsinstrumenten.⁹³ Door de overlap met andere beleidsinstrumenten, kan er ook competitie ontstaan tussen publieke middelen.

Tot slot is het volgens enkele gesprekspartners van belang te accepteren dat een deel van het mkb om hele valide (economische) redenen geen financiering weet te verwerven in de private markt. De overheid zou met introductie van nieuwe instrumenten moeten voorkomen dat deze groep alsnog aan financiering geholpen wordt (maar dit argument geldt uiteraard ook voor bestaande instrumenten). Hierdoor zouden de kosten voor de maatschappij hoger kunnen zijn dan de baten: als door overheidsingrijpen bedrijven worden gefinancierd die eigenlijk niet competitief zijn, kan dit tot welvaartsverlies leiden.⁹⁴

Het risico van het introduceren van een nieuw beleidsinstrument is verdringing van private aanbieders op dit terrein. Een co-investeringsregeling of fondsvorming lijkt hier het meest geschikt wat betreft het minimaliseren van overlap/verdringing. Daarnaast blijkt er geen grote bekendheid/belangstelling te zijn onder kleinere ondernemingen voor achtergestelde leningen, op basis van de uitgezette vragenlijst onder kleine bedrijven en de data-analyse. De vraag is gerechtvaardigd of de overheid via beleid een specifiek financieringsinstrument moet gaan promoten onder mkb-ondernemingen en investeerders terwijl er mogelijk geen grote behoefte bestaat.

Er kan wel gekeken worden naar een eventuele aanpassing of uitbreiding van bestaande instrumenten. Genoemd worden de BMKB en Qredits. Het laatste instrument richt zich bijvoorbeeld op kredieten tot €250.000, terwijl er een groep van mkb-bedrijven is dat leningen zoekt tussen

⁹³ ESB (2021). Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning

⁹⁴ SER (2014). Verbreding en versterking financiering mkb; [\[rijksoverheid.nl\]](https://rijksoverheid.nl)

€250.000 en €1.000.000 (en daarvoor is het publiek instrumentarium beperkt). De vraag is hierbij of via Qredits specifiek achtergestelde leningen zouden moeten worden aangeboden, of dat de grens van reguliere kredieten zou moeten worden opgerekt (tot bijvoorbeeld een maximumticket van €500.000).

3.1.2 Startups

Evenals voor het mkb, is ook voor startups het financieringslandschap veranderd sinds de afschaffing van de Durfkapitaalregeling in 2011. Deels overlappen deze beleidsinstrumenten met de beleidsinstrumenten voor het mkb (bijvoorbeeld Invest-NL, Invest International en ROM's die zowel leningen als aandelenkapitaal verstrekken). Verder zijn er ook beleidsinstrumenten gericht op startende bedrijven, zoals het Innovatiekrediet en de Vroegefasefinanciering (VFF). Daarnaast zijn er nog subsidies en provinciale/regionale en Europese middelen.

Een beleidsinstrument dat al langer bestaat om investeringen in innovatieve startups te stimuleren, is de Seed Capital regeling (SC-regeling). Hierbij wordt er vanuit de overheid een renteloze geldlening verstrekt aan een selectie van Seed-fondsen. Door deze lening kunnen zij een betere propositie doen aan private investeerders (de private investeringen moeten minimaal 50% van het investeringsbudget omvatten) en komt er meer risicokapitaal beschikbaar voor startups tijdens de vroege levensfase. Er gelden een aantal eisen voor fondsen die gebruik willen maken van de Seed Capital regeling, waaronder een minimumticket van €100.000 per startup en maximaal €5 miljoen per startup.

In juli 2017 is de Business Angel regeling (SBA) als apart luik aan de SC-regeling toegevoegd. De SBA is er, net als de SC, op gericht om de toegang tot financiering voor startups te verbeteren. Deze regeling is gericht op Seed Business Angel fondsen en dus niet op individuele business angels. Daarnaast had de regeling ten doel het professionaliseren van de business angel markt in Nederland, vanwege de constatering dat het aantal business angels en de totale financiering die business angels verstrekten in Nederland lager lag dan in andere Europese landen. Net als bij de SC-regeling krijgen business angel fondsen een renteloze geldlening en moet minimaal 50% van het investeringsbudget van private investeerders afkomstig zijn. De ticket sizes van investeringen bij deze regeling zijn minimaal €50.000 en maximaal €500.000 per participatie. Bij de business angel regeling. Bij de Seed Business Angel regeling was de afgelopen jaren wel sprake van onderuitputting van het budget (met name door een aantal voorwaarden van die regeling).⁹⁵ In de periode 2018-2022 was er gemiddeld circa €10 miljoen per jaar aan budget voor de Seed Business Angel regeling. Doordat niet alle middelen uitgeput werden, werd in totaal circa €23 miljoen van het budget gebruikt en hetzelfde bedrag aan private middelen aangetrokken.

Naast het feit dat de geldlening vanuit de overheid renteloos is, zijn er ook soepele terugbetalingsvoorwaarden voor de Business Angel fondsen en Seed fondsen. Dit geeft een prikkel voor

⁹⁵ [\[dialogic.nl\]](https://www.dialogic.nl)

private investeerders om in startups te investeren. Vanaf het moment dat het fonds start, ontvangt de overheid (RVO) 20% van de inkomsten (en private investeerders dus 80%). Als de eigen bijdragen (van private investeerders) zijn afbetaald, dan worden inkomsten 50/50 verdeeld over RVO en private investeerders en als de geldlening ook is afbetaald, dan krijgt RVO wederom 20% van de inkomsten (en private investeerders dus 80%). Dit loopt door totdat het fonds beëindigd is.

Voor wat betreft nieuwe financieringsinstrumenten voor startups is het volgens gesprekspartners de vraag in hoeverre een nieuwe fiscaal instrument de juiste oplossing is voor het bevorderen van risicokapitaal in een vroeg stadium. Er bestaan, zoals benoemd, al instrumenten waar startups gebruik van kunnen maken. Ook heeft recent onderzoek handvatten gegeven om de Nederlandse durfkapitaalmarkt op niet-fiscale wijze te sterken.⁹⁶

Echter zijn er tegelijkertijd weinig regelingen voor kleine tickets van risicokapitaal in de vroege fase van startups. Zo moeten investeringen via de Seed Business Angel regeling een minimale grootte kennen van €50.000 per startup. Ook bij de VFF gaat het om een minimale lening van €50.000 aan starters. Wel zijn er subsidies voor startups (nationaal, regionaal en Europees) en vindt financiering van startups ook plaats via bijvoorbeeld TO2-instituten en kennisinstellingen. Nederland kent volgens enkele respondenten relatief weinig beleidsinstrumenten gericht op de doorontwikkeling van startups naar scale-ups. Hierbij zou de focus moeten liggen op investeren in de toekomst zodat meer 'one of a kind' bedrijven hun wortels in Nederland hebben. Met andere woorden, hoe stimuleer je niet alleen kwantiteit van investeringen maar ook kwaliteit?

Ook hier zou, eerst gekeken kunnen worden naar een eventuele aanpassing van bestaande instrumenten, die al actief zijn en bekend bij spelers in de markt. Zo zouden de Seed Capital regeling en de Seed Business Angel regeling kunnen worden aangepast (bijvoorbeeld door de voorwaarden/parameters van de regeling bij te stellen om nog meer investeringen (van business angels) in startups te stimuleren). Gezien de onderuitputting van de Seed Business Angel regeling zouden de voorwaarden kunnen worden aangepast om nog beter aan te sluiten bij de voorkeuren van business angels, zoals meer individuele investeringen. Daarnaast kan ook winst worden behaald in het samenbrengen van business angels en startups via bepaalde platforms, zodat investeerders en ondernemingen elkaar makkelijker kunnen vinden.

3.2 Lessen uit soortgelijke regelingen en fondsen

3.2.1 Mkb

De afgeschafte Durfkapitaalregeling

In Nederland is in 1996 de Tante Agaathregeling van start gegaan welke in 2001 is vervangen door de Durfkapitaalregeling. De Durfkapitaalregeling is in 2011 afgeschaft. De regeling kende drie fiscale instrumenten: een gemaximeerde vrijstelling voor beleggingen in

⁹⁶ Kamerbrief over Mkb-financiering: knelpunten en acties | Kamerstuk | Rijksoverheid.nl

durfkapitaal (direct of indirect via durfkapitaalfondsen), een persoonsgebonden aftrekpost voor geleden verliezen op directe beleggingen in durfkapitaal en een heffingskorting voor directe beleggingen in durfkapitaal waarbij de particuliere belegger rechtstreeks durfkapitaal verstrekt aan de MKB-onderneming.

Tot 1 januari 2003 genoten particuliere beleggers ook een heffingskorting voor indirecte beleggingen in durfkapitaalfondsen. Doordat deze heffingskorting verdween, stopten veel banken met hun durfkapitaalfondsen omdat particuliere beleggers versoberde fiscale voordelen genoten bij het beleggen in dergelijke fondsen, dit terwijl bij groenfondsen de heffingskorting intact bleef. De durfkapitaalfondsen verstrekten hoofdzakelijk risicomijdende hypothecaire leningen in het bijzonder ter financiering van bedrijfsovernames in de landbouwsector (bij de start van de Tante Agaathregeling mochten dit nog alleen achtergestelde leningen zijn, maar dit werd in 1997 aangepast zodat ook hypothecaire leningen zonder achterstelling mochten worden verstrekt). Deze durfkapitaalfondsen waren verantwoordelijk voor het grootste deel van het volume aan durfkapitaalleningen.

De directe durfkapitaalleningen (meestal minder dan €100.000) werden hoofdzakelijk verstrekt door familieleden van de ondernemer. Er waren weinig gebruikers van de Durfkapitaalregeling die (achtergestelde) leningen verstrekten aan meer dan één onderneming. Dit duidt erop dat business angels destijds weinig van de regeling gebruik maakten. Business angels investeerden vaak hogere bedragen in ondernemingen en kwamen daarmee niet in aanmerking voor de regeling, investeerden liever in aandelen (en niet in achtergestelde leningen), en opereerden vanuit een eigen BV (beleggingen via een BV vielen buiten de regeling). Nog een andere reden voor de afschaffing van de Durfkapitaalregeling was de wens van het kabinet destijds zoveel mogelijk heffingskortingen te schrappen, tenzij er goede redenen zijn voor overheidsingrijpen en het gewenste overheidsingrijpen op een effectieve en efficiënte wijze wordt gerealiseerd.⁹⁷

De Durfkapitaalregeling is in 2011 afgeschaft. Dit kwam onder andere door de beperkte impact van de regeling op innovatieve startende ondernemingen. Verder had in ongeveer de helft van de gevallen de regeling geen merkbaar effect op de beslissing van beleggers om direct beleggingen te doen.⁹⁸ Met andere woorden: zonder de regeling zou de helft van de beleggers dezelfde activiteiten ontplooiën. Ook gaf destijds circa de helft van de ondernemers die financiering kreeg, aan dat zij ook zonder deze regeling financiering hadden verkregen. Verder bleek er na een versobering van de indirecte variant nauwelijks meer interesse te zijn.

Samengevat kan worden gesteld dat de Durfkapitaalregeling geen succes was. Bij de directe durfkapitaalleningen verstrekt aan nieuw gestarte niet-agrarische ondernemingen was het

⁹⁷ Kamerstuk 32504, nr. 10 | Overheid.nl > Officiële bekendmakingen

⁹⁸ <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-30300-XIII-57-b1.pdf>

effect positiever. In 40% van de gevallen droeg de achtergestelde lening bij aan het verkrijgen van andere externe financiering (met name bij banken).

De soortgelijke Vlaamse Winwinlening is tot op heden nog niet geëvalueerd. De evaluatie van deze regeling staat ook nog niet gepland. Overigens werd de Winwinlening bij de invoering (deels) gebaseerd op de Nederlandse Durfkapitaalregeling. Uit de ervaringen met de regeling blijkt dat er veel gebruik van wordt gemaakt door particulieren in Vlaanderen.⁹⁹ Dit wordt als teken beschouwd dat de regeling de juiste voorwaarden kent om spaargeld van particulieren te mobiliseren om te investeren in kleine Vlaamse ondernemingen. Er wordt dus wel spaargeld gemobiliseerd, maar het is niet duidelijk in hoeverre de kosten in verhouding staan tot de baten en of er bijvoorbeeld verdringingseffecten zijn. Het is dus niet bekend in hoeverre de regeling leidt tot *additionele* investeringen.

Wat betreft soortgelijke fondsen, zijn de meest in het oog springende voorbeelden het Achtergestelde Leningen Fonds van Aegon en de pilot met achtergestelde leningen van Qredits (in 2016/2017). Bij de pilot van Qredits kostte het veel moeite om de achtergestelde leningen van het fonds weg te zetten en was er sprake van onderuitputting van het budget. Uit deze pilot bleek dat de behoefte (bij het kleinbedrijf) naar achtergestelde leningen beperkt kan zijn. Verder komt uit de ervaringen met het ALF en de bestaande markt voor achtergestelde leningen naar voren dat kleine achtergestelde leningen moeilijk rendabel zijn. Dit fonds richtte zich oorspronkelijk op kleinere leningen vanaf €150.000, maar heeft na verloop van tijd het minimumticket verhoogd om de operationele kosten te kunnen dekken. De les die we kunnen trekken uit de pilot en het ALF, is dat achtergestelde leningen een bepaald rentepercentage en ticket size moeten hebben om rendabel te kunnen zijn. Achtergestelde leningen zijn inherent risicovoller dan reguliere leningen, waardoor een hogere rente nodig is voor de kapitaalverstrekker en de leningen pas rendabel zijn bij grotere bedragen. Door het benodigde hoge rentepercentage te rekenen, daalt de vraag van mkb-bedrijven naar dit type financiering. Om de rente aantrekkelijker te maken voor bedrijven, zou dus (forse) subsidie nodig zijn van de overheid.

3.2.2 Startups

In verschillende landen bestaan fiscale regelingen waarbij particuliere beleggers belastingkortingen of subsidies toegekend krijgen bij het direct of indirect verstrekken van financiering aan startups. Hieronder lichten we een aantal van deze regelingen toe en de lessen die uit de ervaringen met die fiscale regelingen kunnen worden getrokken.

België: Tax shelter voor startende ondernemingen en Vriendenaandeel

In België is sinds 2015 een tax shelter van kracht om investeringen in micro- en mkb-bedrijven te stimuleren. Investeerders komen in aanmerking voor een vermindering op de

⁹⁹ Pmv.eu

inkomensbelasting van 30% tot 45% van het investeringsbedrag, afhankelijk van de grootte van het bedrijf waarin wordt geïnvesteerd. Deze regeling geldt voor alle particuliere belastingplichtigen en is niet specifiek gericht op business angels. Ook investeerders via een geaccrediteerd crowdfunding platform of startersfonds komen sinds 2017 in aanmerking voor het belastingvoordeel. Investeerders kunnen maximaal €100.000 per jaar investeren en een bedrijf kan maximaal €500.000 ophalen via deze fiscale regeling.

Sinds 2021 is er daarnaast in Vlaanderen een nieuwe regeling geïntroduceerd, het zogenaamde Vriendenaandeel. Via deze regeling kunnen particulieren tot €75.000 investeren in aandelen van een Vlaams bedrijf, waarvoor ze gedurende maximaal vijf jaar een belastingkorting van 2,5% van het geïnvesteerde krijgen. Bedrijven kunnen €300.000 ophalen via deze regeling.

Voor zowel de Tax shelter voor startende ondernemingen als het Vriendenaandeel is geen evaluatiestudie voorhanden. In het geval van het Vriendenaandeel, blijkt de interesse van investeerders beperkt om via deze regeling te investeren.

VK: EIS en SEIS

Verschillende landen hebben de Britse regelingen als uitgangspunt genomen in het ontwikkelen van fiscale regelingen ter stimulering van business angel investeringen.¹⁰⁰ In het VK is sinds 1994 gestart met het Enterprise Investment Scheme (EIS). EIS is één van de langstlopende belastingmaatregelen ter stimulering van particuliere investeerders. Deze regeling beoogt door middel van belastingvoordelen particuliere investeerders te stimuleren tot het verschaffen van risicodragend vermogen aan kwalificerende niet-beursgenoteerde ondernemingen. De regeling richt zich niet specifiek op business angels en stelt geen nadere eisen aan de expertise van particuliere investeerders. Ook particuliere investeerders die investeren via crowdfunding platforms kunnen in aanmerking komen. Met deze regeling komen particuliere investeerders in het belastingjaar van de investering in aanmerking voor een belastingaftrek ter hoogte van 30% van het investeringsbedrag (voor 2012 was dit nog 20%). Hierbij geldt een maximaal investeringsbedrag van 1 miljoen per belastingjaar. Het belastingvoordeel mag ook (deels) worden toegepast op het inkomen van het voorliggende belastingjaar. Aandelen moeten minstens drie jaar worden aangehouden. Bij verkoop van de aandelen is geen vermogenswinstbelasting verschuldigd. Tot slot kan een eventueel verlies ook worden verrekend met de inkomstenbelasting.

Sinds 2012 is in het VK de Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) geïntroduceerd, met als doel om particuliere investeerders te stimuleren om risicodragend kapitaal te verschaffen aan jonge bedrijven. Jonge ondernemingen kunnen bij de Britse Belastingdienst een SEIS-status aanvragen en kunnen maximaal 150.000 aan vermogen ophalen via de regeling. Particuliere investeerders kunnen 50% van het investeringsbedrag aftrekken van de inkomsten

¹⁰⁰ <https://www.norwegianamerican.com/business/tax-incentives-for-business-angels/>

belasting (maximaal investeringsbedrag van 100.000 per jaar). Het belastingvoordeel mag ook (deels) worden toegepast op het inkomen van het voorliggende belastingjaar. Bij verkoop van de aandelen is geen vermogenswinstbelasting verschuldigd. Tot slot kan een eventueel verlies deels worden verrekend met de inkomstenbelasting.

De fiscale regelingen in het Verenigd Koninkrijk zijn de afgelopen jaren geëvalueerd. Particuliere investeerders zouden zonder EIS en SEIS niet of minder geld investeren in startende ondernemingen, waarschijnlijk door het ruimhartige belastingvoordeel (waarbij het niet duidelijk is in hoeverre dit gaat om *additionele* investeringen). De EIS heeft het aanbod van risicodragend vermogen verhoogd en veel business angels maken gebruik van de EIS of SEIS regeling.¹⁰¹ In het Verenigd Koninkrijk slagen jonge en MKB bedrijven mede door toedoen van deze regelingen erin om sneller te groeien en meer vervolgfianciering aan te trekken in vergelijking tot een controlegroep van soortgelijke bedrijven. Financieringsproblemen voor startende ondernemingen worden mede door SEIS verlicht. In het VK wordt door 55% van de bedrijven met een investering via de SEIS-regeling aangegeven dat vervolgfianciering hierdoor makkelijker was op te halen.¹⁰²

Duitsland: INVEST

In Duitsland wordt gebruik gemaakt van een subsidie instrument INVEST om private investeerders aan te moedigen te investeren in jonge innovatieve bedrijven. De regeling is gericht op zowel natuurlijke personen als business angel syndicaten die investeren in kleine, jonge en innovatieve bedrijven. Bij deze regeling wordt zowel een subsidie vooraf als een belastingvoordeel gegeven.¹⁰³ De subsidie bedraagt 15% van het investeringsbedrag en dit investeringsbedrag moet minimaal €10.000 zijn en maximaal €333.333,33. Een investeerder kan subsidie krijgen voor maximaal €666.666,66 via deze regeling. Verder wordt er bij een eventuele verkoop van de aandelen met winst een terugbetaling gedaan van de vermogenswinstbelasting (dit geldt alleen voor natuurlijke personen). Dit geldt voor 25% van de winst die is gemaakt via het INVEST programma met een maximum tot het subsidiebedrag dat bij aanvang van de investering werd ontvangen (waarbij de winst minimaal €2.000 moet bedragen).

Het INVEST programma kent veel particulieren die voor het eerst durfkapitaal verstrekken ("virgin angels") en vaak samen met andere meer ervaren investeerders/business angels investeren in startende ondernemingen.¹⁰⁴ Ook hier is het echter niet duidelijk hoeveel van de investeringen *additioneel* zijn gestimuleerd door de regeling. Uit de evaluatie van de Duitse INVEST-regeling komt naar voren dat er een positief effect is van de investeringen via de

¹⁰¹ <https://www.enterpriseresearch.ac.uk/wp-content/uploads/2015/01/ERC-Angels-Report..pdf>

¹⁰² Seed Enterprise Investment Scheme Evaluation (2022). [gov.uk]

¹⁰³ https://www.bmwk.de/Redaktion/EN/Publikationen/Invest/invest-venture-capital-grant.pdf?__blob=publication-File&v=2

¹⁰⁴ <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/144829/1/863611427.pdf>

regeling op vervolfinanciering: 62% van de bedrijven geeft aan dat dit positief heeft bijgedragen aan vervolfinanciering.¹⁰⁵ Vergeleken met een controlegroep van bedrijven, hebben bedrijven met een financiering via INVEST gemiddeld gezien 5%-13% meer aan aandelenkapitaal opgehaald. Overigens wordt ook genoemd dat er een bepaald selectie-effect is, waarbij juist de *investor-ready* bedrijven via de regeling financiering hebben verkregen van business angels.

