

Kapitaal als knelpunt voor de koplopers van morgen

Een empirisch onderzoek naar knelpunten in financiering van startups en de potentie van fiscale stimulering van angel investeerders



Kapitaal als knelpunt voor de koplopers van morgen

Een empirisch onderzoek naar knelpunten in financiering van startups en de potentie van fiscale stimulering van angel investeerders

Het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat heeft Golden Egg Check B.V. de opdracht gegeven dit rapport op te stellen.

Amersfoort, april 2026

Thomas Mensink
Maud Vermeulen
Lucía Meseguer
Anna Dyachenko

DISCLAIMER: Dit rapport is door Golden Egg Check opgesteld in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat ("EZK"). Golden Egg Check geeft derde partijen niet het recht om op het rapport te mogen vertrouwen en wijst iedere verantwoordelijkheid, zorgplicht en/of aansprakelijkheid (contractueel, op basis van onrechtmatige daad (inclusief nalatigheid) of anderszins) jegens andere partijen dan EZK in verband met het rapport af.



Samenvatting

Dit rapport onderzoekt de financieringsproblematiek voor startups in Nederland in de vroege fase, die in deze markt als “pre-seed” en “seed” fases worden aangeduid. Het doel van dit onderzoek is om de knelpunten in de vroege fase van startupfinanciering in Nederland te identificeren en te onderzoeken hoe investeringen van angel investeerders (vermogende particulieren die hun eigen kapitaal investeren) in deze fase bevorderd kunnen worden. Dit is het eerste onderzoek dat middels een survey experiment het effect van een fiscale stimulans voor Nederlandse angel investeerders onderzoekt.

Belangrijkste bevindingen

1. Toegang tot vroege fase kapitaal is de dominante groeibarrière

Een ruime meerderheid van de startups (77,7%) ervaart beperkte toegang tot financiering als belangrijkste belemmering voor hun groei. Trajecten om kapitaal op te halen duren bij meer dan de helft van de startups langer dan zes maanden en investeringsrondes worden regelmatig onder het beoogde bedrag gesloten. Veel startups stellen hierdoor groeiplannen uit of schalen deze terug. Angel investeerders (particuliere investeerders die met eigen vermogen investeren in startups) zijn in vroege fases een belangrijke financieringsbron en worden daarnaast ook sterk gewaardeerd om hun niet-financiële bijdrage, zoals kennis, netwerk en strategische begeleiding. Het knelpunt zit in de beschikbaarheid en toegankelijkheid van kapitaal, en de snelheid en risicobereidheid van investeerders.

2. Risico, onzekerheid en fiscale overwegingen beperken angel-investeringen

Vanuit het perspectief van angels vormt het hoge risicoprofiel en onzekerheid over exits en marktomstandigheden het belangrijkste knelpunt: 45,6% van de angels vindt dat het verwachte rendement het hoge risico en de langdurige illiquiditeit (vaak ~10 jaar) onvoldoende compenseert. Angels investeren wel, maar beperken hun blootstelling door een vaste inleg en een maximumaantal investeringen per jaar. Ze schalen hun activiteiten zelden op naar meer investeringen of grotere bedragen. Een aanzienlijk deel van de angels (39,9%) geeft aan dat onzekerheid over rendement, exits en vervolffinanciering hun investeringsvolume in startups structureel begrenst. Daarnaast spelen fiscale en regulatoire randvoorwaarden een rol: een substantieel deel van de angels geeft aan dat een fiscale stimulans hun bereidheid om meer in Nederlandse startups te investeren zou vergroten. Angels beoordelen de kwaliteit en het verwachte rendement van Nederlandse startups gemiddeld (statistisch significant) lager dan dat van internationale investeringsalternatieven. Daarnaast wordt investeren in Nederlandse startups door veel angels als te risicovol gezien voor de verwachte opbrengsten. Tegelijkertijd geeft circa een derde van de angels aan dat het aantal kwalitatief sterke en voldoende volwassen, schaalbare startups in Nederland beperkt is.

3. Nederland kent kleinere en minder vroege-fase rondes dan benchmarklanden

Het Nederlandse ecosysteem presteert op het gebied van financiering in de vroege fase minder dan relevante benchmarklanden (Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk en Zweden). De internationale benchmark laat zien dat Nederland per 1.000 startups minder investeringsrondes in de vroege fase kent dan de benchmarklanden, en dat de mediane omvang van deze rondes lager ligt dan in bijvoorbeeld Frankrijk en Duitsland. Hoewel geen causale conclusies kunnen worden getrokken, suggereert de vergelijking dat landen met gerichte en fase-specifieke fiscale instrumenten (zoals het Verenigd Koninkrijk en Duitsland) een grotere omvang en dynamiek in



hun angel-ecosysteem kennen. Dit zorgt ervoor dat Nederlandse startups al in het begin een achterstand oplopen ten opzichte van concurrenten in andere landen.

4. Experimentele toetsing wijst op een positief effect van fiscale stimulans

In het onderzoek is een survey experiment uitgevoerd onder 136 angels om het effect van een hypothetische fiscale stimulans, die door het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat is opgesteld, te toetsen. De respondenten werd gevraagd om 865.000 euro te verspreiden over verschillende investeringsklassen. Deze respondenten werden willekeurig ingedeeld in twee groepen: een groep met een fiscale regeling voor investeringen in startups, en een controlegroep zonder fiscale regeling. Angels met een fiscale stimulans alloceren gemiddeld 47% meer aan Nederlandse startups (176.532 euro) dan de controlegroep (120.224 euro). Dit verschil is statistisch significant. Deze significantie blijft bestaan na controle voor achtergrondkenmerken zoals ervaring en inleg van de angel. Wanneer we in een later deel van de survey hier direct naar vragen geeft 79,4% van de angels aan dat aantrekkelijke fiscale stimulansen de meest effectieve stimulans zouden zijn om hun jaarlijkse investeringsvolume in startups te verhogen.

Overkoepelende conclusie

De Nederlandse vroege-fase financieringsmarkt wordt gekenmerkt door een combinatie van relatief lage risicobereidheid door angels, beperkte schaal van investeringen, netwerkhankelijkheid en minder concurrerende fiscale randvoorwaarden ten opzichte van andere Europese landen. Vergeleken met een aantal internationale 'peers' zijn vroege-fase rondes in Nederland kleiner, en komen ze relatief minder vaak voor. Dit kan een verklaring zijn voor de bevinding dat Nederlandse startups relatief veel moeite hebben met het ophalen van kapitaal bij investeerders ("fundraisen") in de vroege fase; het duurt lang en ze halen vaak niet het bedrag op dat ze zoeken. Het logische gevolg hiervan is dat startups kostbare tijd en focus verliezen aan langdurige fundraising. De daaruit voortvloeiende vertraging en kapitaalbeperking brengt 'opportunity costs' met zich mee voor individuele startups en voor het bredere innovatie-ecosysteem, wat startups direct schaadt in een internationale markt waarin snelheid en schaal doorslaggevend zijn.

Een gerichte fiscale stimulans kan de investeringsbereidheid van angels in startups significant verhogen en de internationale concurrentiepositie van het Nederlandse ecosysteem versterken.

Belangrijkste beperkingen

Dit onderzoek is uitgevoerd binnen een korte doorlooptijd en met een beperkte steekproef (o.a. 7 interviews en 136 enquêterespondenten), waardoor de resultaten als indicatief moeten worden geïnterpreteerd en niet volledig generaliseerbaar zijn naar de gehele populatie van angels. Daarnaast kunnen selectiebias (via bestaande netwerken), zelfrapportage en de experimentele opzet (hypothetische scenario's en mogelijke framing-effecten) de uitkomsten hebben beïnvloed. Ook de internationale benchmark kent beperkingen doordat angel-investeringen vaak niet volledig worden geregistreerd, waardoor vergelijkingen mogelijk een onderschatting geven van de werkelijke markt.