Frankrijk: Avantage Madelin

In Frankrijk wordt gebruikt gemaakt van een fiscale regeling (Avantage Madelin) die een inkomstenbelastingvoordeel van 18% (voorheen 25% en 22%) oplevert, indien geïnvesteerd wordt in een mkb-onderneming gevestigd in de EU.¹⁰⁶ De regeling geldt voor een maximum van €50.000 aan investeringen per jaar, voor directe investeringen in mkb-bedrijven en indirecte investeringen via investeerdersclubs of business angel netwerken (BAN's). De inkomstenbelasting kan met maximaal €9.000 per jaar worden verminderd. Investerings moeten voor minimaal vijf jaar worden aangehouden.

Bij de regeling in Frankrijk (Avantage Madelin) is geen evaluatie uitgevoerd. Gedurende de jaren zijn er wijzigingen aangebracht aan de regeling, waarmee het versoberd (en complexer) is geraakt.¹⁰⁷

Een belangrijke kanttekening bij dergelijke evaluaties is dat er een juiste onderzoeksopzet moet worden gevolgd om oorzaak-gevolg relaties te kunnen vaststellen. Het is niet eenvoudig om vast te stellen tot in hoeverre de regeling oorzakelijk heeft bijgedragen aan de vergroting van de beschikbaarheid van risicokapitaal (een deel van de investeringen zou waarschijnlijk ook zonder de fiscale regeling tot stand zijn gekomen). Ook zou moeten worden gekeken wat het effect zou zijn geweest als het met de fiscale maatregel gemoeide geld door de overheid op een andere manier zou worden ingezet. Bij het bepalen van de maatschappelijk kosten en baten zou rekening moeten worden gehouden met de kosten van de belastingregeling moeten worden afgezet tegen de verhoogde belastinginkomsten van onder meer de extra verkopen (extra BTW inkomsten), extra werkgelegenheid (meer inkomstenbelasting) en extra winsten (extra winstbelasting) om tot een goed beeld te komen. Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat de meeste fiscale regelingen doorgaans weinig effectief zijn.¹⁰⁸

In 2017 zijn 46 regelingen in 36 Europese landen en een aantal andere OECD landen geanalyseerd.¹⁰⁹ Hieruit blijkt dat de Britse SEIS en EIS als regelingen naar voren komen met veel

¹⁰⁵ Evaluation Invest 2016 [https://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Evaluation_INVEST_20160616.pdf]

¹⁰⁶ <http://www.loimadelin.com/>

¹⁰⁷ http://business-angels.de/wp-content/uploads/2013/10/ba-rep_en.pdf

¹⁰⁸ Carpentier & Suret (2016). The effectiveness of tax incentives for business angels.

¹⁰⁹ European Commission (2017). "Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups

toegepaste 'good practices' vanuit het oogpunt van beleidsmakers, terwijl ook de Franse (Madelin) en Duitse (Invest) regelingen positief worden beschreven. Dit is gebaseerd op een aantal *good practices* voor fiscale regelingen op een aantal ontwerpcriteria. Een aantal van deze criteria staat in onderstaande tabel. Te zien is dat de onderzochte beleidsopties op een aantal vlakken overeenkomen met deze aanbevelingen. De *good practices* betreffen de vormgeving van de regeling en gaan niet noodzakelijkerwijs in op de additionaliteit. In sommige gevallen zal er ook een afweging zijn tussen het implementeren van een *good practice* en de hoeveelheid gederfde belastinginkomsten die vanuit de overheid wenselijk is.

Tabel 3: Aanbevelingen voor ontwerpcriteria van fiscale regelingen gericht op BA's en VC's. Bron: European Commission (2017)

Criterium	Aanbevolen door de EC
Initieel voordeel op geïnvesteerd bedrag	Wel initieel voordeel
Voordeel op rendementen (investeringsinkomsten zoals rente en dividend/ kapitaalwinst)	Belastingvoordeel op kapitaalwinst
Verliesverrekening	Verliesverrekening onder gunstiger voorwaarden dan het basis belastingsysteem
Leeftijd van bedrijven	Gedeeltelijke targeting op basis van leeftijd van bedrijven
Grootte van bedrijven	Gedeeltelijke targeting op basis van grootte van bedrijven
Investeerders	Gericht op zowel business angels als VC's
Schuld vs. aandelen	Gericht op aandeleninvesteringen
Limieten voor investering	Boven- of boven- en ondergrenzen voor investeringsgrootte
Investeringsduur	Minimale investeringsduur

In recent onderzoek is gekeken naar de effecten van een fiscale regeling voor investeringen in de vroege fase door business angels, middels een belastingkrediet (*tax credit*) in de VS.¹¹⁰ Hieruit blijkt dat het fiscale voordeel leidt tot een toename in investeringen door business angels via de regeling. Echter, de fiscale regeling leidt ook tot een afname van andere vormen van financiering in de vroege fase. De fiscale regeling leidt tot het verdringen van alternatieve financiering. De totale hoeveelheid in de vroege fase neemt daarom niet toe als gevolg van de fiscale regeling. Bovendien wordt er geen toename gevonden in ondernemerschap als gevolg van deze fiscale stimulans. Bedrijven met een angel investering met het fiscale voordeel presenteren in dit Amerikaanse onderzoek niet beter dan bedrijven met investeringen zonder dat fiscale voordeel.

¹¹⁰ Denes et al. (2023). Investor Tax Credits and Entrepreneurship: Evidence from U.S. States

Verder blijkt dat er (in de VS) een beperkte gevoeligheid is van *professionele* investeerders op belastingkredieten (met andere woorden, de investeringskeuze van deze investeerders wordt beperkt beïnvloed door fiscale voordelen). Vooral de jongere en minder ervaren business angels investeren als gevolg van de fiscale regeling. Als gevolg van de fiscale regeling gaan meer onervaren investeerders investeren in bedrijven. Deze onervaren angels investeren vooral in bedrijven met lage groei en meer volwassen bedrijven. Professionele investeerders laten investeringskeuzes minder afhangen van een belastingkrediet, omdat het fiscale voordeel hiervan relatief gezien minder belangrijk is bij een zeer winstgevende investering.

Een leerpunt van dit Amerikaanse onderzoek is dat een belastingkorting op basis van het investeringsbedrag dus weliswaar in eerste instantie leidt tot meer investeringen door business angels, maar dat dit ook tot verdringing van andere investeringen leidt en dus niet leidt tot meer investeringen in totaliteit. Verder stimuleert de regeling geen investeringen in bedrijven met hoge groei. Wat effectiever lijkt te zijn, is een fiscaal voordeel te geven op de winstbelasting. Hierdoor worden (ook voor professionelere investeerders) de *goede* investeringen beloond en niet *alle* investeringen in startups.

Hoofdstuk 4

Beleidsopties: werking, impact en kosten

4 Beleidsopties: werking, impact en kosten

In dit hoofdstuk volgt eerst een beschrijving van de beleidsopties. Voor een analyse van de werking, kosten en impact is het noodzakelijk om de opties eerst goed te omschrijven en af te bakenen (paragraaf 4.1). Deze uitwerking resulteert in drie beleidsopties (waarvan de eerste beleidsoptie drie varianten kent) die in het vervolg van dit hoofdstuk en later in het rapport centraal staan. In paragraaf 4.2 vergelijken we deze varianten op hun werking, voor- en nadelen, kosten, opbrengsten en impact.

4.1 Beschrijving van de beleidsopties

In deze paragraaf bespreken we de beleidsopties. We werken in meer detail de opties uit die in de moties genoemd worden. Dit doen we omdat een meer gedetailleerde uitwerking ons beter in staat stelt een goede vergelijking te maken. We gaan de opties niet volledig met *alle* details uitwerken. Dat heeft voor de diepte van deze (ex-ante) analyse weinig zin. We vergelijken de opties op een aantal kenmerken wat betreft voordelen en nadelen, alsook de geschatte kosten en opbrengsten. We hebben er bovendien voor gekozen om de opties zo neer te zetten dat ze begrijpelijk zijn. Op deze manier konden we in de interviews voor de respondenten concrete en begrijpelijk vragen stellen. Het is uiteindelijk aan de minister en de Tweede Kamer om te bepalen of een beleidsoptie ingevoerd wordt en hoe deze beleidsoptie er dan uit komt te zien. Onze beschrijving en afbakening van de opties hebben dus een enigszins hypothetisch karakter.

Wij onderscheiden drie beleidsopties: een fiscale regeling gericht op particulieren in brede zin (natuurlijke personen dus familie, vrienden, business angels) waarbinnen we drie varianten onderscheiden, een fiscale regeling primair gericht op business angels en een fonds voor achtergestelde leningen. Deze opties kunnen onafhankelijk van elkaar bestaan en worden ook dusdanig geanalyseerd. Er zou overigens wel sprake kunnen zijn van een situatie waarin een mkb of startup zowel gebruik maakt van het fonds als een fiscale regeling.

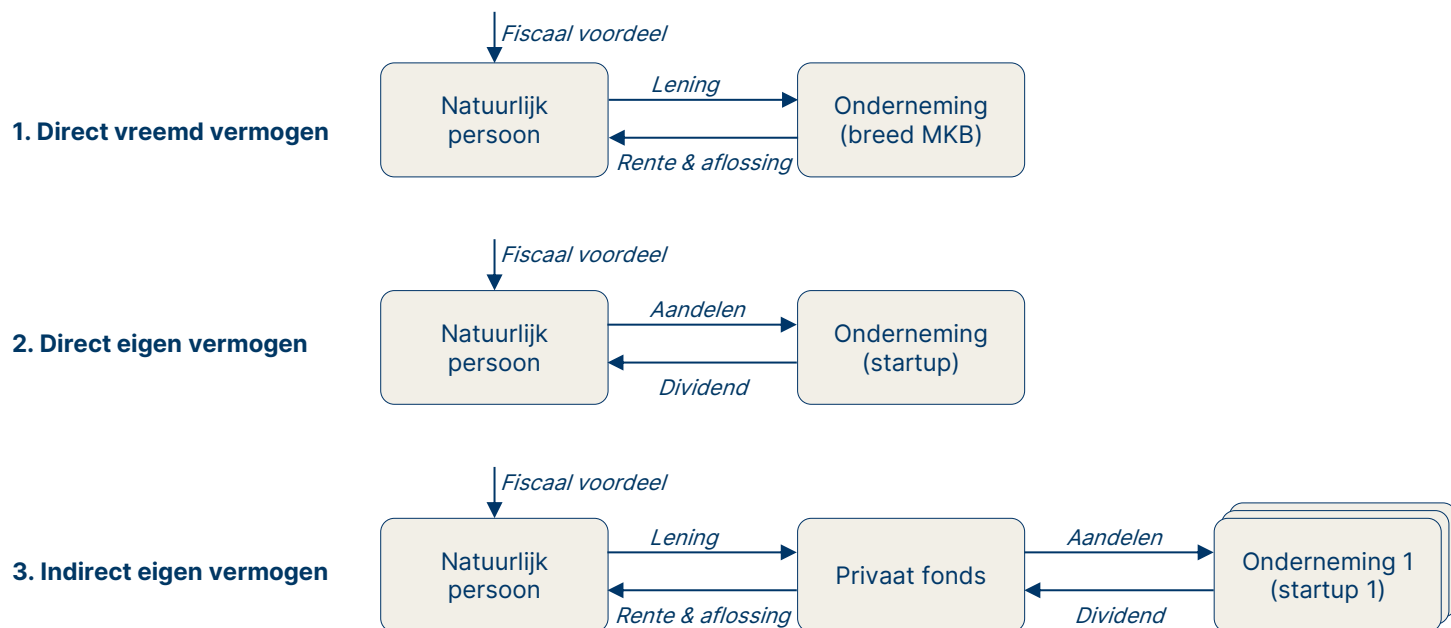
4.1.1 Beleidsoptie 1a-c: Fiscale regeling gericht op particulieren

Motie de Jong c.s. vraagt te onderzoeken of *een nieuwe versie van de durfkapitaalregeling waarbij particulieren met belastingvoordelen geld kunnen verstrekken aan mkb-bedrijven* nodig is. Op basis van hetgeen we in deze paragraaf beschrijven, hebben we drie varianten ontworpen die we naar aanleiding van deze motie onderzoeken. Hierbij richten we ons zowel op directe als indirecte financiering en zowel eigen vermogen als leningen. Dit leidt tot drie varianten, namelijk:

- Beleidsoptie 1a: direct vreemd vermogen (achtergestelde leningen)
- Beleidsoptie 1b: direct eigen vermogen
- Beleidsoptie 1c: indirect eigen vermogen.

De onderstaande afbeelding toont op een schematische wijze hoe de financiële stromen lopen bij deze drie varianten. Uiteraard speelt bij eigen vermogen ook de vervreemding van aandelen

een belangrijke rol bij de uiteindelijke winst van investeerders en wordt er niet altijd dividend uitgekeerd.



Figuur 18. Schematische weergave van de werking van de drie varianten van de fiscale regeling

Een oplettende lezer zal het opvallen dat we dus niet kijken naar de optie waarin natuurlijke personen vermogen kunnen verstrekken aan private fondsen die indirect *leningen* aan ondernemingen verstrekken. Dat doen we omdat dit kan overlappen met de beleidsoptie die we in de volgende paragraaf benoemen. Het verstrekken van leningen (vreemd vermogen) is bedoeld door het brede mkb; het verstrekken van eigen vermogen is beperkt tot startups.

De beleidsoptie Fiscale regeling gericht op particulieren is primair bedoeld voor particulieren en is sterk gebaseerd op de in 2011 afgeschafte Durfkapitaalregeling en op twee Vlaamse regelingen: de Winwinlening en het Vriendenaandeel. De exacte invulling van deze beleidsoptie tonen we hieronder. Deze uitwerking vond plaats in samenspraak met de begeleidingscommissie van dit onderzoek.

Box 1. Kaders van de varianten die onderzocht worden van de beleidsoptie fiscale regeling gericht op particulieren.

- Fiscale regeling voor particulieren gericht op:
 - Het direct verstrekken van achtergestelde leningen (vreemd vermogen) aan MKB (beleidsoptie 1a)
 - Het direct verstrekken van eigen vermogen aan startups (beleidsoptie 1b)
 - Het indirect (dus via een fonds) verstrekken van eigen vermogen aan startups (beleidsoptie 1c)
- Fiscale voordelen voor de deelnemende particulieren waarbij de volgende kaders gelden:

- Gemaximaliseerd tot €75.000 per particulier en €300.000 per onderneming
- Vrijstelling in box 3 voor maximaal €75.000 vermogen.
- Fiscaal voordeel geldt maximaal 10 jaar per transactie

De keuze voor deze parameters is deels gebaseerd op de **Durfskapitaalregeling** die in Nederland tot 2011 bestond en een opvolger was van de **Tante Agaatregeling**. Deze Durfskapitaalregeling had toentertijd twee verschillende lijnen: een directe regeling en een indirecte regeling. Bij de directe regeling verstrekten particulieren achtergestelde leningen direct aan ondernemingen. Bij de indirecte regeling belegden particulieren in door de overheid aangevoerde durfskapitaalfondsen.

De directe regeling in de Durfskapitaalregeling had op hoofdlijnen de volgende eigenschappen:

- Een vrijstelling in box 3 voor achtergestelde leningen tot €51.390 per persoon.
- Verliezen zijn tot €46.984 euro per startende ondernemer aftrekbaar in box-1.
- Heffingskorting van 1,3% van de gemiddelde directe beleggingen.

Verder was er een uitvoerige lijst met eisen aan de lening (achtergesteld, looptijd 8 jaar, et cetera) en de ondernemer (zoals maximaal zeven jaar zelfstandigenaftrek).

De indirecte regeling in de Durfskapitaalregeling (waarbij een particulier in een fonds investeert) had op hoofdlijnen de volgende eigenschap:

- Een vrijstelling in box 3 voor directe leningen aan durfskapitaalfondsen tot €51.390 per persoon.

Verder was er een uitvoerige lijst met eisen aan de financiering die het fonds verstrekt (investering via achtergestelde leningen en/of deelnemingen, maximumbedrag, et cetera) en de ondernemer (zoals maximaal zeven jaar zelfstandigenaftrek).

Omdat de Durfskapitaalregeling al in 2011 is afgeschaft (zie paragraaf 3.2.1 voor de lessen die uit de afschaffing kunnen worden getrokken), is het – conform motie de Jong c.s. (zie paragraaf 1.1) – goed om te kijken naar de invulling van de vergelijkbare Vlaamse **Winwinlening**¹¹¹ en het **Vriendenaandeel**.¹¹² Deze regelingen zijn vergelijkbaar met de Durfskapitaalregeling en worden op dit moment in Vlaanderen toegepast. Van de regelingen zijn nog geen evaluaties gepubliceerd. De Winwinlening heeft betrekking op leningen; het Vriendenaandeel op eigen vermogen.

¹¹¹ Via een Winwinlening kunnen particulieren investeren euro middels een achtergestelde lening (of meerdere achtergestelde leningen) met bepaalde vastgestelde kader, in een kmo of zelfstandige met een Vlaamse exploitatiezetel, tot een totaalbedrag per particulier van maximaal 75.000. In ruil krijgen ze een fiscaal voordeel van 2,5% per jaar van de berekeningsgrondslag en een eenmalig belastingkrediet van 30% mocht de lening niet worden terugbetaald. Een onderneming kan zo tot €300.000 euro aan leningen ophalen. Zie [\[Winwinlening | PMV\]](#).

¹¹² Via een Vriendenaandeel kunnen particulieren tot 75.000 euro investeren in een vennootschap met een Vlaamse exploitatiezetel. In ruil krijgen ze maximaal vijf jaar een fiscaal voordeel van 2,5%. Een onderneming kan zo tot €300.000 euro vers kapitaal ophalen om het eigen vermogen te versterken zie [\[Vriendenaandeel | PMV\]](#).

Ook in verschillende relevante andere documentatie wordt verwezen naar deze instrumenten.¹¹³ De kaders van de Winwinlening en het Vriendenaandeel lijken op die van de voormalige Durfkapitaalregeling. Er zijn eisen aan de lening en de ondernemer die de lening ontvangt.¹¹⁴ Het voornaamste verschil met de Durfkapitaalregeling ligt in het feit dat het hier ook mogelijk is om als particulier via eigen vermogen in ondernemingen te participeren (investeringen via de Winwinlening en het Vriendenaandeel kunnen worden gecombineerd). Daarnaast zijn er verschillen op fiscaal gebied. België kent namelijk een ander fiscaal stelsel waarin niet met boxen gewerkt wordt. Toch wordt ook hier een onderscheid gemaakt tussen een jaarlijks voordeel op basis van het uitstaande kapitaal en een eenmalig fiscale korting als er sprake is van leningen die niet terugbetaald worden.

De fiscale prikkel die particulieren krijgen binnen de onderzochte beleidsoptie (en drie varianten) ligt uitsluitend op het gebied van box 3. Als we kijken naar de omvang van de prikkel, dan ligt deze maximaal -uitgaande van de box 3-systematiek van 2024- op ruim €1.600 netto per jaar.¹¹⁵ Een uitdaging is echter dat nog niet duidelijk is hoe de toekomstige box 3 vorm gaat krijgen.¹¹⁶ Er komt volgens het voorstel van wet houdende wijziging van box 3 van de Wet inkomstenbelasting 2001 (Wet werkelijk rendement box 3) mogelijk een model waarin werkelijk rendement wordt belast. Tijdens dit onderzoek is duidelijk geworden dat de Raad van State zeer kritisch is op dit voorstel^{117,118}, dus is dit model nog niet meegenomen in onze berekeningen. Inmiddels blijkt dat het kabinet toch voornemens is om het wetvoorstel werkelijk rendement box 3 door te zetten.

4.1.2 Beleidsoptie 2: Fiscale regeling primair gericht op business angels

In overleg met de opdrachtgever en vanwege de bevindingen over *smart* money in hoofdstuk 2, is naast de vorige beleidsoptie een beleidsoptie gedefinieerd die sterker gericht is op business angels en startups. Dit is een optie die een sterkere fiscale prikkel geeft (meer fiscaal voordeel) en waarbij startups meer geld via de regeling kunnen ophalen. Natuurlijke personen die geen business angels zijn kunnen ook investeren via deze regeling, maar de verwachting is dat door de sterkere fiscale prikkel deze regeling meer aansluit bij business angels dan beleidsoptie 1b. Deze regeling is sterk gebaseerd op de Belgische **Tax shelter voor startende**

¹¹³ <https://www.tweedekamer.nl/downloads/document?id=2020D44311>

¹¹⁴ <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/winwinlening>
<https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/vriendenaandeel>

¹¹⁵ We gaan dan uit van de situatie dat de particulier hiervoor middelen gebruikt die niet van een spaarrekening komen, maar vallen onder de categorie *beleggingen en andere bezittingen*. Gezien het risicoprofiel lijkt dit een goede aanname. Als hier sprake van is, dan is het voordeel $€75.000 * 6,05\% * 36\% = €1633,50$ per jaar. Als de middelen *wel* van een spaarrekening komen, dan is het voordeel slechts circa €250 per jaar. In de berekening is geen rekening gehouden met het heffingsvrije vermogen (2025: € 57.684).