Inhoudsopgave

Samenvatting	3
Belangrijkste bevindingen	3
Overkoepelende conclusie	4
Belangrijkste beperkingen	4
Inhoudsopgave	5
1. Inleiding	7
1.1 Aanleiding en achtergronden	7
1.2 Eerder onderzoek	8
1.3 Doelstelling van het onderzoek	9
1.4 Onderzoeksvragen	9
1.5 Onderzoeksteam	10
2. Onderzoeksopzet	11
2.1 Interviews	11
2.2 Enquête startup ondernemers	12
2.3 Enquête angels	15
2.4 Benchmarking	21
3. Resultaten: knelpunten vanuit het perspectief van startups	22
3.1 Belangrijkste knelpunten vanuit startup perspectief	22
3.2 Internationale vergelijking	29
3.3 Opportunity costs voor Nederlandse startups	30
3.4 Conclusies knelpunten in het Nederlandse ecosysteem	31
4. Resultaten: knelpunten vanuit het perspectief van angels	32
4.1 Knelpunten vanuit angels	32
4.2 Conclusies knelpunten voor angels	36
5. Het verwachte effect van een fiscale stimulans	37
5.1 Context voor de experimentele toetsing van fiscale stimulans	37



5.2 Experimentele toetsing van fiscale stimulans.....	37
5.3 Potentiële impact van fiscale stimulans.....	39
6. Bevindingen en conclusies	40
6.1 Belangrijkste conclusies	40
6.2 Beperkingen van het onderzoek	40
6.3 Suggesties voor verder onderzoek.....	42
7. Bijlagen	43
I Belangrijkste rapporten en bronnen	44
II Volledige vragenlijst angel-enquête.....	45
III Volledige resultaten angel-enquête.....	60
IV Volledige vragenlijst startup-enquête	80
V Volledige resultaten startup-enquête.....	95
VI Interviewgids vragen.....	108
VII Overzicht geïnterviewden.....	110
VIII Fiscale stimulansen in benchmarklanden	111



1. Inleiding

1.1 Aanleiding en achtergronden

Startups in de risicovolle vroege fase ('pre-seed' en 'seed'¹) hebben een uitdaging in het vinden en aantrekken van kapitaal. In deze fase zijn angels² een belangrijke katalysator voor de groei van startups. Door hun kapitaal, maar ook vanwege hun netwerk en expertise.

Het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (hierna: "EZK") zet diverse instrumenten, zoals Seed Capital en Vroege Fase Financiering, in om durfkapitaal in Nederland te bevorderen. Uit een recente meta-evaluatie van het durfkapitaal-instrumentarium blijkt dat de bestaande overheidsinstrumenten over het algemeen goed functioneren.³ Tegelijkertijd laat deze evaluatie zien dat de mobilisatie van privaat kapitaal in de vroege fase, ondanks deze instrumenten, nog steeds suboptimaal is en dat er sprake is van een financieringsgat. Met name bij het activeren van (nieuwe) angel investeerders liggen nog aanzienlijke kansen.

Zowel vanuit de politiek als vanuit ondernemersorganisaties klinkt de oproep om een fiscale stimuleringsregeling voor individuele angels te verkennen⁴, vergelijkbaar met regelingen in landen als het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk. Deze oproep sluit aan bij bredere Europese en nationale ambities. In de Kamerbrief *Kabinetsinzet Kapitaalmarktunie* wordt gewezen op de onvoldoende mobilisatie van Nederlands privaat vermogen⁵.

Het in 2024 verschenen rapport van Mario Draghi over de toekomst van de Europese concurrentiekracht benadrukt expliciet dat een versnelling van de Kapitaalmarktunie en betere toegang tot early-stage risicokapitaal – met name via angels – essentieel is om de technologische en economische achterstand van Europa op de Verenigde Staten en China weg te werken⁶.

Ook in het Rapport Wennink uit 2025 wordt geconstateerd dat "risicodragend kapitaal onmisbaar [is] in de start- en scale-up fases van hoogtechnologische bedrijven", maar tegelijkertijd dat "de Nederlandse durfkapitaalmarkt [achterblijft] bij die van bijvoorbeeld de VS, Zweden, Singapore en Israël".⁷ Relevante aanbevelingen uit dit rapport zijn gericht op het versterken van het Nederlandse durfkapitaal-ecosysteem en het creëren van een stabiel en stimulerend fiscaal stelsel, onder andere door de expertise in de markt te vergroten door middel van een 'ondernemers voor ondernemers' herinvesteringsregeling.

Naar aanleiding van de motie De Jong c.s.⁸ heeft Dialogic in 2025 een verkennend onderzoek uitgevoerd naar de haalbaarheid en kosten van een mogelijke fiscale regeling voor angels in Nederland⁹. Dat onderzoek richtte zich

¹ Er zijn geen eenduidige (wetenschappelijke of marktconforme) definities van wat precies een 'pre-seed' of 'seed' fase of ronde is. Er zijn definities die uitgaan van de ontwikkelingsfase van het bedrijf, maar die zijn lastig te objectiveren en schaalbaar te maken. Andere definities zijn gebaseerd op de omvang van de rondes, in Nederland doorgaans maximaal 1-2 miljoen euro voor pre-seed en 5-6 miljoen euro voor seed. In dit rapport hanteren we geen strikte definities van 'pre-seed' en 'seed', tenzij anders aangegeven (bijvoorbeeld in de internationale vergelijking in hoofdstuk 3.2).

² In dit rapport zullen wij 'business angels' (ook wel 'informal investors' of 'angel investeerders') in veel gevallen afkorten tot 'angels'. Het gaat in deze context om vermogende particulieren die in startups (overwegen te) investeren.

³ KplusV (2024), *Meta-evaluatie risicokapitaalinstrumentarium*

⁴ Motie Dassen/Martens-America. Kamerstuk 21501-30-642, <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/moties/detail?id=2025Z09312&did=2025D21433>

⁵ <https://open.overheid.nl/documenten/b8136a9b-c24a-4d93-9366-4e502753080b/file>

⁶ Draghi (2024), *The future of European competitiveness*

⁷ Rapport Wennink (2025), *De route naar toekomstige welvaart*

⁸ <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/moties/detail?id=2023Z17056&did=2023D41574>

⁹ Dialogic (2025), *Onderzoek stimulering risicodragend kapitaal voor het mkb en startups*



vooral op de budgettaire gevolgen voor de Staat en op ontwerpvragestukken. EZK constateert echter dat er nog onvoldoende kwantitatieve en kwalitatieve data beschikbaar zijn over twee cruciale aspecten:

1. Het daadwerkelijke verloop en de knelpunten van investeringsrondes in de vroege fase, met name met betrekking tot de betrokkenheid van angels – zowel individueel als via angel-syndicaten.
2. Het investeringsgedrag en de besluitvorming van Nederlandse angels: waarom investeren zij wel of niet in Nederlandse startups, hoe verhoudt venture capital zich als asset class tot alternatieve beleggingen (zoals vastgoed of beursgenoteerde aandelen), en zou een fiscale stimulans hen ertoe kunnen bewegen significant meer in vroege-fase startups te investeren?

Dit onderzoek sluit direct aan bij deze twee openstaande aspecten en beoogt met een combinatie van deskresearch, semi-gestructureerde interviews en enquêtes (inclusief een survey experiment) onder zowel ondernemers als angels data en inzicht te bieden over de knelpunten die startups ondervinden bij het aantrekken van durfkapitaal (“fundraisen”) en angels bij het investeren in startups, en het mogelijke effect van een fiscale stimulans op de beschikbaarheid van kapitaal in de vroege fase.