¹¹⁶ <https://open.overheid.nl/documenten/ae7659b3-03b7-4cf2-9cc1-b751e2f5a6c6/file>

¹¹⁷ <https://www.raadvanstate.nl/actueel/nieuws/december/advies-werkelijk-rendement-box-3/>

¹¹⁸ [Wet werkelijk rendement box 3. - Raad van State](#)

ondernemingen^{119,,120,121}. Bij die Belgische regeling zijn veel voorwaarden opgesteld voor het gebruik, om misbruik tegen te gaan. Op een aantal parameters verschilt de onderzochte beleids optie van de Belgische regeling. Zo worden bij deze beleids optie alleen directe investeringen fiscaal gestimuleerd (bij de Belgische regelingen komen ook investeringen via fondsen of crowdfundingplatformen in aanmerking), maar in overleg met de opdrachtgever is besloten om die investeringen niet mee te nemen in deze beleids optie. De fiscale prikkel van deze beleids optie is groter dan de beleids optie gericht op particulieren. In overleg met de opdrachtgever zijn we tot de volgende kaders gekomen.

Box 2. Kaders van beleids optie van de fiscale regeling gericht op business angels .

- Fiscale regeling voor particulieren gericht op:
 - Het direct verstrekken van eigen vermogen aan startups
- Fiscale voordelen voor de deelnemende particulieren waarbij de volgende kaders gelden:
 - Verwerving van aandelen in de startup van maximaal 30% van het belang;
 - Fiscaal voordeel in box 1 gemaximaliseerd tot €100.000 per particulier per jaar en in het jaar van de daadwerkelijke investering
 - De investering is beperkt tot €500.000 per startup
 - De belastingvermindering in box 1 is 30% van de investering bij kleine (<50 werknemers) startups. Bij zeer kleine startups (<10 werknemers) is dit 45%.
 - Geen teruggaaf of verrekening buiten box 1;

4.1.3 Beleids optie 3: Fonds voor achtergestelde leningen mkb

Bij het fonds voor achtergestelde leningen voor het MKB is een andere uitwerking nodig dan bij de fiscale regeling. De kaders volgen nagenoeg direct uit de motie. Hieronder worden deze voor alle duidelijkheid weergegeven.

Box 3. Kaders van het fonds voor achtergestelde leningen dat onderzocht wordt.

- Fonds dat zich richt op:
 - Achtergestelde leningen
 - Leningen met een omvang van €50.000 tot €500.000
 - Mkb in Nederland (in brede zin)

¹¹⁹ <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/tax-shelter-voor-startende-ondernemingen>

¹²⁰ <https://fin.belgium.be/nl/particulieren/belastingvoordelen/investeren-startup-scale-up-tax-shelter>

¹²¹ <https://www.minfin.fgov.be/myminfin-web/pages/public/fisconet/document/48ccfcc8-ae2b-4022-8a21-20fa45820a8f>

Mate van betrokkenheid van de overheid bij het fonds

Hoewel het in de motie niet expliciet staat, lijkt het duidelijk te zijn dat er enige mate van overheidsbetrokkenheid kan zijn bij het fonds. Blijkbaar heeft de markt dit niet voldoende opgepakt en leeft in de Tweede Kamer het beeld dat de publieke sector zou moeten (en kunnen) ingrijpen als er daadwerkelijk een probleem is. Dat is aanleiding om dit aan de hand van de eerdergenoemde motie te onderzoeken.

In de interviews is *de mate waarin de overheid betrokken is bij een fonds* sterk naar voren gekomen. Verschillende respondenten hebben verschillende beelden hierbij. Hoewel de exacte invulling meer te maken heeft met doelmatigheid en uitvoeringskosten en minder met doeltreffendheid, is dit een dermate relevant onderwerp dat we hier toch kort op in willen gaan. Er zijn verschillende manieren waarop de overheid betrokken kan raken bij een fonds. Hieronder volgen enkele niet uitputtende voorbeelden (met een aflopende betrokkenheid van de overheid). De overheid kan:

- Aandeelhouder zijn van het fonds.
- Uitvoerder zijn van het fonds
- Kapitaal ter beschikking stellen voor het fonds.
- Financiële garanties afgeven aan marktpartijen zodat zij eenvoudiger een dergelijk fonds onder marktconforme voorwaarden kunnen exploiteren.
- Hoge transactiekosten die gepaard gaan met het afsluiten van dit soort financiering (deels) afdekken, zodat marktpartijen eenvoudiger een dergelijk fonds onder marktconforme voorwaarden kunnen exploiteren.

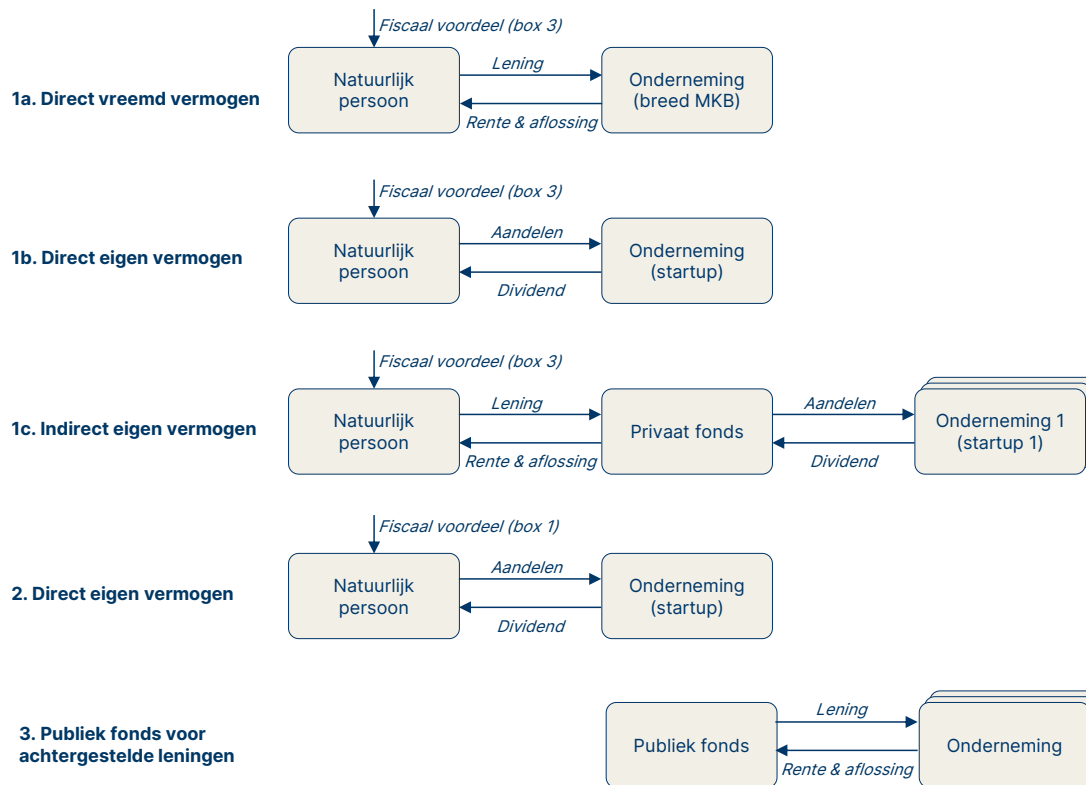
4.2 Vergelijking van de beleidsopties

In deze paragraaf brengen we – voor zover de verzamelde data dat toelaten – de werking, kosten, opbrengsten en impact van beide beleidsopties in kaart. De eerste beleidsoptie (fiscale regeling gericht op particulieren) is, zoals in de vorige paragraaf besproken, gesplitst in drie varianten:

- Fiscaal direct vreemd vermogen (1a)
- Fiscaal direct eigen vermogen (1b)
- Fiscaal indirect eigen vermogen (1c)

Beleids optie 2 verstrekt direct eigen vermogen aan startups, maar deze fiscale regeling is specifiek gericht op business angels.

Beleids optie 3 *fonds achtergestelde leningen* blijft ook beperkt tot één variant. In de volgende analyse wordt dus uitgegaan van drie beleidsopties. Onderstaand figuur toont hoe de geldstromen lopen bij elk van de beleidsopties.



Figuur 19: Fiscaal voordeel en geldstromen bij de beleidsopties

Vooraf is het van belang te melden dat het om de *verwachte* werking, kosten en impact gaat. Er is immers nog geen keuze gemaakt of en in welke vorm deze opties ingevoerd zullen worden. Dat maakt een gedetailleerde en exacte analyse en vergelijking lastig. Verder zullen we waar mogelijk de werking, kosten en impact kwantificeren (bijvoorbeeld op basis van eerdere evaluaties, analyses met vergelijkbare instrumenten en extrapolaties). Deskresearch en de interviews hebben de bouwstenen geleverd voor deze vergelijking. Tot slot willen we benadrukken dat bij analyses is geredeneerd dat er slechts één beleidsoptie tegelijkertijd wordt ingevoerd. We gaan dus niet uit van interactie-effecten. Als alle beleidsopties tegelijkertijd worden uitgevoerd, dan verwachten we dat het gebruik van de verschillende opties lager zal liggen omdat er overlap zal zijn. Bij de invoering van verschillende varianten van de eerste beleidsoptie, kan er sprake zijn van interactie-effecten.

4.2.1 Beleidsoptie 1a: Fiscaal direct vreemd vermogen

Kaders

Het doel van deze beleidsoptie is het stimuleren van directe particuliere achtergestelde leningen voor het tegemoetkomen aan de financieringsbehoefte van het brede mkb. De verstrekkers van kapitaal zijn personen die in Nederland belastingaangifte doen. De verkrijgers van kapitaal zijn (formeel) mkb-bedrijven. In totaal gaat het om 1,5 miljoen bedrijven die hier mogelijk

gebruik van kunnen maken¹²². In de praktijk zien we echter veel kleine bedrijven (90% van de 1,5 miljoen bedrijven)¹²³ die niet investeren en dus ook weinig interesse hebben in deze faciliteit. In het vorige hoofdstuk is aangegeven dat er gemiddeld 50.000 mkb'ers per jaar zijn die behoefte hebben aan externe financiering. Omdat het gaat om een gemaximeerde investering (zie hieronder), zal de daadwerkelijke doelgroep enigszins kleiner zijn. De maximale omvang van de investering van de verstrekker van kapitaal is €75.000 per jaar en voor de verkrijger van kapitaal is dit maximaal €300.000 per jaar.

Voor- en nadelen

Mate waarin doelgroep bereikt wordt

Omdat er sprake is van een eenvoudige en toegankelijke regeling zullen veel bedrijven hier gebruik van *kunnen* maken. Toch is het onze verwachting dat we ook hier een bias zullen zien. Vooral bedrijven in de doelgroep met eigenaren die goede persoonlijke banden hebben met kapitaalkrachtige personen zullen hiervan profiteren. Bij de evaluatie van de directe variant van de Durfkapitaalregeling bleek het vooral een familie-instrument te zijn. Negen van de tien geraadpleegde directe ondernemers ontving de lening van een familielid. Meestal (in 95% van de gevallen) had de directe belegger ook maar één onderneming gefinancierd.¹²⁴

Verder is het ook mogelijk dat er verschillen liggen tussen sectoren. De Durfkapitaalregeling kende bijvoorbeeld een relatief groot aandeel van landbouwbedrijven en niet-innovatieve bedrijven (deels door de opzet van indirecte fondsen via de banken).¹²⁵ Zowel via directe investeringen als indirecte investeringen, werd nauwelijks geïnvesteerd in innovatieve bedrijven (voor beleggers in innovatieve bedrijven was de opzet van de regeling weinig aantrekkelijk). Omdat de economische structuur van Nederland de afgelopen 25 jaar veranderd is, is het lastig te bepalen in welke mate dit effect nu ook te verwachten is.

Kwaliteit van investering

De kwaliteit van de investering zal naar verwachting gemiddeld relatief laag zijn. De investering wordt –uitzonderingen daargelaten, bijvoorbeeld kapitaalkrachtige (ex-)ondernemers– gedaan door personen die relatief weinig ervaring hebben met bedrijfsfinanciering. Dat betekent dat de risico-inschatting en de voorwaarden van de lening wellicht niet altijd passend zijn (en daarnaast zullen naar verwachting veel investeringen in de familiesfeer plaatsvinden, waardoor de risico-inschatting minder objectief is).

Additionele ondersteuning voor onderneming

Bij deze variant verwachten we dat de ondernemer niet tot nauwelijks additionele inhoudelijke ondersteuning krijgt van de verstrekker van de lening. Het is uiteraard wel mogelijk dat de

¹²² <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2024/15/ruim-1-5-miljoen-mkb-bedrijven-in-nederland>

¹²³ <https://dialogic.nl/wp-content/uploads/2024/06/Eindrapport-evaluatie-fiscale-ondernemerschapsregelingen.pdf>

¹²⁴ Bureau Bartels (2005), *Evaluatie van de Durfkapitaalregeling*, Amersfoort, p. iv.

¹²⁵ Op basis van: Bron: Bureau Bartels (2005), *Evaluatie van de Durfkapitaalregeling*, Amersfoort

verstrekker van de lening advies geeft, maar de vraag is of dit advies over de bedrijfsvoering ook niet gegeven zou zijn als er geen sprake zou zijn van een lening.

Inhoudelijke sturing door overheid mogelijk

Bij deze regeling is beperkt inhoudelijke sturing door de overheid mogelijk. Er kunnen bepaalde voorwaarden worden gesteld aan de fiscale regeling, maar er kan niet net als bij een fonds of subsidie worden gestuurd. De vraag is hierbij wel in hoeverre sturing door de overheid ook daadwerkelijk wenselijk is.

Beleidsmatige complexiteit

Deze regeling zorgt voor een complexe invoering gezien de dynamiek in box 3. Bovendien vergroot dit het aantal fiscale regelingen in een tijd dat de overheid juist een aantal (ondoeltreffende/ondoelmatige) fiscale regelingen wil afbouwen. Door de overlap met andere beleidsinstrumenten, kan er ook competitie ontstaan tussen publieke middelen

Risico op misbruik

We verwachten dat het risico op misbruik en oneigenlijk gebruik bij deze regeling relatief hoog is. De regeling kan gebruikt worden om geld uit te lenen aan bedrijven die zelf geen activiteiten uitvoeren anders dan financiële (dit kan wel worden tegengegaan door bepaalde voorwaarden te stellen aan het gebruik). Een groot aantal ondernemingen in Nederland zijn holdings of investerings-BV's. In totaal gaat het om meer dan 130.000 BV's met dit karakter.¹²⁶ De regeling kan gebruikt worden om wel fiscaal voordeel te gebruiken, maar de bijpassende achtergestelde leningen alleen te gebruiken om risicoarme investeringen te doen.

Zekerheid over maatschappelijke kosten

Deze regeling kent relatief grote onzekerheid over het aantal gebruikers (inclusief misbruik), de gemiddelde omvang van het gebruik en daarmee de kosten. Later in dit hoofdstuk gaan we hier nader op in.

Impact op financieringsecosysteem

Deze regeling stimuleert geen financieringsecosysteem van professionele investeerders, omdat het gericht is op het investeren door particulieren. Uit de evaluatie van de afgeschafte Durfkapitaalregeling bleek dat veel gebruikers van de regeling slechts één investering deden en er dus weinig structurele investeerders bij kwamen in het ecosysteem.

Sociale aspecten

Deze regeling kent drie aspecten die volgens ons vanuit sociaal oogpunt interessant zijn:

- Het kan leiden tot particulieren die spaargeld verliezen doordat ze slechte investeringen doen.

¹²⁶ <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-De-economische-activiteit-van-besloten-vennootschappen.pdf>

- Het kan leiden tot slechtere sociale verhoudingen tussen familie en vrienden bij verlies van spaargeld door slechte investeringen.
- Bij deze regeling hebben ondernemers zonder een kapitaalkrchtig sociaal netwerk een minder goed uitgangspunt dan ondernemers die dit wel hebben. Uiteraard is dat altijd al het geval, alleen wordt dit effect versterkt door deze regeling.

Kosten en opbrengsten (incl. impact)

Open einde regeling en revolverendheid

Deze fiscale regeling heeft een 'open einde'. De regeling is niet revolverend.

Verwacht gebruik van de fiscale regeling

We kunnen verschillende bronnen gebruiken om het gebruik per jaar in te schatten.

- Als we kijken naar de Winwinlening en we corrigeren voor de omvang van Nederland versus Vlaanderen, dan komen we op 15.000 leningen per jaar.¹²⁷ De omvang van de prikkel van deze regeling is ongeveer vergelijkbaar met de prikkel die de beoogde Nederlandse variant heeft (dit is wellicht ook nog afhankelijk van andere parameters zoals de rente van de leningen).¹²⁸
- We zouden ook kunnen kijken naar de oude Durfkapitaalregeling. Hierbij ging het om minder dan 2.000 leningen per jaar. In de afgelopen jaren is de Nederlandse economie bijna verdubbeld¹²⁹ en hebben we 3 miljoen meer inwoners gekregen¹³⁰ waardoor er een flinke correctie moet worden uitgevoerd. Daartegenover staat dat het financieringssysteem meer volwassen is geworden in deze periode en dat mkb-bedrijven bij verschillende aanbieders achtergestelde leningen kunnen verkrijgen.
- Een derde manier om hiernaar te kijken, is door te kijken naar de totale vraag op dit moment. In het vorige hoofdstuk is aangegeven dat gemiddeld 50.000 mkb'ers per jaar behoefte hebben aan financiering. Deze behoefte moeten we echter verder afpellen. Ten eerste zullen deze bedrijven niet allemaal in één jaar dit instrument gaan gebruiken. Ten tweede verwachten we dat zij ook gebruik gaan maken van reguliere financieringsmiddelen en andere vormen van vreemd vermogen. Slechts 5.000 bedrijven van deze

¹²⁷ De win-win lening had in 2023 ruim 6.000 nieuwe leningen, zie <https://www.pmv.eu/wp-content/uploads/2024/05/240521-Jaarverslag-DEF.pdf>. We vermenigvuldigen dat met een factor van 2,5 (Nederland heeft bijna 2,5 zo veel inwoners als Vlaanderen).

¹²⁸ Bij de Winwinlening krijgt de verstrekker een jaarlijks *belastingkrediet* van 2,5% van de uitstaande lening. Uitgaande van het hoogste tarief (50%), betekent dit een netto voordeel van 1,25% van de uitstaande lening, zie <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidi databank/winwinlening>. Voor de Nederlandse situatie zouden we dit kunnen vergelijken met een voordeel in box 3 van netto $(6,05\% \cdot 36\%) = 2,18\%$ per jaar als de middelen uit beleggingen komen, zie https://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/nl/box_3/content/nieuwe-berekening-box_3-inkomen). Maar als de middelen uit spaargelden komen dan is het voordeel veel kleiner, namelijk 0,33% per jaar. Bovendien kent de Vlaamse regeling nog een optie waarbij verliezen voor 30% mogen worden afgeschreven.

¹²⁹ <https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/84105ned/table>

¹³⁰ <https://www.cbs.nl/nl-nl/visualisaties/dashboard-bevolking/bevolkingsteller>

groep hebben zich immers georiënteerd op achtergestelde leningen. Ten derde verwachten we een interactie-effect met de varianten van deze beleidsoptie waarbij eigen vermogen kan worden verstrekt.

Als we de bovenstaande gegevens samenvoegen om een ondergrens en bovengrens vast te stellen, dan schatten we het **aantal nieuwe leningen op 5.000 (op basis van de derde bron) tot 15.000 (op basis van de eerste bron) per jaar**, waarbij een deel van deze leningen zonder de fiscale regeling ook zou worden verstrekt (deadweight loss van onderhandse leningen die nu al worden verstrekt, maar niet zichtbaar zijn in de data).

Daarnaast moeten we ook bepalen wat de totale voorraad uitstaande leningen is. Hiervoor kunnen we gebruik maken van de verhouding *voorraad* ten opzichte van *nieuwe leningen* bij de Winwinlening. Deze ligt hier net boven de 7.¹³¹ Bij de Durfkapitaalregeling lag dit op bijna 6.¹³² **Op basis hiervan komen we tot een voorraad van 30.000 tot 100.000 leningen**, waarbij een deel van deze leningen zonder de fiscale regeling ook zou worden verstrekt (deadweight loss van onderhandse leningen die nu al worden verstrekt, maar niet zichtbaar zijn in de data).