1.2 Eerder onderzoek

Recente Nederlandse onderzoeken en studies tonen aan dat de beschikbaarheid van risicodragend kapitaal voor vroege-fase startups in Nederland structureel beperkt is.¹⁰ Dit is het geval ondanks de aanwezigheid van diverse publieke en private financieringsinstrumenten zoals de Seed Business Angel-regeling (‘SBA’)¹¹, waarmee de investering van groepen angels via een hybride lening wordt verdubbeld. Het financieringsgat manifesteert zich met name in de vroege fasen van startup-ontwikkeling, waar traditionele en institutionele financiers, inclusief banken en venture capital fondsen (‘VCs’), terughoudend zijn vanwege hoge onzekerheid, beperkte trackrecords en het ontbreken van zekerheden¹². In deze fase spelen angels een belangrijke rol door het combineren van kapitaal met kennis en netwerken, maar hun inzet blijkt onvoldoende om de totale financieringsbehoefte te dekken¹³.

Er is geen eenduidige data beschikbaar over hoeveel angels er in Nederland actief investeren in startups¹⁴ en hoeveel deals er plaatsvinden met betrokkenheid van angels. Een substantieel deel van angel-investeringen vindt plaats buiten het zicht van beschikbare databronnen, wat het lastig maakt om de omvang van de markt en de mate van onvervulde vraag nauwkeurig vast te stellen. Uit data van het Quarterly Startup Report consortium¹⁵ blijkt in ieder geval dat het aantal durfkapitaal-investeringen in Nederlandse startups een vlucht heeft genomen van 255 investeringen in 2018 naar 417 investeringen in 2023 en daarna is gezakt tot 343 in 2024 en 349 in 2025¹⁶. Het aantal investeringen tot 1 miljoen euro was in 2024 en 2025 weliswaar lager dan de jaren ervoor (65 versus bijvoorbeeld 104 in 2023), maar ten opzichte van het totale aantal investeringen zijn de deals tot 1 miljoen euro redelijk constant gebleven rond 20%. Tegelijkertijd toont onderzoek van GEC uit 2021 aan dat de betrokkenheid van venture capital fondsen in de rondes tot 1 miljoen euro in de periode van 2018 tot 2021 significant is gedaald:

¹⁰ O.a. KplusV (2020), *Risicokapitaal in de Vroege Fase*; PwC (2022), *Het onbenut potentieel in de financiering van startups*; KplusV (2024), *Meta-evaluatie risicokapitaalinstrumentarium*; Rapport Wennink (2025), *De route naar toekomstige welvaart*

¹¹ Zie <https://www.rvo.nl/subsidies-financiering/seed-business-angel>

¹² PwC (2022), *Het onbenut potentieel in de financiering van startups*

¹³ Dialogic (2025), *Onderzoek stimulering risicodragend kapitaal voor het mkb en startups*

¹⁴ Op basis van onze schattingen, zie onderbouwing in hoofdstuk 5.3, denken wij dat er in Nederland 1.000 tot 3.000 actieve angels zijn die in startups investeren.

¹⁵ In dit consortium zitten, naast Golden Egg Check, ook Dutch Startup Association, Dealroom.co, Dealroom.co, KPMG, de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM’s), de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP), Invest-NL en Techleap

¹⁶ Quarterly Startup Report (2026), *Dutch startups raised almost €2.6 billion last year, making 2025 the third best year ever*



van 21,3% tot 8,5%¹⁷. Dit geeft aan dat venture capital fondsen steeds minder actief zijn in de vroege fase, wat kan leiden tot een vergroting van het financieringsgat in deze fase als andere type investeerders, zoals regionale ontwikkelingsmaatschappijen en angels, hier niet extra instappen.

Tot slot laten de studies zien dat kapitaal alleen onvoldoende is om het vroege-financieringsprobleem te adresseren¹⁸. De effectiviteit van angel-financiering hangt sterk samen met actieve betrokkenheid, kennis en ervaring van investeerders, alsmede de mogelijkheid voor startups om toegang tot hen te krijgen. Dit zijn aspecten die in macrodata beperkt zichtbaar zijn en die de relevantie onderstrepen van aanvullend empirisch onderzoek op investeerdersniveau.