Tot slot kunnen we de gemiddelde omvang van de leningen schatten. Hierbij maken we een onderscheid tussen de initiële omvang van de lening en de gemiddelde omvang van een lening gedurende de gehele looptijd. We gaan uit van een lineaire lening, waardoor de gemiddelde omvang gedurende de gehele looptijd, de helft is van de initiële omvang. Ook hier hebben we weer verschillende bronnen:

- Bij de Durfkapitaalregeling was de omvang van de initiële lening circa €50.000¹³³, maar als we corrigeren voor inflatie, dan moeten we dit met 1,75 vermenigvuldigen.¹³⁴
- Bij de Winwinleningen kunnen we deze indicator bepalen door de uitgaande leningen in 2023 te delen door het aantal nieuwe leningen in 2023 of door de totale voorraad (in €) te delen door totaal aantal uitstaande leningen. In beide gevallen komen we op een getal van ruim €22.000. Dat betekent dat de gemiddelde initiële lening het dubbele (circa €45.000) is.

Gegeven het bovenstaande gaan we uit van een omvang van de **initiële lening van €50.000** en een gemiddelde uitstaande lening van de helft van dit bedrag.

Kosten (publiek, per jaar)

Om een beeld te krijgen van de kosten is het logisch om te kijken wat de totale voorraad van leningen in euro's is. De onderkant van de schattig is 30.000 leningen met een gemiddelde omvang van €25.000, wat neerkomt op €750 miljoen. De bovenkant van de schatting werkt met

¹³¹ De totale voorraad in 2023 was ruim 43.000 leningen, het aantal nieuwe leningen bijna 6100 in 2023, zie <https://www.pmv.eu/wp-content/uploads/2024/05/240521-Jaarverslag-DEF.pdf>

¹³² De totale voorraad was in 2003 circa 10.000 leningen, het aantal nieuwe leningen in de periode 1996-2023 circa 1700 per jaar, zie <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-30300-XIII-57-b1.pdf>

¹³³ <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/kst-30300-XIII-57-b1.pdf>

¹³⁴ <https://opendata.cbs.nl/#/CBS/nl/dataset/83131NED/table>

100.000 leningen resulterend in een omvang van €2,5 miljard. Over dit gehele bedrag zullen geen inkomsten uit Box 3 worden verkregen. Gezien het risicoprofiel van deze leningen gaan we er vanuit dat deze middelen anders in box 3 als *beleggingen* zouden zijn belast, met een toetaal tarief van $(6,05\% \times 36\%) = 2,18\%$. **Dat maakt dat het budgettair belang na tien jaar ligt op circa €15 tot €55 miljoen per jaar.** In het eerste jaar is de voorraad nog maar 1/10^e hiervan en is het budgettair belang navenant kleiner (het aandeel in het eerste jaar kan mogelijk groter zijn, door bestaande achtergestelde leningen van investeerders die met die leningen gebruik gaan maken van de regeling).

Kosten beheer en uitvoering per jaar

Kosten bestaan uit administratieve kosten (kosten voor het verwerken van aangiften), controlekosten (kosten voor het controleren of bedrijven en particulieren zich aan de regeling houden), informatievoorziening (kosten voor het informeren van burgers en bedrijven over de regeling), personeelskosten (salarissen en andere kosten van de medewerkers die betrokken zijn bij de uitvoering van de regeling) en aanpassingen aan de systemen van de Belastingdienst. Bij de Vlaamse Winwinlening zijn de beheerskosten gestaag gegroeid van ongeveer €33.000 ten tijde van de invoering in 2006 naar €185.000 in 2018.¹³⁵ Als we deze kosten extrapoleren naar Nederland en corrigeren voor het verwachte extra aantal leningen (zie hierboven), dan zouden de beheerskosten kunnen oplopen van €80.000 in het eerste jaar tot €500.000 na 12 jaar. Dit is een indicatie, aangezien de context verschilt en de Winwinlening in Vlaanderen door de organisatie PMV wordt beheerd.

Administratieve lasten (aanvragen, beslissen en verantwoorden)

Relatief laag. Initieel moet de particulier en de onderneming een overeenkomst opstellen en de verwachting is dat vaak standaardovereenkomsten gebruikt zullen worden. Jaarlijks moet bij de belastingaangifte voor box 3 een correctie worden gemaakt en moet dit bedrag niet worden meegenomen, uiteraard zolang aan de voorwaarden is voldaan.¹³⁶ Aan de kant van de ontvanger van de lening zijn er nauwelijks andere administratieve lasten dan die bij het aangaan van lening bij een financiële instelling ook zijn. Daarnaast hebben veel particulieren een fiscaal adviseur die helpt bij de belastingaangifte.

Impact op vervolfinanciering

Zoals aangegeven in hoofdstuk 2, kan er mogelijk een (zeer) beperkt positief effect zijn van achtergestelde leningen op vervolfinanciering. Dit valt echter niet te kwantificeren. .

¹³⁵ [vlaamsparlament.be]

¹³⁶ Middels het Handboek Meting Regeldrukkosten kan een betere inschatting worden gemaakt, maar dat gaat te ver voor deze studie, zie <https://www.kcbr.nl/sites/default/files/2023-12/Handboek%20Meting%20Regeldrukkosten%202023%20-%20DEF%20-%204-12-2023%20toegankelijk.pdf>

4.2.2 Beleidsoptie 1b: Fiscaal direct eigen vermogen

Kaders

Het doel van de regeling is het stimuleren directe particuliere investeringen in aandelen voor het tegemoetkomen aan de financieringsbehoefte van startups. De verstrekkers van kapitaal zijn personen die in Nederland belastingaangifte doen. De verkrijgers van kapitaal zijn startups. In hoofdstuk 2 zagen we dat er in Nederland ruim 8.000 startups zijn. Uit het vorige hoofdstuk kwam verder naar voren dat ruim 40% interesse had in investeringen in eigen vermogen. Omdat het gaat om een gemaximeerde investering (zie hieronder), zal de daadwerkelijke doelgroep enigszins kleiner zijn. De maximale omvang van de investering van de verstrekker van kapitaal is €75.000 per jaar en voor de verkrijger van kapitaal is dit maximaal €300.000. Er zal overlap (en dus interactie-effecten zijn) tussen deze directe en de indirecte variant van het verstrekken van eigen vermogen, waar we in de volgende paragraaf op ingaan.

Voor- en nadelen

Mate waarin doelgroep bereikt wordt

Omdat er sprake is van een eenvoudige en toegankelijke regeling *kunnen* veel bedrijven hier gebruik van maken. Toch verwachten we ook hier relatief meer gebruik van bedrijven in de doelgroep met eigenaren die goede persoonlijke banden hebben met kapitaalkrachtige personen. Bij de evaluatie van de directe variant van de Durfkapitaalregeling bleek het vooral een familie-instrument te zijn. Dit kan te maken hebben gehad met de voorwaarden van de regeling (onder andere leningen in plaats van aandelenkapitaal) waardoor deze minder goed aansloot bij angel investeringen.

We zien bij deze optie verder een mogelijke uitdaging in de uitvoerbaarheid bij de afbakening van startups. Met startups worden “*startende onderneming met een vernieuwend, schaalbaar idee rondom een nieuwe technologie*” bedoeld. In hoofdstuk 2 zijn we hier al op ingegaan en zo komen we op circa 8.000 startups in Nederland. We kunnen ons voorstellen dat het in de praktijk lastig is om voor dit fiscale instrument handzame kaders te geven die vooral het tweede deel van de definitie (“*vernieuwend, schaalbaar idee rondom een nieuwe technologie*”) kunnen omvatten. Wel is er momenteel al een visumregeling (essentieel personeel) waarbij RVO toetst op schaalbaarheid en innovativiteit. Dit zou eventueel kunnen worden gedaan voor fiscale regelingen.

De vraag blijft wel in welke mate de doelgroep daadwerkelijk kan profiteren van deze regeling. Per onderneming is een maximum van €300.000 aan investeringen beschikbaar. Voor bedrijven in een vroege fase zal dit mogelijk een goed bedrag zijn, terwijl het voor de meer kapitaalintensieve startups aan de lage kant zal zijn.

Kwaliteit van investering

Wij schatten in dat de kwaliteit van de investering gemiddeld relatief laag zal zijn om de volgende reden. De investering wordt –uitzonderingen daargelaten, bijvoorbeeld kapitaalkrachtige (ex-)ondernemers– gedaan door personen met relatief weinig ervaring. Dat betekent dat de

risico-inschatting en de voorwaarden van de lening wellicht niet altijd passend zijn. Omdat dit een meer complexe financieringsvorm is dan een lening, verwachten wij wel dat deze vorm financiers zal aantrekken met meer financiële kennis van zaken (waardoor de kwaliteit van investeringen dus waarschijnlijk hoger zal zijn dan bij beleidsoptie 1a).

Additionele ondersteuning voor onderneming

Bij deze variant verwachten we dat de ondernemer niet tot nauwelijks additionele inhoudelijke ondersteuning van de verstrekker van de investering krijgt (particuliere investeerder). Het is uiteraard wel mogelijk dat de verstrekker van de investering advies geeft, maar de vraag is of dit advies over de bedrijfsvoering ook niet gegeven zou zijn als er geen sprake zou zijn van een investering.

Inhoudelijke sturing door overheid mogelijk

Bij deze regeling is beperkt inhoudelijke sturing door de overheid mogelijk. Er kunnen bepaalde voorwaarden worden gesteld aan de fiscale regeling, maar er kan niet net als bij een fonds of subsidie worden gestuurd. De vraag is hierbij wel in hoeverre sturing door de overheid ook daadwerkelijk wenselijk is.

Beleidsmatige complexiteit

Deze regeling zorgt voor een complexe invoering gezien de dynamiek in box 3. Dit maakt de regeling moeilijk uitvoerbaar. Bovendien vergroot dit het aantal fiscale regelingen in een tijd dat de overheid juist een aantal (ondoeltreffende/ondoelmatige) fiscale regelingen wil afbouwen.

Risico op misbruik

Het risico op misbruik en oneigenlijk gebruik is bij deze regeling relatief hoog. De regeling kan gebruikt worden om geld te verstrekken aan bedrijven die zelf geen activiteiten uitvoeren anders dan financiële activiteiten (dit zou wel kunnen worden uitgesloten met bepaalde voorwaarden en een toets). Een groot aantal ondernemingen in Nederland zijn holdings of investerings-bv. In totaal gaat samen om meer dan 130.000 BV's met dit karakter.¹³⁷ De regeling kan gebruikt worden om wel fiscale voordeel te gebruiken, maar de bijpassende investeringen alleen te gebruiken om risicoarme investeringen te doen.

Zekerheid over maatschappelijke kosten

Deze regeling kent grote onzekerheid over het aantal gebruikers (inclusief misbruik), de gemiddelde omvang van het gebruik en daarmee de kosten. Later in dit hoofdstuk gaan we hier nader op in.

¹³⁷ <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-De-economische-activiteit-van-besloten-venootschappen.pdf>

Impact op financieringsecosysteem

Deze regeling stimuleert geen financieringsecosysteem van professionele investeerders omdat het gericht is op het investeren door particulieren.

Sociale aspecten

Deze regeling kent drie aspecten die vanuit sociaal oogpunt interessant zijn:

- Het kan leiden tot particulieren die spaargeld verliezen doordat ze slechte investeringen doen (waarbij het afhankelijk is van het vermogen van de investeerders hoeveel impact dit heeft: het is mogelijk dat meer vermogende particulieren van deze regeling gebruik maken).
- Bij deze regeling hebben ondernemers zonder een sociaal kapitaalcrachtig sociaal netwerk een minder goed uitgangspunt dan ondernemers die dit wel hebben. Uiteraard is dat altijd al het geval, alleen wordt dit effect versterkt door deze regeling. Een positief effect zou kunnen zijn dat er door de regeling een grotere pool van bedrijven zichtbaar zal zijn voor particuliere investeerders.

Kosten en opbrengsten (incl. impact)

Open einde regeling en revolverendheid

Deze fiscale regeling heeft een 'open einde'. De regeling is niet revolverend.

Verwacht gebruik van de fiscale regeling

Het Vlaamse vriendenaandeel lijkt heel sterk op deze beoogde variant en hanteren we daarom als basis. In de eerste 12 maanden werd deze regeling 339 keer¹³⁸ gebruikt, in 2022 was dit 448 keer¹³⁹ en in 2023 was dit 197 maal¹⁴⁰. Aangezien Nederland ruim 2,5x zo groot is als Vlaanderen, zouden het in Nederland dan gaan om **500 tot 1.000 nieuwe gebruikers per jaar**.

Aangezien we in het begin van deze paragraaf aangaven dat de omvang van de doelgroep 8.000 bedrijven is, lijkt dit een redelijke schatting. Met dit aantal nieuwe gebruikers zal er, op basis van de CBS-data zoals geanalyseerd in hoofdstuk 2, wel een hoge mate van *deadweight loss* zijn. Immers zagen we daar dat slechts 566 startups per jaar een aanvraag doen voor investeringen van business angels/ informele investeerders.

Daarnaast moeten we ook bepalen wat de totale voorraad uitstaande financieringen is. Het lijkt redelijk om aan te nemen dat alle investeerders gebruik willen maken van de volledige 10 jaar waarin zij kunnen profiteren van het fiscale voordelen. Er kunnen echter ook redenen zijn waarom dit niet het geval is. Hiervan kan sprake zijn als de startup verkocht wordt of als de startup niet meer bestaat. Uit studies weten we dat het aantal startups dat 10 jaar overleeft

¹³⁸ https://www.ewi-vlaanderen.be/sites/default/files/nota_aan_de_vlaamse_regering_-_winwinlening.pdf.

¹³⁹ <https://www.pmv.eu/wp-content/uploads/2024/05/240521-Jaarverslag-DEF.pdf>

¹⁴⁰ <https://www.pmv.eu/wp-content/uploads/2024/05/240521-Jaarverslag-DEF.pdf>

beperkt is. We gaan uit van een survival rate van 50% over deze periode.^{141, 142}. Daarmee schatten we de gemiddelde levensduur van een financiering op 7 jaar. **Op basis hiervan komen we tot een voorraad van 3.500 tot 7.000 financieringen.**

Tot slot kunnen een inschatting maken van de gemiddelde omvang van de financiering. We weten dat de maximale financiering €75.000 is en om het gemiddelde te bepalen kunnen we verschillende schattingen doen:

- Bij de Winwinlening was (bij een maximum van €75.000) de gemiddelde initiële lening €45.000
- Bij de Durfkapitaalregeling was (bij een maximum van €50.000 per persoon en €100.000 voor partners) de gemiddelde initiële lening circa €50.000.
- Bij het Vriendenaandeel is (bij een maximum van €75.000) de gemiddelde investering €20.000 tot (in 2022) €30.000 (in 2023).¹⁴³

Aangezien het Vriendenaandeel de meest gelijksoortige regeling is, vinden we deze schatting het meest relevant. Maar ook van de andere regelingen zien we dat er een flink gat zit tussen het gemiddelde bedrag en het maximum. Gegeven het bovenstaande gaan we uit van een omvang van een **financiering van €30.000**.

Kosten (publiek, per jaar)

Om een beeld te krijgen van de kosten is het logisch om te kijken wat de totale voorraad van investeringen *in euro's* is. De onderkant van de schatting is 3.500 investeringen met een gemiddelde omvang van €30.000, wat neerkomt op ruim €100 miljoen. De bovenkant van de schatting werkt met 7.000 investeringen resulterend in een omvang van €200 miljoen. Over dit gehele bedrag zullen geen inkomsten uit Box 3 worden verkregen. Gezien het risicoprofiel van deze leningen gaan we er van uit dat deze middelen anders in box 3 als *beleggingen* zouden zijn belast, met een totaal tarief van $(6,05\% \times 36\%) = 2,18\%$. **Dat maakt dat het budgettair belang na 10 jaar ligt op circa €2 tot €4 miljoen per jaar.** In het eerste jaar is de voorraad nog meer 1/10^e hiervan is het budgettair belang navenant kleiner (echter maken we hier dezelfde kanttekening als bij beleidsoptie 1a: het aandeel in het eerste jaar kan mogelijk groter zijn, door bestaande investeringen in aandelenkapitaal van investeerders die met die investeringen gebruik gaan maken van de regeling).

De bovenstaande cijfers maken het ook mogelijk om een indicatie te geven van de mogelijke impact van deze regeling op de markt. Uit cijfers van de NVP weten we dat de totale

¹⁴¹ <https://personal.eur.nl/thurik/Research/Articles/Firm%20survival%20in%20the%20Netherlands.pdf>

¹⁴² <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Discussion-Paper-432-Growth-Patterns-of-Regular-Firms-High-Growth-Firms-Startups.pdf>

¹⁴³ <https://www.pmv.eu/wp-content/uploads/2024/05/240521-Jaarverslag-DEF.pdf>

investeringen vanuit venture capital in startup- en seedfase in 2023 op circa €1 miljard per jaar lagen.¹⁴⁴ Ergo, de impact van deze regeling op de totale markt zal naar verwachting zeer beperkt zijn.

Kosten beheer en uitvoering per jaar

Kosten bestaan uit administratieve kosten (kosten voor het verwerken van aangiften), controlekosten (kosten voor het controleren of bedrijven en particulieren zich aan de regeling houden), informatievoorziening (kosten voor het informeren van burgers en bedrijven over de regeling) en personeelskosten (salarissen en andere kosten van de medewerkers die betrokken zijn bij de uitvoering van de regeling), aanpassing van de systemen van de Belastingdienst. In vergelijking met de variant voor fiscaal direct vreemd vermogen verwachten we dat er substantiële kosten zullen zijn voor het controleren of een onderneming zich daadwerkelijk kwalificeert voor deze regeling. Wanneer is een startende onderneming een *startup* en via welke objectieveerbare criteria kunnen we dit toetsen?

De hoge kosten voor beheer en uitvoering in combinatie met het beperkte gebruik van deze regeling maakt de kans groot dat de doelmatigheid van deze maatregel laag is.

Administratieve lasten (aanvragen, beslissen en verantwoorden)

De administratieve lasten voor deze regeling zullen relatief hoog zijn (hoger dan bij beleidsoptie 1a). De particulier investeert in een onderneming. Aangezien de focus ligt op startups, is het aannemelijk dat dit vaak in de vorm van een besloten vennootschap zal zijn. Dit betekent dat voor de aandelentransactie een notaris nodig is. Ook zullen er specifieke documenten moeten worden opgesteld om de kaders van de transactie vorm te geven.

Jaarlijks moet bij de belastingaangifte voor box 3 een correctie worden gemaakt en moet dit bedrag niet worden meegenomen, uiteraard zolang aan de voorwaarden is voldaan.¹⁴⁵ Aan de kant van de ontvanger van de investering zijn er nauwelijks andere administratieve lasten (met de aanname dat de kosten van de aandelentransactie door de aandeelhouder worden betaald) dan die bij het aangaan van investering bij een financiële instelling ook zijn.

Impact op vervolffinanciering

Zoals aangegeven in hoofdstuk 2, kan eigen vermogen financiering mogelijk een positief effect hebben op vervolffinanciering, maar dit effect is niet te kwantificeren. Wel lijkt het effect op vervolffinanciering van deze beleidsoptie gericht op particulieren, kleiner dan het effect van beleidsoptie 2 (gericht op business angels).

¹⁴⁴ <https://nvp.nl/feiten-cijfers/marktcijfers/investeringen/>

¹⁴⁵ Middels het Handboek Meting Regeldrukkosten kan een betere inschatting worden gemaakt, maar dat gaat te ver voor deze studie, zie <https://www.kcbr.nl/sites/default/files/2023-12/Handboek%20Meting%20Regeldrukkosten%202023%20-%20DEF%20-%204-12-2023%20toegankelijk.pdf>

4.2.3 Beleidsoptie 1c: Fiscaal indirect eigen vermogen

Kaders

Het doel van deze optie is het stimuleren indirecte particuliere investeringen in aandelen voor het tegemoetkomen aan de financieringsbehoefte van startups. De verstrekkers van kapitaal zijn personen die in Nederland belastingaangifte doen. De verkrijgers van kapitaal zijn startups. Bij deze indirect variant zitten er echter professionele investeringsfondsen tussen de particulieren en de bedrijven.

In hoofdstuk 2 zagen we dat er ruim 8.000 startups zijn. Uit het vorige hoofdstuk kwam verder naar voren dat ruim 40% interesse had in investeringen in eigen vermogen. Bij de directe variant gaven we aan dat de maximalisatie van de investering per bedrijf een beperking gaf, bij deze indirecte variant is dit minder een uitdaging omdat het plafond hoger is. Toch zal ook hier enige overlap (en dus interactie-effecten zijn) tussen de directe en de indirecte variant.

De vorige twee varianten die we in dit hoofdstuk bespraken, hadden duidelijke vergelijkbare regelingen. Zoals de oude Durfkapitaalregeling, de Winwinregeling of het Vriendenaandeel. Dat is bij deze variant niet het geval. Wat we wel zien, is dat er in Nederland een instrument is dat gericht is op het indirect verstrekken van eigen vermogen aan startups: de Seed Capital (SC) en Seed Business Angel (SBA) regelingen. Hierbij kunnen geselecteerde professionele fondsen een lening krijgen van de overheid die de private investeringen matcht. Bij de analyse van deze variant (*Fiscaal indirect eigen vermogen*), gaan we er van uit dat deze gekoppeld wordt aan de SC-regeling middels een combinatie. Een belangrijk element bij dit soort indirecte regelingen is namelijk de selectie en controle van fondsen die de investeringen in bedrijven doen. Dit is nodig om te garanderen dat de fondsen daadwerkelijk op de juiste manier investeren in Nederlandse startups. Bovendien kan op deze wijze oneigenlijk gebruik van deze regeling worden voorkomen. We doen daarom bij de analyse van de fiscale indirecte variant de aanname dat een voorwaarde voor het gebruik hiervan is, dat het fonds waarin geïnvesteerd wordt gebruik maakt van de SC-regeling en hiermee aan alle eisen voldoet. De vraag is wel in hoeverre dit realistisch is gezien de voorwaarden van de SC-regeling en of de regeling hiervoor niet moet worden aangepast.

Voor- en nadelen

Mate waarin doelgroep bereikt wordt

Door de koppeling met de SC-regeling kan de doelgroep goed bereikt worden. Professionele fondsen zullen een zorgvuldige due diligence¹⁴⁶ uitvoeren.

¹⁴⁶ In een due diligence wordt een onderneming geanalyseerd op economische, juridische, fiscale en financiële omstandigheden.

Kwaliteit van investering

De kwaliteit van de investering zal gemiddeld relatief hoog zijn. De fondsmanagers hebben ruime ervaring met dit proces. Er ontstaat wellicht wel een *agency* probleem. De fondsmanagers zouden niet langer de enige aandeelhouders zijn binnen het fonds, maar krijgen te maken met een veelheid aan particuliere (indirecte) investeerders).

Een belangrijke vraag in dit kader is in welke mate dit instrument additionaliteit biedt ten opzichte van de bestaande SC-regeling. We zien dat bij de reguliere SC-regeling dat de budgetten worden uitgeput.¹⁴⁷ Voor de SBA-regeling is er echter wel sprake van onderuitputting. Maar hier is weer de beperking dat enkele private partijen veel middelen opbrengen waardoor de relatieve impact van een box 3 vrijstelling op €75.000 beperkt is.

Additionele ondersteuning voor onderneming

Door de koppeling met de SC-regeling zal er ook advies worden gegeven aan bedrijven. Er is dus sprake van smart money.

Inhoudelijke sturing door overheid mogelijk

Fondsen kunnen op basis van hun profiel geselecteerd worden.¹⁴⁸

Beleidsmatige complexiteit

Deze regeling zorgt voor een complexe invoering gezien de dynamiek in box 3. Dit maakt de regeling moeilijk uitvoerbaar. Bovendien vergroot dit het aantal fiscale regelingen in een tijd dat de overheid juist een aantal (ondoeltreffende/ondoelmatige) fiscale regelingen wil afbouwen. Zoals eerder aangegeven is een koppeling met de SC-regeling bijna noodzakelijk om de complexiteit te beheersen.

Risico op misbruik

Wij schatten in dat er een kleine kans is op misbruik, doordat fondsen een controlerende rol hebben.

Zekerheid over maatschappelijke kosten

Bij de oude Durfkapitaalregeling was het toegestaan om indirect te investeren in zowel vreemd als eigen vermogen. Dat heeft er in praktijk toe geleid dat grote banken aparte BV's gingen opzetten waar particulieren en masse hun geld aan uitleenden. Bij de evaluatie van de directe variant van de Durfkapitaalregeling bleek dat er 58.000 indirecte beleggers een beroep deden op de regeling. Het totaal aangetrokken vermogen op het hoogtepunt van de fondsen (in 2001/2002) bedroeg ongeveer €1,5 miljard.¹⁴⁹ Dat zou, bij extrapolatie, anno 2025 ongeveer €2,2 miljard zijn. De aparte BV's waren echt sterk gericht op het verstrekken van vreemd vermogen aan bedrijven (en dus niet op eigen vermogen). Daarom is het lastig om dit voorbeeld te

¹⁴⁷ <https://dialogic.nl/wp-content/uploads/2024/02/59107258.Bijlage-1-Evaluatie-Seed-Capital--DVI-2024.pdf>

¹⁴⁸ Zie <https://dialogic.nl/wp-content/uploads/2024/02/59107258.Bijlage-1-Evaluatie-Seed-Capital--DVI-2024.pdf>

¹⁴⁹ Bij bron: Bureau Bartels (2005), *Evaluatie van de Durfkapitaalregeling*, Amersfoort

gebruiken als schatting voor deze regeling, maar het geeft wel duidelijk aan dat er kaders nodig zijn om het gebruik van deze regeling in toom te houden. Doordat de SC-regeling gemaximeerd is, wordt deze regeling automatisch ook gemaximeerd.

Impact op financieringsecosysteem

Deze regeling stimuleert naar verwachting het financieringsecosysteem van professionele investeerders.

Sociale aspecten

Professionele fondsen zullen een minimale investering per persoon vragen, waardoor het alleen voor particulieren met zeer veel middelen haalbaar is. Private equity fondsen werken bijvoorbeeld vaak met een minimum van €100.000.¹⁵⁰ Omdat goede beleggers een goede spreiding van middelen hanteren, hebben zij een praktijk veel meer middelen in andere assets geïnvesteerd dan deze €100.000.¹⁵¹

Kosten en opbrengsten (incl. impact)

Open einde regeling en revolverendheid

De regeling kent in theorie een open eind, maar is door de koppeling met de SC-regeling indirect afgetopt. De regeling is niet revolverend.

Verwacht gebruik van de fiscale regeling

Zoals eerder aangegeven wordt het gebruik van deze regeling beperkt door de kaders van de SC-regeling. Hiervan wordt het beschikbaar budget jaarlijks vastgesteld. In de periode 2016-2022 was dat gemiddeld circa €30 miljoen per jaar (en circa €10 miljoen per jaar voor de regeling gericht op Business Angels). Doordat niet alle middelen uitgeput werden, werd circa €40 miljoen aan private middelen aangetrokken bij de SBA-regeling en de SC-regeling samen.

Om een beeld te schetsen van het mogelijke gebruik van deze fiscale regeling moeten echter een paar afslagen worden gehanteerd.

- Slechts een deel van de private investeringen zal door individuen worden ingebracht. Een deel van de investeringen komt immers vanuit LP's.
- Van het deel dat door individuen worden ingebracht zal een deel dit doen vanuit een persoonlijke BV.
- Van het deel dat overblijft zal een deel van de investeerder meer dan het jaarlijkse maximum investeren, waardoor slechts een deel onder de fiscale regeling kan vallen.

¹⁵⁰ <https://nvp.nl/wat-is-een-participatiemaatschappij/voor-beleggers/>

¹⁵¹ Merk op dat wij bij de kaders van de regeling aangaven dat er sprake was van fiscale voordeel tot €75.000. Dat betekent niet dat investeerder niet meer dan dit bedrag mogen investeren, maar het betekent wel dat alle investeringen boven dit bedrag niet meer in aanmerking komen voor dit voordeel.

Het is lastig om in te schatten welk deel overblijft van de €40 miljoen, maar het is duidelijk dat het slechts een zeer beperkt deel zal, in de ordegrootte van €5 miljoen per jaar. **Als dat zo is, dan zou het gaan om circa 65 gebruikers per jaar die tot het fiscale voordeel van €75.000 maximaal inzetten (€5 miljoen gedeeld door €75.000).**

Als er steeds nieuwe gebruikers gevonden kunnen worden, dan kan de **voorraad oplopen tot 650 gebruikers en €50 miljoen.**

Kosten (publiek, per jaar)

Als we de bovenstaande uitgangspunten accepteren, dan ligt de voorraad in het eerste jaar op €5 miljoen. We zouden kunnen redeneren dat over dit gehele bedrag geen inkomsten uit Box 3 worden verkregen. Gezien het risicoprofiel van deze leningen gaan we er van uit dat deze middelen anders in box 3 als *beleggingen* zouden zijn belast, met een totaal tarief van $(6,05\% \times 36\%) = 2,18\%$. **Dat maakt dat het budgettair belang in het eerste jaar ligt op circa €0,1 miljoen per jaar. Dit loopt na 10 jaar op tot €1 miljoen per jaar.**

Specifiek voor deze regeling is het echter de vraag in welke mate het realistisch is dat deze middelen anders in box 3 onder beleggingen belast zouden worden. De personen die €100.000 in een risicovolle asset kunnen investeren zullen vaak (persoonlijke) BV's hebben waarmee zij ook kunnen investeren (hoewel ze dan niet gebruik kunnen maken van de vrijstelling). Dit maakt de kostenschattig zeer complex.

Kosten beheer en uitvoering per jaar

Doordat wordt aangesloten bij de SC-regeling zijn er geen additionele kosten voor het selecteren van geschikte fondsen. Er blijven echter nog allerlei andere kosten over. Kosten bestaan uit administratieve kosten (kosten voor het verwerken van aangiften), controlekosten (kosten voor het controleren of bedrijven en particulieren zich aan de regeling houden), informatievoorziening (kosten voor het informeren van burgers en bedrijven over de regeling) en personeelskosten (salarissen en andere kosten van de medewerkers die betrokken zijn bij de uitvoering van de regeling), aanpassing van de systemen van Belastingdienst.

Administratieve lasten (aanvragen, beslissen en verantwoorden)

Wij schatten dit in als relatief laag voor de particulier (verstrekt lening en doet belastingaangifte). Door de koppeling met de SC-regeling zullen er weinig additionele administratieve lasten bij komen.

Impact op vervolffinanciering

Zoals aangegeven in hoofdstuk 2, kan eigen vermogen financiering mogelijk een positief effect hebben op vervolffinanciering, maar dit effect is niet te kwantificeren. Wel lijkt het effect op vervolffinanciering van deze beleidsoptie relatief hoger dan bij beleidsoptie 1b en 2, door de koppeling met professionele investeerders via fondsen (een investering via dergelijke fondsen kan een positief signaal afgeven aan vervolffinanciers vanwege de uitgevoerde due diligence).

4.2.4 Beleidsoptie 2: Fiscale regeling primair gericht op business angels

Kaders

Het doel van de regeling is het stimuleren van directe particuliere investeringen (primair van business angels) in aandelen voor het tegemoetkomen aan de financieringsbehoefte van startups. De verstrekkers van kapitaal zijn personen die in Nederland belastingaangifte doen. De verkrijgers van kapitaal zijn startups. In hoofdstuk 2 zagen we dat er ruim 8.000 startups zijn. Uit het vorige hoofdstuk kwam verder naar voren dat ruim 40% interesse had in investeringen in eigen vermogen. Omdat het gaat om een gemaximeerde investering (zie hieronder), zal de daadwerkelijke doelgroep enigszins kleiner zijn. De maximale omvang van de investering van de verstrekker van kapitaal is €100.000 per jaar en voor de verkrijger van kapitaal is dit maximaal €500.000 per jaar. Een verschil met de variant gebaseerd op het Vriendenaandeel, is dat deze beleidsoptie vooral gericht is op het stimuleren van investeringen van business angels door een sterkere fiscale prikkel te geven. Zoals in hoofdstuk 2.2.2 benoemd, investeren vooral business angels en (in mindere mate) VC's de vroege fase van startups.

Voor- en nadelen

Mate waarin doelgroep bereikt wordt

Omdat er sprake is van een eenvoudige en toegankelijke regeling zullen veel bedrijven hier gebruik van *kunnen* maken. Toch is het aannemelijk dat we ook hier een bias zullen zien. Vooral bedrijven in de doelgroep met eigenaren die goede persoonlijke banden hebben met business angels/kapitaalkrachtige personen zullen hiervan profiteren.

We zien bij deze optie verder een uitdaging bij de afbakening van startups. Met startups worden "*startende onderneming met een vernieuwend, schaalbaar idee rondom een nieuwe technologie*" bedoeld. In hoofdstuk 2 zijn we hier al op ingegaan en zo komen we op circa 8.000 startups in Nederland. We kunnen ons voorstellen dat het in de praktijk lastig is om voor dit fiscale instrument handzame kaders te geven die vooral het tweede deel van de definitie ("*vernieuwend, schaalbaar idee rondom een nieuwe technologie*") kunnen omvatten. Wel is er momenteel al een visumregeling (essentieel personeel) waarbij RVO toetst op schaalbaarheid en innovativiteit. Dit zou eventueel kunnen worden gedaan voor fiscale regelingen. .

De vraag blijft wel in welke mate de doelgroep daadwerkelijk kan profiteren van deze regeling. Per onderneming is een maximum van €500.000 aan investeringen beschikbaar. Voor bedrijven in een vroege fase zal dit mogelijk een goed bedrag zijn, terwijl het voor de meer kapitaalintensieve startups aan de lage kant zal zijn. Wel is dit bedrag per startup hoger dan bij beleidsoptie 1b.

Kwaliteit van investering

Business angels zullen waarschijnlijk een zorgvuldigere due diligence¹⁵² uitvoeren dan andere particuliere investeerders. De kwaliteit van de investeringen van business angels zal gemiddeld relatief hoger zijn dan investeringen van andere particulieren. Business angels hebben meer ervaring met dit proces en met ondernemen. De regeling kan echter ook gebruikt worden door personen die relatief weinig ervaring hiermee hebben. Dat betekent dat de risico-inschatting en de voorwaarden van de investering wellicht niet altijd passend zijn. Omdat dit een meer complexe financieringsvorm is dan een lening, verwachten wij dat deze vorm financiers zal aantrekken met meer financiële kennis van zaken. Een bijkomend positief effect dat zou kunnen optreden is dat de startup meer keuze krijgt in potentiële investeerders, omdat ze een fiscaal voordeel kunnen "geven"

De kwaliteit van investeringen kan ook worden verbeterd door bepaalde kaders van de beleids-optie eventueel verder aan te scherpen (hoewel hier een balans gevonden moet zien te worden, zodat er wel nog steeds voldoende kwantiteit aan investeringen wordt gestimuleerd).¹⁵³ Hierbij kan worden gedacht aan kwalificerende criteria om ongekwalficeerde investeerders uit te sluiten of het belastingvoordeel te baseren op het resultaat van de investering. Het uitsluiten van ongekwalficeerde investeerders bij een fiscale regeling is lastig uitvoerbaar.

Additionele ondersteuning voor onderneming

Doordat deze beleidsoptie gericht is op business angels, verwachten we meer additionele ondersteuning voor ondernemingen dan bij beleidsoptie 1b. Business angels zullen, meer dan particulieren, betrokken zijn bij de startups waarin ze investeren en advies geven. Wel kunnen particulieren ook nog steeds gebruikmaken van deze regeling, waardoor er minder *smart money* wordt gestimuleerd dan bij beleidsoptie 1c (indirect eigen vermogen).

Inhoudelijke sturing door overheid mogelijk

Bij deze regeling is beperkt inhoudelijke sturing door de overheid mogelijk. Er kunnen bepaalde voorwaarden worden gesteld aan de fiscale regeling, maar er kan niet net als bij een fonds of subsidie worden gestuurd. De vraag is hierbij wel in hoeverre sturing door de overheid ook daadwerkelijk wenselijk is.

¹⁵² In een due diligence wordt een onderneming geanalyseerd op economische, juridische, fiscale en financiële omstandigheden.

¹⁵³ European Commission (2017). Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups

Beleidsmatige complexiteit

Deze regeling zorgt mogelijk voor een complexe invoering in box-1 en de relatie met het toetsingsinkomen. Bovendien vergroot dit het aantal fiscale regelingen in tijd dat overheid het aantal (ondoelmatige/ondoeltreffende) fiscale regelingen wil afbouwen.

Risico op misbruik

Omdat burgers direct in ondernemingen kunnen financieren en hierbij een groot financieel voordeel kunnen behalen, is het risico op misbruik en oneigenlijk gebruik groot. Er zullen allerlei regels moeten worden gesteld dat de investeringen van burgers niet primair het doel hebben om fiscaal voordeel te realiseren en het bedrijf waarin geïnvesteerd wordt geen vehikel wordt dat dit faciliteert. Zoals eerder aangegeven, is er wel momenteel al een visumregeling (essentieel personeel) waarbij RVO toetst op schaalbaarheid en innovativiteit. Indicatief is de uitvoerige lijst met voorwaarden die in België wordt gehanteerd.¹⁵⁴ Hierin worden allerlei eisen geformuleerd met betrekking tot:

- Welke personen hebben recht op de belastingvermindering?
- In welke vennootschappen mag geïnvesteerd worden?
- Op welke wijze moet geïnvesteerd worden?
- Wat zijn investeringsvoorwaarden?
- Hoe krijgt het fiscale voordeel vorm?
- Welke documentatie moet worden aangeleverd?

Zekerheid over maatschappelijke kosten

Deze regeling kent naar verwachting grote onzekerheid over het aantal gebruikers (inclusief misbruik), de gemiddelde omvang van het gebruik en daarmee de kosten. Later in dit hoofdstuk gaan we hier nader op in.

Impact op financieringsecosysteem

Deze regeling stimuleert business angels om te investeren. De regeling is minder gericht op het stimuleren van een financieringsecosysteem van professionele investeerders zoals beleidsoptie 1c, maar desalniettemin kan dit zorgen voor het versterken van het financieringslandschap. Overigens moet hierbij ook rekening worden gehouden met verdringingseffecten (crowding out) van de regeling.

Sociale aspecten

Deze regeling kent vergelijkbare aspecten als beleidsoptie 1b, die vanuit sociaal oogpunt interessant zijn:

¹⁵⁴ Zie <https://www.minfin.fgov.be/myminfin-web/pages/public/fisconet/document/48ccfcc8-ae2b-4022-8a21-20fa45820a8f>

- Het kan leiden tot investeerders (zowel business angels als particulieren) die spaargeld verliezen doordat ze slechte investeringen doen (dit is wel inherent aan risicokapitaal).
- Bij deze regeling hebben ondernemers zonder een sociaal kapitaalkrachtig sociaal netwerk een minder goed uitgangspunt dan ondernemers die dit wel hebben. Uiteraard is dat altijd al het geval, alleen wordt dit effect versterkt door deze regeling

Kosten en opbrengsten (incl. impact)

Open einde regeling en revolverendheid

Deze fiscale regeling heeft een 'open einde'. De regeling is niet revolverend.

Verwacht gebruik van de fiscale regeling

Eén manier om te kijken naar deze regeling is door de Belgische Tax shelter voor startende ondernemingen te extrapoleren.¹⁵⁵ Hiervan kennen we de volgende cijfers:

- Het totaal aantal ondernemingen dat financiering kreeg in de periode 2016-2022 was 2.455. Dat komt voor België neer op gemiddeld 350 ondernemingen per jaar. Als we corrigeren voor de grotere omvang van Nederland, dan komen we op **525 ondernemingen per jaar die financiering krijgen.**
- Het totaal unieke aantal investeerders dat financiering verstrekke voor de drie (start-up, scale-up, Covid) Belgische tax shelters in de periode 2016-2022 was 28.191. Als we de cijfers willen weten voor de start-up regeling alleen, dan moeten we dit cijfer naar beneden bijstellen. Echter, omdat de start-up regeling veruit de grootste is en omdat er uiteraard ook personen zullen zijn die meerdere regelingen gebruiken, is deze bijstelling beperkt. **We schatten het aantal unieke investeerders in België per jaar op gemiddeld 4.000.** Als we corrigeren voor de grotere omvang van Nederland, dan komen we op **6.000 unieke investeerders die financiering verstrekken.**
- **De gemiddelde omvang van een investering bedroeg €4.699** in België. Er is echter sprake van een grote spreiding en de mediaan bedraagt €33.523.
- Het totaal geïnvesteerde bedrag in de periode 2016-2022 was ruim 200 miljoen. Per jaar in België komt het geïnvesteerde bedrag gemiddeld op €29 miljoen. Als we corrigeren voor de grotere omvang van Nederland qua aantal inwoners, **dan komen we op een totaal geïnvesteerd bedrag van €45 miljoen per jaar.** Hieruit kunnen we direct ook concluderen dat er relatief veel personen zijn die meer dan één investering doen.¹⁵⁶
- Het gebruik is zeer sterk gericht op micro-ondernemingen waarbij 45% aftrek mogelijk is: **Bijna 98% van het geïnvesteerde bedrag** is hierop gericht.

We kunnen deze data uiteraard ook verifiëren met de vraag naar financieringen in Nederland. In hoofdstuk 2 zagen we dat er ruim 8.000 startups zijn. Uit dit hoofdstuk kwam verder naar voren

¹⁵⁵ <https://economie.fgov.be/nl/themas/ondernemingen/kmos-en-zelfstandigen-cijfers/tax-shelter>

¹⁵⁶ Als we uitgaan van 6.000 unieke investeerders, een gemiddelde investering van €4699 en de aanname dat elke investeerder slechts één investering doet, dan komen we uit op €28 miljoen.

dat ruim 40% interesse had in investeringen in eigen vermogen. We vinden het geen onredelijke aanname dat er 525 ondernemingen gefinancierd worden per jaar als er in totaal 3.200 startups zijn met interesse (zoals eerder aangegeven, zal er dus beperkte additionaliteit zijn omdat uit de CBS-data blijkt dat slechts 566 startups per jaar een investeringsaanvraag doen bij business angels/ informele investeerders).