1.3 Doelstelling van het onderzoek

In opdracht van EZK onderzoekt dit rapport welke financieringskelpunten startups ondervinden in de vroege fase. Daarnaast onderzoekt het rapport de knelpunten vanuit de investeerderskant, met een focus op Nederlandse angels, omdat uit onderzoek blijkt dat zij een belangrijke factor zijn in de vroege fase.

Het onderzoek richt zich primair op het verkrijgen van empirisch inzicht in de aard van deze knelpunten en de factoren die investeringsbeslissingen van angels beïnvloeden. Er is een combinatie van kwalitatieve en kwantitatieve methoden toegepast, bestaande uit diepte-interviews, enquêtes onder Nederlandse angels en ondernemers, en een experimentele toetsing van een mogelijke beleidsmaatregel opgesteld door EZK. De internationale benchmark dient ter contextualisering van de empirische bevindingen en om te verkennen hoe andere landen vergelijkbare knelpunten hebben geadresseerd.

Het primaire doel van dit onderzoek is tweeledig:

1. Het identificeren en duiden van knelpunten in de vroege fase financiering van Nederlandse startups door angels;
2. Diepgaand inzicht verkrijgen in de investeringsbeslissingen van Nederlandse angels - zowel actieve als latente investeerders - en identificeren in hoeverre een fiscale beleidsmaatregel potentieel kan bijdragen aan het mobiliseren van meer kapitaal en expertise voor vroege-fase startups.

De uitkomsten van het onderzoek vormen geen beleidsadvies maar zullen empirische input leveren voor de beleidsvorming van EZK, met name rond de vraag of een fiscale regeling voor individuele angels in Nederland effectief kan worden vormgegeven.

1.4 Onderzoeksvragen

Centrale onderzoeksvraag

De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek is als volgt:

Welke knelpunten ondervinden Nederlandse startups in de vroege fase, en op welke manier kunnen angels gestimuleerd worden bij het (overwegen om te) investeren in vroege-fase startups?

¹⁷ Golden Egg Check (2021), *Data-analyse: Uitdagingen en kansen voor startups in de vroege fase*

¹⁸ KplusV (2020), *Risicokapitaal in de Vroege Fase*; KplusV (2024), *Meta-evaluatie risicokapitaalinstrumentarium*



Deelvragen:

1. Welke knelpunten ondervinden Nederlandse vroege-fase startups bij het aantrekken van durfkapitaal?
2. Welke knelpunten ondervinden Nederlandse angels bij het (overwegen om te) investeren in vroege-fase startups, en wat weerhoudt ze ervan om meer te investeren in Nederlandse startups?
3. Wat is het verwachte effect op investeringen in Nederlandse vroege-fase startups bij invoering van een fiscale stimulans?
4. Welke financiële stimulansen hebben geselecteerde benchmarklanden ingevoerd om angels te stimuleren meer te investeren in vroege-fase startups, en wat is de effectiviteit hiervan?

1.5 Onderzoeksteam

Het onderzoek is geleid en uitgevoerd door Golden Egg Check (hierna: “GEC”)¹⁹. Sinds 2015 is GEC actief in het Nederlandse startup-ecosysteem om startups te helpen met het ophalen van durfkapitaal. GEC beschikt over een uitgebreid netwerk van startup-ondernemers en angels, wat ons in staat stelt om de beoogde doelgroep van dit onderzoek direct en gericht te bereiken, bijvoorbeeld door de enquête via dit netwerk te verspreiden en daarmee de respons te verhogen.

GEC heeft ook expertise in het uitvoeren van analyses over durfkapitaal in Nederland, onder andere via de Quarterly Startup Report waar GEC verantwoordelijk is voor het verzamelen, analyseren, interpreteren en presenteren van financieringsdata. Sinds 2022 is GEC ook actief als venture capital fonds in de pre-seed en seed fase. Hoewel GEC deze vroege-fase markt goed kent, heeft het als venture capital fonds geen direct belang bij de uitkomsten van dit onderzoek naar stimulansen voor angel investeerders.

Felix Zwart, Head of Research bij de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (“NVP”), is bij het onderzoek betrokken geweest als onderzoeksbegeleider, meelezer en inhoudelijk adviseur voor de onderzoeksopzet en interpretatie van de resultaten.