Uit gesprekken komt aan de ene kant naar voren dat business angels meer zouden investeren in startups bij de introductie van een fiscale regeling zoals de EIS en SEIS regeling in het VK, omdat het verlies bij een faillissement van de startup dan beperkt blijft. Een verschil met deze onderzochte beleidsoptie is dat er geen verliesverrekening plaatsvindt, maar dat er alleen een jaarlijkse aftrek in box 1 gedaan kan worden. Daarnaast is het de vraag in hoeverre de fiscale prikkel leidt tot *extra investeringen*, die anders niet gedaan zouden worden. Een belangrijke vraag in dit kader is in welke mate dit instrument additionaliteit biedt ten opzichte van de bestaande Seed Business Angel regeling. We zien dat er bij die regeling sprake is van onderuitputting (met name door een aantal voorwaarden van die regeling).¹⁵⁷ In de periode 2018-2022 was er gemiddeld circa €10 miljoen per jaar aan budget voor de Seed Business Angel regeling. Doordat niet alle middelen uitgeput werden, werd in totaal circa €23 miljoen van het budget gebruikt en hetzelfde bedrag aan private middelen aangetrokken.

Kosten (publiek, per jaar)

Als we de bovenstaande uitgangspunten accepteren, dan komt dit neer op een totaal geïnvesteerd bedrag van €45 miljoen per jaar. Zoals we eerder zagen valt dit bijna volledig onder het regime waarbij 45% van dit bedrag (in totaal €20 miljoen) aftrekbaar is. De vraag is echter tegen welke schijf deze aftrekposten worden opgevoerd. Vanuit de Belgische regeling weten we dat 55% van de investeringen werd opgevoerd door personen met een inkomen van €80.000 per jaar.¹⁵⁸ We doen de aanname dat dit voor Nederland gelijk zal zijn, waardoor we werken met een gemiddelde belastingdruk van circa 44%. **Dat betekent de kosten van misgelopen inkomsten in box-1 circa €9 miljoen per jaar zijn.** Dit is echter slechts een deel van de misgelopen inkomsten. Afhankelijk van exacte invulling van de regeling kan dit leiden tot een lager toetsingsinkomen waardoor gebruikers meer aanspraak kunnen maken op toeslagen. Hierbij moet de kanttekening worden geplaatst dat België een andere risicokapitaalmarkt kent dan Nederland, waardoor de inschatting een bepaalde mate van onzekerheid kennen.

Kosten beheer en uitvoering per jaar

Eerder in dit stuk gingen we in op het hoge risico op misbruik en de hieruit lijst met criteria waaraan investeringen moeten voldoen. Per aanvraag moet gecontroleerd worden of hier sprake van is. Daarnaast moet actief worden onderzocht in welke mate gebruikers zich daadwerkelijk aan de regels houden (zie hieronder). De kosten hiervoor zullen relatief hoog zijn.

¹⁵⁷ <https://dialogic.nl/wp-content/uploads/2024/02/59107258.Bijlage-1-Evaluatie-Seed-Capital--DVI-2024.pdf>

¹⁵⁸ <https://economie.fgov.be/nl/themas/ondernemingen/kmos-en-zelfstandigen-cijfers/tax-shelter>

België kent ook een tax shelter voor de filmindustrie en er was in het verleden een tax shelter voor de filmindustrie in Nederland. Deze regelingen staan wat verder af van deze onderzochte beleidsoptie, maar er kunnen wel een aantal lessen worden getrokken uit die fiscale regelingen. Uit onderzoek bleek dat fiscale faciliteiten voor de filmindustrie in de vorm van een tax shelter in de regel leiden tot hoge structurerings- en beheerskosten, hoge uitvoeringskosten bij de Belastingdienst en tot weinig additionele investeringen in verhouding tot de belastingderving.¹⁵⁹ De conclusie van de evaluatie van de Nederlandse regeling was dat de fiscale faciliteiten een lage effectiviteit kenden en gepaard gingen met hoge structurerings- en beheerskosten. Ook werd hierbij benoemd dat een dergelijke fiscale regeling niet bijdraagt aan het terugdringen van het fiscaal instrumentarium en het eenvoudiger, robuuster en fraudebestendiger maken van het fiscale systeem.

Administratieve lasten (aanvragen, beslissen en verantwoorden)

De kosten voor de investerende partij zullen relatief hoog zijn. Allereerst zullen er substantiële kosten zijn voor de inhuur van een notaris voor de overdracht van aandelen. Maar daarnaast moet in het jaar van verwerving documentatie worden aangeleverd waarin gespecificeerd is hoe de investering is vormgegeven en waarmee bewezen kan worden dat aan de eisen wordt voldaan. Ook in de vervolgjaren moet documentatie worden aangeleverd waarin wordt aangegeven dat men nog steeds in bezit is van de aandelen. Tot slot moet ook bij een verkoop van de aandelen documentatie worden aangeleverd.

Impact op vervolfinanciering

Zoals aangegeven in hoofdstuk 2, kan eigen vermogen financiering mogelijk een positief effect hebben op vervolfinanciering, maar dit effect is niet te kwantificeren. Wel lijkt het effect op vervolfinanciering van deze beleidsoptie gericht op business angels, groter is dan het effect van beleidsoptie 1b (gericht op particulieren).

4.2.5 Beleidsoptie 3: Fonds achtergestelde leningen

Kaders

Het doel van het fonds voor achtergestelde leningen is het stimuleren van achtergestelde leningen voor het tegemoetkomen aan de financieringsbehoefte van het brede mkb. De verstrekker van kapitaal is een fonds en de verkrijger van kapitaal is het mkb. Volgens de definitie van mkb gaat het hierbij om 1,5 miljoen bedrijven¹⁶⁰, maar slechts een deel hiervan heeft daadwerkelijk behoefte aan achtergestelde leningen. In het vorige hoofdstuk is aangegeven dat er, naar schatting op basis van de CBS-data, 50.000 mkb'ers zijn die behoefte hebben aan

¹⁵⁹ Tweede Kamer, vergaderjaar 2013–2014, 32 820, nr. 94

¹⁶⁰ <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2024/15/ruim-1-5-miljoen-mkb-bedrijven-in-nederland>

achtergestelde lening. Omdat het bovendien gaat om een minimale (€50.000) en maximale investering (€500.000), zal de daadwerkelijke doelgroep nog kleiner zijn.

Voor- en nadelen

Mate waarin doelgroep bereikt wordt

Door de juiste inrichting van het fonds kan de doelgroep goed bereikt worden: er kunnen specifieke kaders worden gesteld aan het type bedrijven waarin wordt geïnvesteerd via het fonds. Doordat er sprake is van een professionele investering, wordt de doelgroep van goede ondernemingen bereikt (die ook aan de due diligence en de eisen voldoen).

Kwaliteit van investering

De kwaliteit van de investering zal gemiddeld relatief hoog zijn. De aan te stellen fondsmanagers hebben waarschijnlijk meer ervaring met investeringen en due diligence dan particuliere investeerders.

Additionele ondersteuning voor onderneming

Naast financiering verwachten we dat er bij een fonds ook advies o.b.v. kennis en ervaring wordt gegeven aan de mkb-bedrijven (smart money).

Inhoudelijke sturing door overheid mogelijk

Het fonds kan inhoudelijk gestuurd worden, zoals bijvoorbeeld bij Invest-NL en Invest International aan de orde is.¹⁶¹ Hierbij kan de vraag worden gesteld in hoeverre inhoudelijke sturing door de overheid bij investeringen wenselijk is.

Beleidsmatige complexiteit

Sterk afhankelijk van de aansturing en uitvoering van het fonds. Als de rentes niet marktconform zijn, dan speelt het risico op staatssteunvraagstukken. Bovendien speelt het vraagstuk welke partij dit fonds gaat uitvoeren. Indien er hiervoor een nieuwe organisatie moet worden opgericht, dan wordt dit beleidsmatig zeer complex.

Risico op misbruik

Het risico op misbruik bij een fonds is kleiner dan bij een fiscale regeling. De investeringen worden gedaan door één partij (een fonds) die een controlerende werking heeft.

Zekerheid over maatschappelijke kosten

Het fonds kan een duidelijk budgetplafond meekrijgen. De grootste onzekerheid ligt in de mate van revolverendheid, al is dit wel redelijk in te schatten. Er is een duidelijke trade-off tussen revolverendheid en impact van het fonds. Als het fonds volledig revolverend is, dan zal er sprake

¹⁶¹ Zie <https://dialogic.nl/wp-content/uploads/2022/04/Eindrapport-tussentijdse-evaluatie-Invest-NL.pdf> en https://dialogic.nl/wp-content/uploads/2024/05/Tussentijdse-evaluatie-Invest-International-_Dialogic_.pdf

zijn van relatief hoge rentes en is de vraag relatief laag. Andersom, als de rentes laag zijn, dan is de revolverendheid laag en de vraag hoger.

Impact op financieringsecosysteem

De mate waarin het financieringsecosysteem van professionele investeerders stimuleert, hangt af van de invulling van het fonds.

Sociale aspecten

n.v.t.

Kosten en opbrengsten (incl. impact)

Open einde regeling

Nee, er is een budgetplafond mogelijk.

Revolverend

Dit is mogelijk, zie boven. Hierbij is het wel de vraag *in welke mate* het fonds revolverend is: revolverend zou ook kunnen betekenen dat 20% van het fondskapitaal wordt terugverdiend, waarmee dus wel verlies wordt gemaakt.

Kosten (publiek, per jaar)

Dit is sterk afhankelijk van de invulling. Om een inschatting te kunnen maken van het aantal gebruikers, kunnen we kijken naar het geschat aantal gebruikers van de regeling met fiscaal direct vreemd vermogen. Hierbij kwamen we op 5.000 tot 15.000 per jaar.¹⁶² Bij dit fonds verwachten we echter lager uit te komen omdat hier een duidelijke en substantiële (€50.000) ondergrens aan de orde is. Dit is zeer relevant omdat we gemiddelde lening inschatten op €50.000. Aan de andere kant heeft het fonds wel een hogere bovengrens (€500.000) dan de fiscale regeling (€300.000). **Op basis van het voorgaande schatten we het aantal gebruikers op 2.000 tot 5.000 per jaar (indien de rente op een gelijk niveau ligt als bij de fiscale regeling).**¹⁶³ Als we een gemiddelde lening van €100.000 hanteren, een gemiddelde looptijd van 6 jaar dan komen we op een uiteindelijke fondsomvang van €600 miljoen tot €1.500 miljoen. De kosten hangen volledig af van de mate van revolverendheid van het fonds en de inrichting van het fonds. In welke mate kan de rente de kosten van de niet afgeloste leningen opvangen?

Een belangrijk punt bij de kosten van een fonds voor achtergestelde leningen, is dat achtergestelde leningen een bepaald rentepercentage en ticket size moeten hebben om rendabel te kunnen zijn. Achtergestelde leningen zijn inherent risicovoller dan reguliere leningen, waardoor een hogere rente nodig is voor de kapitaalverstrekker en de leningen pas rendabel zijn bij grotere bedragen. Door het benodigde hoge rentepercentage te rekenen, daalt de vraag van mkb-

¹⁶² Nogmaals: we gaan er van uit dat het fonds en de fiscale regelingen niet beide worden ingevoerd. Als dat wel zo is, dan zal het gebruik naar verwachting aanzienlijk lager liggen.

¹⁶³ Aan de andere kant weten we ook van pilots met dit soort leningen, dat de vraag zeer sterk kan tegenvallen als de rentes hoog zijn. Nogmaals: het aantal gebruikers hangt volledig af van de rente op de leningen.

bedrijven naar dit type financiering. Om de rente aantrekkelijker te maken voor bedrijven, zou dus (forse) subsidie nodig zijn van de overheid.

Kosten beheer en uitvoering per jaar

Het fonds kent zeer hoge kosten voor fondsbeheer in verband met intensieve screening en beheer.

Administratieve lasten (aanvragen, beslissen en verantwoorden)

Administratieve lasten zijn substantieel omdat mkb een aanvraag- en beslisprocedure bij een fonds moet doorlopen.

Impact op vervolffinanciering

Net als bij beleidsoptie 1a, kunnen de achtergestelde leningen mogelijk leiden tot een beperkt positief effect op vervolffinanciering. De verwachting is dat de impact op vervolffinanciering groter is dan bij beleidsoptie 1a, omdat bij de financiering vanuit een fonds waarschijnlijk meer due diligence is gedaan en de bedrijven dus door een strenger selectieproces gaan. Investeringen van sommige fondsen kunnen worden gezien als “kwaliteitsstempel” voor vervolffinanciers, maar dit is afhankelijk van het fonds en financiering vanuit een dergelijk fonds voor achtergestelde leningen zou ook op een negatieve manier kunnen worden geïnterpreteerd door vervolginvesteerders.

4.3 Reflectie op vergelijking van de beleidsopties

We sluiten dit hoofdstuk af met een korte reflectie op de beschrijving en vergelijking van de drie beleidsopties(en de drie varianten onder de eerste beleidsoptie). Ook doorlopen we voor de fiscale beleidsopties het Toetsingskader Fiscale Regelingen (TFR). Dit toetsingskader fungeert als een trechter voor de haalbaarheid en wenselijkheid van fiscale regelingen. Wij lopen voor de fiscale beleidsopties daarvoor de volgende vragen af:

1. Is sprake van een heldere probleemstelling?
2. Is het te bereiken doel helder en eenduidig geformuleerd?
3. Kan worden aangetoond waarom financiële interventie noodzakelijk is?
4. Kan worden aangetoond waarom een subsidie de voorkeur verdient boven een heffing?
5. Kan worden aangetoond waarom een fiscale subsidie de voorkeur verdient boven een directe subsidie?
6. Is evaluatie van de maatregel voldoende gewaarborgd?
7. Is een horizonbepaling aan de orde?

Hierbij zijn sommige vragen van het toetsingskader moeilijker te beantwoorden dan andere, aangezien het hier gaat om beleidsopties die op hoofdlijnen zijn gedefinieerd.

Tabel 4: Toetsingskader fiscale regelingen voor de fiscale beleidsopties¹⁶⁴

	1a (direct vreemd vermogen)	1b (direct eigen vermogen)	1c (indirect eigen vermogen)	2 (direct eigen vermogen BA's)
Is sprake van een heldere probleemstelling?	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Is het te bereiken doel helder en eenduidig geformuleerd?	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Kan worden aangetoond waarom financiële interventie noodzakelijk is?	Ja (mobiliseren kapitaal; met voorlichting kan dit niet/beperkt)	Ja (mobiliseren kapitaal; met voorlichting kan dit niet/beperkt)	Ja (mobiliseren kapitaal; met voorlichting kan dit niet/beperkt)	Ja (mobiliseren kapitaal; met voorlichting kan dit niet/beperkt)
Kan worden aangetoond waarom een subsidie de voorkeur verdient boven een heffing?	Ja (heffing niet van toepassing bij stimuleren investeringen)	Ja (heffing niet van toepassing bij stimuleren investeringen)	Ja (heffing niet van toepassing bij stimuleren investeringen)	Ja (heffing niet van toepassing bij stimuleren investeringen)
Kan worden aangetoond waarom een fiscale subsidie de voorkeur verdient boven een directe subsidie?	Nee. Doelgroepbereik: mogelijk groot bereik, maar verschillend per groep Uitvoerbaarheid: complexe invoering gezien dynamiek box 3. Kosteneffectiviteit: hoog risico op misbruik/oneigenlijk gebruik en onzekerheid additionaliteit van investeringen. Eenvoud: relatief eenvoudige en toegankelijke regeling Inpasbaarheid: complex gezien	Nee. Doelgroepbereik: mogelijk groot bereik, maar verschillend per groep. Uitvoerbaarheid: hoge uitvoeringskosten (complex door dynamiek box 3), controleren voorwaarden en administratieve lasten. Kosteneffectiviteit: hoog risico op misbruik/oneigenlijk gebruik en onzekerheid additionaliteit van investeringen.	Nee. Doelgroepbereik: goed bereik doelgroep, maar minder toegankelijk voor startups dan directe variant. Uitvoerbaarheid: lagere uitvoeringskosten en administratieve lasten dan bij directe variant. Kosteneffectiviteit: klein risico op misbruik maar waarschijnlijk alleen gebruik door particulieren met veel middelen. Eenvoud: relatief eenvoudig,	Nee. Doelgroepbereik: mogelijk groot bereik, maar verschillend per groep. Uitvoerbaarheid: hoge uitvoeringskosten, controleren voorwaarden/definities. Kosteneffectiviteit: hoog risico op misbruik/oneigenlijk gebruik en onzekerheid additionaliteit van investeringen. Eenvoud: relatief eenvoudige en toegankelijke regeling Inpasbaarheid: onbekend.

¹⁶⁴ De eerste twee vragen van het TFR zijn onvoldoende onderzocht om hier eenduidig antwoord op te kunnen geven.

	1a (direct vreemd vermogen)	1b (direct eigen vermogen)	1c (indirect eigen vermogen)	2 (direct eigen vermogen BA's)
	box 3 ontwikkelingen Budgettaire beheersbaarheid: minder goed beheersbaar dan subsidie, beperkt verwacht budgettair belang met hoge mate van onzekerheid	Eenvoud: relatief eenvoudige en toegankelijke regeling Inpasbaarheid: complex gezien box 3 ontwikkelingen Budgettaire beheersbaarheid: minder goed beheersbaar dan subsidie, beperkt verwacht budgettair belang met hoge mate van onzekerheid	aansluiting bij bestaand instrumentarium Inpasbaarheid: complex gezien box 3 ontwikkelingen Budgettaire beheersbaarheid: minder goed beheersbaar dan subsidie, beperkt verwacht budgettair belang met hoge mate van onzekerheid	Budgettaire beheersbaarheid: minder goed beheersbaar dan subsidie, beperkt verwacht budgettair belang met hoge mate van onzekerheid
Is evaluatie van de maatregel voldoende gewaarborgd?	Periodieke evaluatie verplicht volgens RPE (elke vijf tot acht jaar evaluatie van fiscale regelingen)	Periodieke evaluatie verplicht volgens RPE (elke vijf tot acht jaar evaluatie van fiscale regelingen)	Periodieke evaluatie verplicht volgens RPE (elke vijf tot acht jaar evaluatie van fiscale regelingen)	Periodieke evaluatie verplicht volgens RPE (elke vijf tot acht jaar evaluatie van fiscale regelingen)
Is een horizonbepaling aan de orde?	Nee	Nee	Nee	Nee

Daarnaast maken we nog een aantal kanttekeningen bij de beleidsopties. We lopen bij zowel de beschrijving als vergelijking tegen twee uitdagingen aan (en deze punten worden ook door verscheidene gesprekspartners gemaakt). Ten eerste is niet geheel duidelijk of deze opties de juiste oplossing bieden voor de geschetste knelpunten wat betreft het gebrek aan risicodragend vermogen voor vooral kleinere investeringen (of welke macro-economische voordelen zij kunnen opleveren, bijvoorbeeld op het vlak van werkgelegenheid). Dat het brede mkb en startups moeite hebben met het verkrijgen van financiering klopt, maar er bestaan al private én publieke financieringsinstrumenten voor deze doelgroepen. Nieuwe instrumenten zouden moeten zijn gericht op specifieke segmenten van de markt waar zo min mogelijk overlap is met bestaand instrumentarium. Vooral beleidsoptie 1 biedt de mogelijkheid om particulieren en particulier kapitaal nauwer te betrekken bij de financiering van het brede mkb en startups. Daarbij lijken, volgens de literatuur, varianten die financiering gepaard laten gaan met advies (smart money) aan het brede mkb en startups succesvoller, wat pleit voor (indirecte) regelingen gericht op business angels en professionele investeerders. Directe investeringen van particulieren – die geen ervaring hebben met het investeren in startups – lijken risicovoller (in het brede en

gevestigde mkb is het risico wat kleiner). Verder is Nederlands spaargeld (van particulieren) relatief immobiel, waardoor het onzeker is in welke mate een nieuwe fiscale faciliteit, gericht op particulieren in het algemeen, tot de inzet van meer spaargeld leidt voor het mkb en startups (additionaliteit) of dat (vermogende) particulieren een extra mogelijkheid krijgen voor investeringen die ze mogelijk via andere kanalen ook al gedaan zouden hebben (substitutie).

De beleidsopties met een fonds (1c en 3) geven meer zekerheid dat risicodragend kapitaal gericht bij bedrijven (mkb en startups) terechtkomt die het echt nodig hebben en waarbij de lening gepaard gaat met advies. Dat is natuurlijk nog steeds geen garantie dat het financieel goed eindigt, maar de kans op verlies is kleiner. Deze varianten zijn echter bewerkelijker dan een fiscale voorziening). Ook zou een fonds voor achtergestelde leningen, gezien onder meer de ervaringen met de pilot van Qredits, alleen mogelijk zijn met substantiële subsidiebedragen (gezien beperkt rendement door de kleine tickets en het hoge risico van achtergestelde leningen).