Het Behavioural Insights Team (“BIT”) van EZK heeft ondersteund bij de onderzoeksopzet, met name om de gedragselementen in het experiment zorgvuldig en professioneel op te zetten, en de data-analyse.

Tot slot heeft José Navarro, Data & AI analyst bij ScoutinScience, geadviseerd bij de technische statistische analyses van de onderzoeksdata.

Dit onderzoek is uitgevoerd tussen oktober 2025 en februari 2026.

¹⁹ Meer informatie op <https://goldeneggcheck.com/>



2. Onderzoeksopzet

Dit onderzoek combineert een aantal onderzoeksmethoden om inzicht te verkrijgen in de knelpunten van startups en angels in vroege fase financiering, in de investeringsbeslissingen van angels en het effect van een fiscale stimulans op het potentieel mobiliseren van kapitaal in de vroege fase. Door verschillende databronnen en methoden te combineren wordt beoogd een zo volledig mogelijk beeld te schetsen van de financieringsmarkt in Nederland.

De vier pijlers van dit onderzoek zijn:

1. Kwalitatief onderzoek via semi-gestructureerde diepte-interviews met ondernemers, angels en (internationale) experts;
2. Kwantitatief onderzoek via twee verschillende enquêtes, ingevuld door ondernemers en angels;
3. Experimentele toetsing (survey experiment) van een fiscale stimulans onder angels;
4. Internationale benchmarking van fiscale stimulansen en de effectiviteit ervan.

2.1 Interviews

In de eerste fase van het onderzoek zijn semi-gestructureerde diepte-interviews afgenomen met zowel Nederlandse vroege-fase startups, angels, internationale experts en advocatenkantoren met een specialisatie in durfkapitaal. Deze interviews hebben als doel om inzicht te verkrijgen in de ervaren knelpunten bij het aantrekken en verstrekken van financiering, en om factoren te identificeren die een rol spelen in deze investeringsbeslissingen. De gesprekken zijn geanalyseerd aan de hand van thematische codering, waarbij patronen en terugkerende thema's zijn geïdentificeerd. Deze patronen vormden de basis voor het kwantitatieve onderzoek; de enquêtes.

Het kwalitatieve onderzoek bestaat uit in totaal 19 semi-gestructureerde interviews. Alle interviews duurden ongeveer 45 minuten, werden digitaal gevoerd en na toestemming opgenomen en getranscribeerd. De anonimiteit van de respondenten is gewaarborgd om openheid en betrouwbaarheid van de antwoorden te bevorderen.

Deelnemers interviews

De respondenten zijn geselecteerd op basis van hun directe betrokkenheid bij vroege-fase financiering en hun ervaring met investeringsbeslissingen. Daarbij is gestreefd naar variatie in achtergrond, investeringservaring, sectorfocus en mate van activiteit, om een zo breed mogelijk perspectief te verkrijgen op de knelpunten.

- Angels: 7 interviews met angels, verschillende ticket groottes (het bedrag dat ze per investering doen) en ervaring. De groep bestaat voornamelijk uit (voormalig) ondernemers, aangevuld met respondenten met een achtergrond in private equity of het corporate domein. Qua opleidings- en werkachtergrond is er sprake van een sterke vertegenwoordiging van technische en exacte disciplines, waaronder technologie en natuurkunde, naast financieel georiënteerde profielen.
- VC-fondsen: 3 Nederlandse early-stage fondsen van verschillende grootte en focus.
- Ondernemers: 3 startups die recent een pre-seed of seed-ronde hebben opgehaald, daar momenteel mee bezig zijn, of die daarin onsuccesvol zijn geweest, in verschillende sectoren en financieringsfasen.
- Juristen: 2 juristen van de belangrijkste Nederlandse kantoren die regelmatig betrokken zijn bij venture capital- en early-stage-transacties
- Internationale experts: 4 internationale experts die betrokken zijn bij angel communities in het Verenigd Koninkrijk, Zweden, Nederland en Duitsland.