Hoofdstuk 5

Conclusies en aanbevelingen

5 Conclusies en aanbevelingen

Dit onderzoek komt tegemoet aan twee moties:

1. Motie de Jong c.s.: *te onderzoeken wat nodig is om een nieuwe versie van de durfkapitaalregeling op te zetten waarbij particulieren met belastingvoordelen geld kunnen verstrekken aan mkb-bedrijven, en in kaart te brengen welke kosten hiermee gemoeid zijn.*
2. Motie van de Graaf – Stoffer: *een verkenning uit te laten voeren naar de noodzaak van een fonds voor kleine en achtergestelde leningen van 50.000 tot 500.000 euro voor het mkb.*

5.1 Conclusies

Op basis van de bevindingen in dit onderzoek komen we tot de volgende conclusies bij de gestelde onderzoeksvragen.

Inventarisatie behoefte

Mkb

1. *Welk deel van het mkb heeft zich in de periode 2018-2023 georiënteerd op de mogelijkheden van achtergestelde leningen in hun zoektocht naar externe financiering?*
 - a. *Wat was de achtergrond van dit deel van het mkb dat zich oriënteerde op achtergestelde leningen (sector, grootte, leeftijd)?*
 - b. *Hoe zag hun financiële positie er uit? Wat was hun solvabiliteit, liquiditeit, productiviteit en wat was de omvang van het financieringsbedrag dat zij zochten?*
 - c. *Waarom oriënteert dit deel van het mkb zich op achtergestelde leningen in plaats van andere vormen van externe financiering?*

Het is niet met zekerheid te stellen hoe groot het aanbod en de vraag naar achtergestelde leningen is, omdat een deel van de markt niet zichtbaar is (onderhandse leningen). Dit vormt *deadweight loss*, oftewel investeringen die nu al worden gedaan en dus niet tot stand komen door een mogelijke fiscale regeling (maar mogelijk straks wel via de fiscale regeling worden gedaan door particulieren). Ook kan er een latente behoefte zijn van bedrijven die niet bekend zijn met (de voordelen van) achtergestelde leningen.

Uit onze data-analyse blijkt dat per jaar gemiddeld 2,28% van het totale mkb in de business economy zich op achtergestelde leningen oriënteerde in de periode 2018-2023 (ongeveer 5.000 bedrijven per jaar). Van de mkb-bedrijven met een financieringsbehoefte, oriënteerde zich gemiddeld 12% van de mkb-bedrijven per jaar op (onder andere) achtergestelde leningen. Dit percentage is gedaald van 19% in 2018 naar 9% in 2023. Er lijkt dus een krimp te zijn in de interesse van het mkb in achtergestelde leningen (wellicht vanwege een daling van de

rentestand in deze periode, waardoor regulier krediet goedkoper werd. Ook is de non-bancaire financieringsmarkt in deze periode gegroeid).

Binnen de groep die zich oriënteerde op achtergestelde leningen, zien we relatief meer kleinbedrijf, jonge mkb-ondernemingen en ondernemingen in de informatie- en communicatiesector. De financiële positie van mkb-bedrijven die zich oriënteren op achtergestelde leningen is minder stevig dan de positie van andere mkb-bedrijven (lagere liquiditeit, solvabiliteit en productiviteit). De omvang van het gezochte financieringsbedrag loopt sterk uiteen (ook door de jaren). In 2023 was de mediaan (het middelste getal) van het aanvraagbedrag ongeveer €400.000.

We zien dat ruim 70% van de bedrijven die zich op achtergestelde leningen oriënteren, ook een banklening overwegen als financieringsoptie. Het zou kunnen dat deze bedrijven een achtergestelde lening overwegen om hun kans op een banklening te vergroten (of beide financieringsvormen tegelijkertijd), maar dit is niet met zekerheid te zeggen.

2. *Welk deel van het mkb heeft in diezelfde periode daadwerkelijk gebruik gemaakt van achtergestelde leningen om in hun externe financieringsbehoefte te voldoen?*
 - a. *Wat was de achtergrond van dit deel van het mkb dat gebruik maakte van achtergestelde leningen (sector, grootte, leeftijd)?*
 - b. *Hoe verhoudt dit zich tot het deel dat zich oriënteerde op deze financieringsvorm? Hoe zag de financiële positie van deze bedrijven er uit?*
 - c. *Waarom heeft dit deel van het mkb gebruik gemaakt van achtergestelde leningen in plaats van andere vormen van externe financiering?*

In de periode 2018-2023 heeft gemiddeld 0,68% van het mkb per jaar gebruik gemaakt van een achtergestelde lening (33% van de bedrijven die zich hierop oriënteert heeft een achtergestelde lening aangevraagd, waarvan vervolgens 90% deze lening ook heeft verkregen). Jaarlijks maken er dus ongeveer 1.400 mkb-bedrijven gebruik van dit type financiering.

Vooraf bedrijven in de sector handel, vervoer en horeca, de sector bouw en de sector nijverheid maken gebruik van achtergestelde leningen. Verder zien we dat het ook vooral gaat om het middenbedrijf en bedrijven met een leeftijd van vijf tot tien jaar. Mkb-bedrijven die een achtergestelde lening hebben verkregen, hebben een betere financiële positie (liquiditeit, productiviteit, solvabiliteit) dan bedrijven die de financiering niet (volledig) hebben verkregen.

3. *Is er sprake van een impact waarbij achtergestelde leningen meer externe financiering voor het (klein) mkb stimuleren? Dat wil zeggen: zal een mkb-er financiering verkrijgen die zonder voorafgaande achtergestelde financiering niet was verkregen en valt hier een (kwantitatieve) inschatting van te maken?*
 - a. *Wat zijn de belangrijkste redenen hiervoor en hoe verhoudt deze impact zich tot andere (meest gebruikte) vormen van externe financiering?*

Achtergestelde leningen kunnen mogelijk een beperkt positief effect hebben op vervolffinanciering van vervolffinanciers zoals banken, maar dit effect is niet eenduidig te kwantificeren.

Onder bepaalde voorwaarden kan een achtergestelde tot het eigen vermogen worden gerekend en de solvabiliteit verbeteren. Echter is dit effect beperkt, omdat solvabiliteit en zekerheden voor bancaire financiering de laatste jaren relatief minder belangrijk zijn geworden. Banken kijken vooral naar de terugbetaalcapaciteit van de onderneming (cash flow), zo blijkt uit gesprekken.

Startups

4. *Welk deel van de startups heeft zich in de periode 2018-2023 georiënteerd op de mogelijkheden van aandelenkapitaal in hun zoektocht naar externe financiering?*
 - a. *Wat was de achtergrond van dit deel van de startups dat zich oriënteerde op aandelenkapitaal (sector, grootte, leeftijd)?*
 - b. *Hoe zag hun financiële positie er uit? Wat was hun solvabiliteit, liquiditeit, productiviteit en wat was de omvang van het financieringsbedrag dat zij zochten?*

Ook bij aandelenkapitaal is een deel van de markt niet zichtbaar in de data als gevolg van onderhandse investeringen. In dit onderzoek is specifiek gekeken naar aandelenkapitaal van business angels en informele investeerders. Uit de CBS-data blijkt een daling in de oriëntatie op aandelenkapitaal van business angels en informele investeerders onder startups (hier blijkt geen eenduidige verklaring voor uit de gesprekken). Van de startups met een financieringsbehoefte (41% van de startups), oriënteert zich gemiddeld 52% per jaar op deze vormen van financiering. Dit komt neer op 21,3% van de startups die zich per jaar op deze vormen van financiering oriënteert (ongeveer 1.800 startups).

Binnen de groep startups die zich oriënteerden op business angels en informele investeerders zien we vooral startups in de sectoren ICT en zakelijke dienstverlening. Ook gaat het met name om het micro- en kleinbedrijf en startups jonger dan tien jaar. Verder hebben startups die zich op deze vormen van financiering oriënteerden een lagere productiviteit, mogelijk omdat zij nog in een vroegere fase zitten dan andere startups en dus nog minder omzet draaien. Ook hebben deze startups een lagere solvabiliteit (soms zelf een negatieve solvabiliteit ergo verlieslatend, hoewel dit uiteraard vrij gebruikelijk is voor startups in deze fase). De omvang van het gezochte financieringsbedrag loopt sterk uiteen. In 2018-2023 was de mediaan van het aanvraagbedrag ongeveer €400.000 en het gemiddelde was circa €1 miljoen. Ook zijn deze bedragen mogelijk anders dan startups die aanvragen hebben voor angel investeringen en niet zijn geïncludeerd in de Financieringsmonitor.

5. *Welk deel van de startups heeft in diezelfde periode daadwerkelijk gebruik gemaakt van aandelenkapitaal om in hun externe financieringsbehoefte te voldoen?*
 - a. *Wat was de achtergrond van dit deel van de startups dat gebruik maakte van aandelenkapitaal (sector, grootte, leeftijd)?*
 - b. *Hoe verhoudt dit zich tot het deel dat zich oriënteerde op deze financieringsvorm? Hoe zag de financiële positie van deze bedrijven er uit?*

In de periode 2018-2023 heeft gemiddeld 5,4% van de startups per jaar gebruik gemaakt van aandelenkapitaal van business angels of informele investeerders (31% van de bedrijven die zich

hierop oriënteert heeft een investering aangevraagd, waarvan vervolgens 82% deze investering heeft verkregen). Jaarlijks maken er dus gemiddeld ruim 450 startups gebruik van dit type investering. Vergeleken met de oriënterende groep zien we een minder sterke vertegenwoordiging van startups in de ICT. Vooral startups in de zakelijke dienstverlening en startups tussen de drie en vijf jaar oud maken uiteindelijk gebruik van investeringen van business angels of informele investeerders. Startups die de aangevraagde investering hebben gekregen, hebben een betere financiële positie (liquiditeit, productiviteit, solvabiliteit) dan startups die de financiering niet (volledig) hebben gekregen.

6. Is er sprake van een impact waarbij aandelenkapitaal meer externe financiering voor startups stimuleren? Dat wil zeggen: zal een startup financiering verkrijgen die zonder voorafgaande financiering niet was verkregen en valt hier een (kwantitatieve) inschatting van te maken?

a. Wat zijn de belangrijkste redenen hiervoor en hoe verhoudt deze impact zich tot andere (meest gebruikte) vormen van externe financiering?

Eigen vermogen financiering kan mogelijk een positief effect hebben op vervolffinanciering, maar dit effect is niet te kwantificeren. Investerings van vergelijkbare internationale regelingen helpen startups in beperkte mate met het aantrekken van vervolffinanciering. Uit de evaluatie van de Seed Business Angel regeling blijkt dat investeringen van business angel fondsen in Nederland leiden tot meer vervolffinanciering voor de bedrijven waarin is geïnvesteerd. Hierbij gaat het dus om business angel investeringen via fondsen (in plaats van investeringen van individuele business angels). Het effect van investeringen in aandelenkapitaal van business angels zou, op basis van beperkt beschikbare publicaties, groter kunnen zijn dan het effect van particuliere investeringen in aandelenkapitaal via crowdfunding platforms.

Analyseren en toetsen van beleidsopties

7. Hoe zien de beleidsopties er op hoofdlijnen uit (doel, doelgroep, looptijd, omvang, uitvoering)?

In dit onderzoek hebben we drie beleidsopties onderzocht:

- Een fiscale regeling gericht op particulieren in brede zin (familie, vrienden, business angels) waarbinnen we drie varianten onderkennen:
 - Beleidsoptie 1a: Direct vreemd vermogen
 - Beleidsoptie 1b: Direct eigen vermogen
 - Beleidsoptie 1c: Indirect eigen vermogen
- Een fiscale regeling primair gericht op business angels (beleidsoptie 2)
- Een fonds voor achtergestelde leningen (beleidsoptie 3)

De eerste beleidsoptie van de fiscale regeling gericht op particulieren en het fonds voor achtergestelde leningen, hebben als doel het stimuleren van risicodragend kapitaal voor het mkb. De overige beleidsopties van de fiscale regeling gericht op particulieren en de fiscale regeling

primair gericht op business angels, hebben als doel om risicodragend kapitaal voor startups te stimuleren.

De fiscale regeling gericht op particulieren kent een looptijd van maximaal 10 jaar per transactie en een omvang van het fiscale voordeel van €75.000 per particulier (onbelast in box 3) en €300.000 per onderneming. De fiscale regeling gericht op business angels kent geen maximale looptijd en heeft een maximale omvang van het fiscale voordeel van €100.000 per particulier (30% of 45% aftrekbaar in box 1) en €500.000 per onderneming. Bij het fonds gaat het om leningen met een omvang van €50.000 tot €500.000.

8. Wat is de werking en hoe zien de voor- en nadelen van de instrumenten eruit (waarbij rekenschap wordt gegeven van de doelgroep startups).

Bij de fiscale regelingen investeren particulieren in bedrijven. Bij variant 1a wordt dit gedaan middels achtergestelde leningen aan mkb-bedrijven. Bij deze leningen kan per jaar een bedrag worden vrijgesteld voor de box 3 belasting. Bij variant 1b wordt via eigen vermogen geïnvesteerd in startups door particulieren en kan ook per jaar een bedrag worden vrijgesteld voor de box 3 belasting. Bij variant 1c investeren particulieren middels leningen aan fondsen, die vervolgens middels eigen vermogen investeren in startups. Particulieren kunnen ook bij deze leningen een bedrag vrijstellen in de box 3 belasting. Bij beleidsoptie 2 investeren business angels als natuurlijk rechtspersoon (dus niet via hun onderneming) in startups middels eigen vermogen, waarbij ze een bepaald bedrag kunnen aftrekken in box 1. Wat betreft het fonds (beleidsoptie 3) zijn er meerdere invullingen van de werking mogelijk, waarbij de overheid in meer of mindere mate betrokken kan zijn.

Een voordeel van de fiscale regelingen is dat een grote groep particulieren hier gebruik van kan maken, waardoor er in potentie in veel mkb-bedrijven en startups geïnvesteerd kan worden. Er zit echter een hoge mate van onzekerheid in het daadwerkelijke gebruik van de fiscale regelingen. Een nadeel van de fiscale regelingen is dat het risico op misbruik en oneigenlijk gebruik groot is. Er zullen veel voorwaarden moeten worden opgesteld om dit tegen te gaan en dit moet worden gecontroleerd. Waarschijnlijk investeren business angels in betere bedrijven en bieden zij meer additionele ondersteuning voor startups dan particulieren. Een nadeel van deze beleidsoptie is dat dit zorgt voor een complexe invoering in box 1. Bovendien lokt het hogere financiële voordeel sterker misbruik en oneigenlijk gebruik uit.

Voordelen van een fonds zijn dat er een budgetplafond kan worden ingesteld en dat er een kleine kans is op misbruik door de controlerende rol van het fonds. Ook kan er door een fonds in goede bedrijven worden geïnvesteerd door een due diligence proces en kan het fonds revoluerend zijn. Nadelen zijn dat er minder ondernemingen bereikt kunnen worden dan bij een fiscale regeling en dat er hogere administratieve lasten zijn bij mkb-bedrijven om door het due diligence proces van het fonds te gaan.

9. Hoe worden de kosten van de instrumenten (uitvoering, beheer) ingeschat en hoe zullen deze zich verhouden tot de maatschappelijke baten?

Bij variant 1a bestaan de kosten voor uitvoering en beheer uit meerdere componenten. Deze kosten zijn op voorhand lastig in te schatten. Op basis van ervaringen in Vlaanderen zouden de beheerskosten kunnen oplopen van €80.000 in het eerste jaar tot €500.000 na twaalf jaar. Bij variant 1b verwachten we dat er hogere kosten zullen zijn voor beheer en uitvoering dan bij variant 1a. Bij variant 1c verwachten we dat de kosten lager kunnen zijn, omdat wordt aangesloten bij een bestaande regeling. Bij beleidsoptie 2 zien we op basis van eerdere ervaringen met dergelijke fiscale faciliteiten dat er hoge beheerskosten zullen zijn. Bij een fonds (beleidsoptie 3) zullen er hoge kosten zijn voor het fondsbeheer in verband met intensieve screening en beheer. Met de fiscale regelingen zal er risicodragend kapitaal beschikbaar komen voor het mkb en startups, maar het is niet met zekerheid te zeggen welk gedeelte hiervan additioneel is en in hoeverre de investeringen zich vertalen in maatschappelijke baten (zoals economische groei).

10. Kan een fiscale maatregel er toe leiden dat meer middelen (spaargelden) vrijkomen voor mkb en startup financiering (doeltreffendheid)? Valt hier een inschatting van te maken? Hoe verhouden de extra vrijgekomen middelen zich tot de budgettaire kosten van de regeling (doelmatigheid)?

Nederlands spaargeld is relatief immobiel, waardoor het onzeker is of er met een fiscale regeling voor particulieren ook daadwerkelijk meer spaargeld richting mkb en startups gaat (bovendien hebben veel Nederlanders slechts enkele duizenden euro's spaargeld). Voor vermogende particulieren is er al een aantal initiatieven om investeringen te mobiliseren (zoals Money Meets Ideas). Het is dus lastig te voorspellen hoeveel extra spaargeld beschikbaar gaat komen voor kredietverstrekking aan mkb en startups (dit hangt ook samen met aantrekkelijkheid van een nieuwe regeling voor vermogenden). Ook is dit afhankelijk van de toekomstige invulling van box 3. Particulieren een fiscaal voordeel geven om te investeren in mkb (met achtergestelde leningen) of startups (met aandelenkapitaal) kan zorgen voor een bepaalde hoeveelheid additioneel risicodragend kapitaal voor bedrijven. We hebben hier een inschatting van gemaakt, maar het daadwerkelijke effect zal afhangen van de concrete invulling van het instrument, de bekendheid ervan en economische factoren.

Per beleidsoptie verwachten we een bepaalde range van investeringen. Hierbij is het niet duidelijk of dit gaat om extra geïnvesteerd spaargeld in het mkb en startups (additionaliteit) of dat (vermogende) particulieren een extra mogelijkheid krijgen voor investeringen die ze mogelijk via andere kanalen ook zouden doen (deadweight loss). Bij variant 1a verwachten we een totaal geïnvesteerd bedrag in het mkb €750 miljoen tot €2,5 miljard. Bij beleidsoptie 1b verwachten we totale investeringen van €100 tot €200 miljoen in startups. Bij beleidsoptie 1c verwachten we totale (indirecte) investeringen van ongeveer €50 miljoen in startups. Bij beleidsoptie 2 verwachten we investeringen per jaar van circa €45 miljoen in startups. Hierbij moet de kanttekening worden geplaatst dat het verwachte budgettaire belang een mate van onzekerheid kent door de extrapolatie van de kosten van vergelijkbare regelingen in België. Ook hebben we geen inschatting gemaakt van de kosten die gepaard gaan van misbruik en oneigenlijk gebruik.

Lessen uit vergelijkbare regelingen en fondsen

11. Wat zijn lessen die kunnen worden getrokken uit eerdere ervaringen met soortgelijke fiscale regelingen en fondsen en uit vergelijkbare internationale voorbeelden?

De Durfkapitaalregeling (gericht op het verstrekken van leningen) is om verschillende redenen afgeschaft, onder andere vanwege een beperkt effect op het verstrekken van directe achtergestelde leningen aan bedrijven. Er werden vooral indirecte leningen verstrekt (risicomijdende hypothecaire leningen) en na de versoering van de indirecte variant bleek er weinig interesse meer te zijn in het gebruik. Leningen werden verder vooral verstrekt door familieleden en particulieren verstrekten vaak niet meer dan één lening (bovendien ging het vaak om bedrijven in de agrarische sector, waardoor de investeringen wellicht in minder innovatieve bedrijven werden gedaan dan gewenst). Ook gaven bedrijven aan dat zij ook zonder de regeling financiering zouden hebben verkregen. Tot slot vonden beleggers in risicovolle innovatieve bedrijven de regeling niet aantrekkelijk genoeg, omdat zij via de regeling niet konden investeren via aandelenkapitaal en vanuit een eigen BV (daarnaast was het investeringsbedrag waarop het fiscale voordeel betrekking had te gering). De Vlaamse Winwinlening is niet geëvalueerd, maar wordt veelvuldig gebruikt door particulieren in Vlaanderen. Echter is het niet duidelijk in hoeverre de kosten in verhouding staan tot de baten en of er bijvoorbeeld verdringingseffecten zijn.

Wat betreft soortgelijke fondsen voor achtergestelde leningen, kunnen we lessen trekken uit het Achtergestelde Leningen Fonds van Aegon en de pilot met achtergestelde leningen van Qredits (in 2016/2017). Bij laatstgenoemde pilot kostte het veel moeite om de achtergestelde leningen van het fonds weg te zetten en was er sprake van onderuitputting van het budget. Uit deze pilot bleek dat de behoefte (bij het kleinbedrijf) naar achtergestelde leningen beperkt kan zijn. Verder komt uit de ervaringen met het ALF naar voren dat kleine achtergestelde leningen moeilijk rendabel zijn. Dit fonds richtte zich oorspronkelijk op kleinere leningen vanaf €150.000, maar heeft na verloop van tijd het minimumticket verhoogd om de operationele kosten te kunnen dekken. Onder een bepaald rentepercentage zijn achtergestelde leningen niet rendabel. Het vereiste rentepercentage zorgt weer voor een lagere vraag bij bedrijven. Om de rente aantrekkelijker te maken voor bedrijven, is subsidie nodig van de overheid.

Uit vergelijkbare regelingen om risicodragend kapitaal voor startups te stimuleren, blijkt dat het niet duidelijk is in hoeverre de regelingen hebben gezorgd voor *additionele* investeringen in startups van investeerders. Er kan namelijk sprake zijn van het verdringen van andere investeringen, als neveneffect van de regeling. Wel blijkt uit evaluaties van de regelingen in het VK en Duitsland dat er voor de geïnvesteerde startups een positief effect is op het verkrijgen van vervolgfinitiering. Uit onderzoek in de VS blijkt dat er een beperkte gevoeligheid is van *professionele* investeerders op belastingkredieten (met andere woorden, de investeringskeuze van deze investeerders wordt beperkt beïnvloed door fiscale voordelen). Tot slot bieden de buitenlandse regelingen handvaten voor *good practices* wat betreft het vormgeven van fiscale regelingen gericht op het stimuleren van investeringen in startups.

Verhouding van instrumenten tot financieringslandschap en andere beleidsinstrumenten

12. Hoe verhouden genoemde instrumenten zich tot het bestaande private financierings-landschap en publieke financieringsinstrumentarium? Is er voor wat betreft het publiek financieringsinstrumentarium sprake van overlap, substitutie of complementariteit?

Er bestaan al publieke financieringsinstrumenten (en private financieringsbronnen) voor het mkb en startups. De laatste jaren is er een aantal nieuwe publieke financieringsinstrumenten bijgekomen die al pogen om risicodragend kapitaal te stimuleren. Voor (kleinere) mkb-bedrijven en voor achtergestelde leningen lijkt er op basis van dit onderzoek beperkt behoefte te bestaan. Dit zou beperkte overlap kennen met hetgeen er nu bestaat aan beleidsinstrumenten. Door de overlap met andere beleidsinstrumenten, kan er competitie ontstaan tussen publieke middelen. Het risico van het introduceren van een nieuw beleidsinstrument is verdringing van private aanbieders op dit terrein.

Wat betreft de mogelijke beleidsopties voor startups, is er beperkt overlap met bestaande instrumenten zoals de Seed Business Angel regeling (deze regeling richt zich op business angels die samen investeren, niet op individuele business angels). Een fiscale regeling gericht op individuele business angels in de vroege fase en voor kleinere tickets, lijkt complementair te zijn aan bestaand instrumentarium.

13. Aan welke ontwerpcriteria zou met het oog op maximale effectiviteit/complementariteit en minimale overlap elke beleidsoptie moeten voldoen mocht beslist worden deze optie in te voeren?

Een co-investeringsregeling of fondsvorming lijkt bij het stimuleren van achtergestelde leningen voor het mkb het meest geschikt wat betreft het minimaliseren van overlap/verdringing. Bij het stimuleren van aandelenkapitaal voor startups zouden de beleidsopties niet moeten overlappen met instrumenten als de Seed Business Angel regeling. Door de regeling te richten op kleinere tickets in een vroege fase en op individuele investeerders, kan overlap worden geminimaliseerd. Bij de Seed Business Angel regeling wordt namelijk fondsvorming vereist en is het investeringsbedrag per startup vastgelegd op minimaal €50.000 en maximaal €500.000.

14. Zijn er naast een fonds of fiscale stimulering, andere (en mogelijk betere) mogelijkheden om (achtergestelde) financiering te stimuleren?

Uit dit onderzoek komt naar voren dat er geen brede steun lijkt te bestaan voor de introductie van een nieuw beleidsinstrument gericht op het stimuleren van achtergestelde leningen voor het mkb. Er blijkt geen grote bekendheid/belangstelling te zijn onder kleinere ondernemingen voor achtergestelde leningen, op basis van de uitgezette vragenlijst onder kleine bedrijven en de data-analyse. De vraag is gerechtvaardigd of de overheid via beleid een specifiek financieringsinstrument moet gaan promoten onder mkb-ondernemingen en investeerders, terwijl er mogelijk geen grote behoefte bestaat.

Het stimuleren van het investeren van spaargeld van particulieren brengt ook een discussie met zich mee: moet de overheid particulieren beschermen, die minder goed (dan professionele investeerders) een inschatting kunnen maken van investeringen? Bij achtergestelde leningen is er een hefboom voor vervolgfianciering in de vorm van bankleningen (vaak wordt dit ook

gestapeld). De vraag is gerechtvaardigd of particulieren het kredietrisico van de bank zouden moeten opvangen. In plaats hiervan zouden bestaande instrumenten kunnen worden aangepast of uitgebreid, om het kapitaal voor het mkb te vergroten. Hierbij kan gedacht worden aan Qredits of de BMKB-regeling. Qredits richt zich op kredieten tot €250.000, terwijl er een groep van mkb-bedrijven is die leningen zoekt tussen €250.000 en €1.000.000. De grens voor (reguliere) kredieten tot €250.000 zou dus kunnen worden opgehoogd. Wat betreft het stimuleren van aandelenkapitaal voor startups, zou als alternatief aan de beleidsopties kunnen worden gedacht aan het bij elkaar brengen van vraag en aanbod. Dit kan worden gedaan door het faciliteren van investeerders (zoals business angels) om startups te vinden die investeringen zoeken en vice versa.

5.2 Aanbevelingen

Op basis van de bevindingen in dit onderzoek komen we tot de volgende aanbevelingen.

- Het introduceren van de onderzochte fiscale regelingen om risicokapitaal te stimuleren voor het mkb en startups brengt deadweight loss met zich mee die niet goed kan worden ingeschat, waarmee de additionaliteit van dergelijke regelingen mogelijk beperkt is. Ook is er een risico van verdringing van andere investeringen met dergelijke regelingen. Een fonds voor kleine achtergestelde leningen lijkt niet haalbaar vanwege de hoge benodigde subsidie (bovendien is de behoefte naar deze financiering beperkt). Bezie daarom of knelpunten in de financiering voor het mkb en startups met een eventuele aanpassing of uitbreiding van bestaande instrumenten verholpen kunnen worden. Via bestaand (publiek) financieringsinstrumentarium kunnen knelpunten in de financiering voor mkb (bijvoorbeeld via Qredits met hogere niet-achtergestelde leningen) en startups (bijvoorbeeld via de Seed Business Angel regeling) al meer worden opgelost. Bij startups kan ook vraag en aanbod meer bij elkaar worden gebracht door het faciliteren van investeerders (zoals business angels) om startups te vinden die investeringen zoeken en vice versa. Voorkom zo concurrentie tussen publieke middelen en maak daarmee gebruik van kennis en ervaring die in de afgelopen jaren is opgebouwd. Door aansluiting bij bestaande initiatieven wordt ook schaalgrootte gerealiseerd (delen van back office, platformen, capaciteit).
- Stimuleer het type financiering waar vanuit mkb-bedrijven en startups behoefte aan is. Er is de afgelopen jaren een teruglopende behoefte aan achtergestelde leningen bij het mkb. In het geval van startups kan het zijn dat er meer behoefte is aan professionele investeerders, die naast financiering ook meerwaarde in de vorm van advies en netwerken met zich meebrengen (smart money). Richt het mobiliseren van risicodragend kapitaal vooral op smart money investeerders. Regelingen gericht op dit type investeerders, in plaats van generieke fiscale regelingen, kunnen zorgen voor een betere selectie van bedrijven waar in wordt geïnvesteerd. Een manier om een regeling meer te richten op smart money investeerders, is door de parameters aan te passen (bijvoorbeeld het minimum en maximum investeringsbedrag).

- Heb oog voor uitvoeringsaspecten bij de invoering van een fiscale regeling. Een complexe vraag bij de uitvoering van een dergelijke regeling, is de wijze van implementatie door de Belastingdienst gezien de aanstaande wijzigingen in box 3. Zoals het er nu voorligt verdwijnt de enige uitzondering (groene beleggingen) uit box 3. Het is de vraag in welke mate er binnen de Belastingdienst ruimte is om een uitzondering voor durfkapitaal op een goede manier vorm te geven. Daarnaast dient er rekening te worden gehouden met het introduceren van nieuwe fiscale regelingen in een tijd dat overheid het aantal (ondoelmatige/ondoeltreffende) fiscale regelingen wil afbouwen.
- Indien ervoor wordt gekozen om nieuwe instrumenten te introduceren, koppel deze nieuwe instrumenten dan aan (opkomende) uitdagingen in de financieringsmarkt. Bijvoorbeeld (in het geval van het mkb) het groeiend aantal bedrijfsoverdrachten vanwege vergrijzing. Een fonds voor achtergestelde leningen zou hieraan kunnen bijdragen, maar bij een fiscale regeling kan hier moeilijker op worden gestuurd.
- Sluit (waar mogelijk) aan bij het ontwerpen van een eventuele fiscale regeling voor investeringen in startups bij geïdentificeerde good practices uit eerder onderzoek¹⁶⁵ (bijvoorbeeld initieel belastingvoordeel, belastingvoordeel op kapitaalwinst, gedeeltelijke targetting van bedrijven op basis van leeftijd en grootte, een minimale investeringsduur en een limiet voor de investeringsgrootte). Bezie of een eventuele fiscale regeling meer gericht zou kunnen worden op het verlagen van de fiscale druk bij een succesvolle exit in plaats van het verlagen van de fiscale druk bij investeren. Daarmee verschuift de prikkel van investeren in een niet te risicovolle kleine startup naar investeren in een startup met de meeste groeipotentie. Dit kan worden vormgegeven op een manier waarop in de VS de QSBS functioneert.

¹⁶⁵ European Commission (2017). "Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups

Bijlage 1. Onderzoeksvragen

Kernvraag: Dient de overheid de toegang tot (achtergestelde) financiering voor het mkb en startups te stimuleren, en zo ja, zijn genoemde beleidsinstrumenten daar een doelmatig en doeltreffend middel voor?

Deelvragen voor deel 1 van onderzoek (inventarisatie behoefte):

1. Welk deel van het mkb heeft zich in de periode 2018-2023 georiënteerd op de mogelijkheden van achtergestelde leningen in hun zoektocht naar externe financiering?
 - a. Wat was de achtergrond van dit deel van het mkb dat zich oriënteerde op achtergestelde leningen (sector, grootte, leeftijd)?
 - b. Hoe zag hun financiële positie er uit? Wat was hun solvabiliteit, liquiditeit, productiviteit en wat was de omvang van het financieringsbedrag dat zij zochten?
 - c. Waarom oriënteert dit deel van het mkb zich op achtergestelde leningen in plaats van andere vormen van externe financiering?
2. Welk deel van het mkb heeft in diezelfde periode daadwerkelijk gebruik gemaakt van achtergestelde leningen om in hun externe financieringsbehoefte te voldoen?
 - a. Wat was de achtergrond van dit deel van het mkb dat gebruik maakte van achtergestelde leningen (sector, grootte, leeftijd)?
 - b. Hoe verhoudt dit zich tot het deel dat zich oriënteerde op deze financieringsvorm? Hoe zag de financiële positie van deze bedrijven er uit?
 - c. Waarom heeft dit deel van het mkb gebruik gemaakt van achtergestelde leningen in plaats van andere vormen van externe financiering?
3. Is er sprake van een impact waarbij achtergestelde leningen meer externe financiering voor het (klein) mkb stimuleren? Dat wil zeggen: zal een mkb-er financiering verkrijgen die zonder voorafgaande achtergestelde financiering niet was verkregen en valt hier een (kwantitatieve) inschatting van te maken?
 - a. Wat zijn de belangrijkste redenen hiervoor en hoe verhoudt deze impact zich tot andere (meest gebruikte) vormen van externe financiering?
4. Welk deel van de startups heeft zich in de periode 2018-2023 georiënteerd op de mogelijkheden van aandelenkapitaal in hun zoektocht naar externe financiering?
 - a. Wat was de achtergrond van dit deel van de startups dat zich oriënteerde op aandelenkapitaal (sector, grootte, leeftijd)?
 - b. Hoe zag hun financiële positie er uit? Wat was hun solvabiliteit, liquiditeit, productiviteit en wat was de omvang van het financieringsbedrag dat zij zochten?
 - c. Waarom oriënteert dit deel van het mkb zich op aandelenkapitaal in plaats van andere vormen van externe financiering?
5. Welk deel van de startups heeft in diezelfde periode daadwerkelijk gebruik gemaakt van aandelenkapitaal om in hun externe financieringsbehoefte te voldoen?

- a. Wat was de achtergrond van dit deel van de startups dat gebruik maakte van achtergestelde leningen (sector, grootte, leeftijd)?
 - b. Hoe verhoudt dit zich tot het deel dat zich oriënteerde op deze financieringsvorm? Hoe zag de financiële positie van deze bedrijven er uit?
 - c. Waarom heeft dit deel van de startups gebruik gemaakt van aandelenkapitaal in plaats van andere vormen van externe financiering?
6. Is er sprake van een impact waarbij aandelenkapitaal meer externe financiering voor startups stimuleren? Dat wil zeggen: zal een startup financiering verkrijgen die zonder voorafgaande financiering niet was verkregen en valt hier een (kwantitatieve) inschatting van te maken?
 - a. Wat zijn de belangrijkste redenen hiervoor en hoe verhoudt deze impact zich tot andere (meest gebruikte) vormen van externe financiering?

Deelvragen deel 2 van het onderzoek (analyseren en toetsen van beleidsopties)

7. Hoe zien de beleidsopties er op hoofdlijnen uit (doel, doelgroep, looptijd, omvang, uitvoering)?
8. Wat is de werking en hoe zien de voor- en nadelen van de instrumenten eruit (waarbij rekenschap wordt gegeven van de doelgroep startups).
9. Hoe worden de kosten van de instrumenten (uitvoering, beheer) ingeschat en hoe zullen deze zich verhouden tot de maatschappelijke baten?
10. Kan een fiscale maatregel er toe leiden dat meer middelen (spaargelden) vrijkomen voor mkb en startup financiering (doeltreffendheid)? Valt hier een inschatting van te maken? Hoe verhouden de extra vrijgekomen middelen zich tot de budgettaire kosten van de regeling (doelmatigheid)?
11. Wat zijn lessen die kunnen worden getrokken uit eerdere ervaringen met soortgelijke fiscale regelingen en fondsen en uit vergelijkbare internationale voorbeelden?

Deelvragen deel 3 van het onderzoek (verhouding van instrumenten tot financieringslandschap en andere beleidsinstrumenten)

12. Hoe verhouden genoemde instrumenten zich tot het bestaande private financieringslandschap en publieke financieringsinstrumentarium? Is er voor wat betreft het publiek financieringsinstrumentarium sprake van overlap, substitutie of complementariteit?
13. Aan welke ontwerpcriteria zou met het oog op maximale effectiviteit/complementariteit en minimale overlap elke beleidsoptie moeten voldoen mocht beslist worden deze optie in te voeren?
14. Zijn er naast een fonds of fiscale stimulering, andere (en mogelijk betere) mogelijkheden om (achtergestelde) financiering te stimuleren?

Bijlage 2. Overzicht interviewrespondenten en gesproken personen

Organisatie	Naam
Rabobank, ING, NVB, ABN AMRO (leden van NVB-werkgroep MKB)	Cris van Arkelen, Pieter Bosman, Mariska Kooij, Liesbeth Pörtzgen, Peter Smit, Carl van Tilburg.
VNO-NCW MKB-Nederland	Kasper Buiting
Cradle	Jelle Prins
NP-Hard Ventures	Anke Huiskes
DNB	Norbert de Roij van Zuïdewijn, Guus Brouwer, Thomas Zaaijer.
Belastingdienst	Bas Elema
CROP	Herber Blokland
Invest-NL	Floris van Leeuwen, Remco van Montfoort
BOM, OostNL	Marc Jansen, Freek Welling
Stichting MKB-financiering	Ronald Kleverlaan
CPB	Sander Lammers
Hogeschool Utrecht	Lex van Teeffelen
Dutch Startup Association	Lucien Burm, Hendrik-Jan Overmeer
EIF	Norbert Fillekes
Ministerie van Financiën, Ministerie van Economische Zaken	Niels van Kemenade, Jan Peters
Qredits	Roy Spit
RVO	Rein van Erp, Natascha Szilágyi, Lodewijk van der Vegt, Fikria El Abbouri, Mark Lagendijk.
PMV	Peter Sleeckx
Tilburg University	Stan Stevens
Techleap	Christian van der Woude, Myrthe Hooijman
Ministerie van Economische Zaken	Anique ter Braake, Jan Dexel, Jan Willem Roell, Lucien Vijverberg
NVP	Felix Zwart, Juul Vaandrager

Organisatie	Naam
	Andy Shannon
Ministerie van Financiën	Abraham Miro
FundIQ	Joost Buchner
EIF	Bjorn Tremmerie
SECFI	Frederik Mijnhardt
Deeploy	Tim Kleinloog
Startup Fountain	Friso Smid
Aegon Asset Management	Jieyun Lian
Business Angel Netwerken Nederland	Keith Wallace

Bijlage 3. Analyse CBS Financieringsmonitor

In dit onderzoek hebben we gebruik gemaakt van de microdata van de CBS Financieringsmonitor (zie [\[cbs.nl\]](https://www.cbs.nl) voor de documentatie vanuit het CBS). De Financieringsmonitor is een enquête die jaarlijks (van 2018 tot en met 2023) vanuit het CBS is uitgezet onder bedrijven.

Populatie

De primaire populatie van deze enquête is het mkb in de business economy in Nederland. Dit zijn in Nederland gevestigde bedrijven (bedrijfseenheden) met minder dan 250 werkzame personen in de SBI's B tot en met L (exclusief SBI K) en SBI 95. Deze eigenschappen heeft het CBS aan deze respondenten toe kunnen kennen op basis van registerdata over bedrijven (zoals het ABR (Algemeen bedrijven register)). Waar wij in dit onderzoek cijfers uit de Financieringsmonitor rapporteren over het mkb, dan houden wij daar ook die bovenstaande afbakening aan. De cijfers over startups zijn daarentegen zelf-gerapporteerd door de respondenten.

Enquête

Aangezien de Financieringsmonitor een enquête is, zijn de uitkomsten gebaseerd op een steekproef uit de algehele populatie. Dit is in tegenstelling tot registerdata, waarbij de data vaak wel bijna de gehele populatie beslaat. Om de uitkomsten alsnog te kunnen vertalen naar de algehele populatie, kent het CBS een gewicht toe aan iedere respondent. Dit gewicht wordt berekend aan de hand van werkgelegenheid, gestratificeerd naar bedrijfstak, grootteklasse en bedrijfsleeftijd.

Voor de resultaten over het mkb gebruiken wij dit gewicht om de resultaten representatief te maken voor de algehele populatie aan het mkb (in de business economy) in Nederland. Hiermee komen wij in 2023 op basis van 4.095 respondenten uit het mkb op een aantal van 280.225 bedrijven uit het mkb in de business economy in Nederland. Voor startups doen we dit echter niet, aangezien de steekproef en de gewichten daar niet op zijn geijkt. De resultaten die we rapporteren over startups gaan dus over het aandeel startups met een bepaald antwoord binnen de groep aan startup-respondenten. In 2023 had de Financieringsmonitor 359 respondenten die zich als startup zagen.

Financieringsvormen

De behoefte naar financiering brengen we in kaart door te kijken naar de specifieke financieringsvorm waar een bedrijf zich op heeft georiënteerd. In het geval van het mkb kijken we naar achtergestelde leningen (B2.VormVV.AchtergesteldeLening). Voor startups kijken we naar de vormen van financiering middels eigen vermogen (B2.VormEV, specifiek de categorieën: business angel, durfkapitaal, informele investeringen, intern eigen vermogen, participatiemaatschappijen, participatiebedrijven en anders eigen vermogen).

Om een beeld te vormen van hoeveel bedrijven uiteindelijk ook gebruik hebben gemaakt van de vorm van financiering hebben we gebruik gemaakt van twee verschillende vragen:

1. De eerste vraag gaat over het aandeel van het financieringsaanvraagbedrag dat er middels die vorm van financiering zou worden ingevuld. Dit gaat enkel over de meest recente financieringsaanvraag die door het bedrijf in dat jaar is gedaan. Voor het mkb gebruiken we B3.AanvraagVormVV.AchtergesteldeLening. Voor startups gebruiken we de vormen crowdfunding, business angels, durfkapitaal, informele investeringen en overig, die vallen onder B3.AanvraagVormEV. De opzet van de financieringsmonitor gebruikt hier helaas niet exact dezelfde vormen als voor de oriëntatievraag.
2. De tweede vraag die we hier gebruiken gaat over of het bedrag van de meest recente financieringsaanvraag volledig is toegekend (B3.SuccesAanvraag). Een respondent kan hier naast “geheel niet” en “volledig” ook kiezen voor “deels”. Bij “deels” is er vervolgens niet uitgevraagd voor welke financieringsvormen het wel is gelukt. Daarom maken we hier enkel van de categorie “volledig” gebruik.



Onderzoek voor *onderbouwd* beleid.

Dialogic innovatie & interactie

Hooghiemstraplein 33

3514 AX Utrecht

030-2150580

www.dialogic.nl