Interviewonderwerpen

Voor elke doelgroep en fase zijn specifieke interviewonderwerpen ontwikkeld. Belangrijke thema's die in deze gesprekken terugkwamen zijn:

- Ervaren knelpunten in het verstrekken van vroege fase financiering;
- Motieven om te investeren in vroege-fase startups;
- Risicoperceptie, rendementsverwachtingen en vergelijking met andere asset classes;
- Mate waarin angels investeren;
- Ontwikkelingen in de Nederlandse angel-markt in de afgelopen jaren;
- Potentieel effect van fiscale en niet-fiscale stimuleringsmaatregelen;
- Internationale best practices en lessen.

Analyse van de interviews

De analyse van de interviews is uitgevoerd via thematische analyse in Excel. Hierbij zijn de transcripties systematisch gecodeerd aan de hand van een codeboek. De thema's zijn:

1. Risico en onzekerheid;
2. Illiquiditeit en lange tijdshorizon;
3. Rendementsverwachting en portfolio-denken;
4. Fiscale behandeling en relatieve aantrekkelijkheid van startup-investeringen;
5. Toegang tot en kwaliteit van dealflow;
6. Kennis, ervaring en complexiteit van investeren;
7. Netwerk, vertrouwen en co-investeren (syndicates/lead investors);
8. Niet-financiële motivatie (betrokkenheid, innovatie, mentoring);
9. Rol van overheid en behoefte aan stimulering/risicodeling.

2.2 Enquête startup ondernemers

Aanvullend op de kwalitatieve interviews is een online enquête uitgezet onder Nederlandse startup-ondernemers. Het doel van deze enquête was het kwantificeren van de in de interviews geïdentificeerde knelpunten in het financieringsproces en het verkrijgen van inzicht in ervaringen met het ophalen van risicokapitaal.

Voor de enquête is gebruikgemaakt van Alchemer software²⁰.

Deelnemers startup-enquête

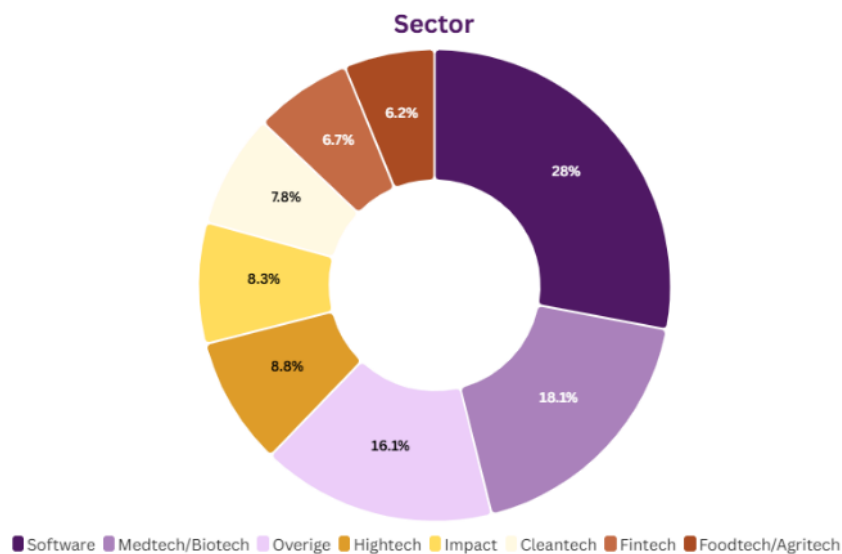
De doelgroep bestond uit Nederlandse startup-ondernemers. De enquête is verspreid via netwerken binnen het Nederlandse startup-ecosysteem, waaronder directe uitnodigingen via GEC en oproepen op LinkedIn vanuit de accounts van GEC, individuele teamleden en EZK. Deze gespecialiseerde kanalen hadden de beste kans op het bereiken van deze doelgroep.

Deelname aan de enquête was vrijwillig en anoniem. De startup-enquête is door **193 respondenten** volledig ingevuld.

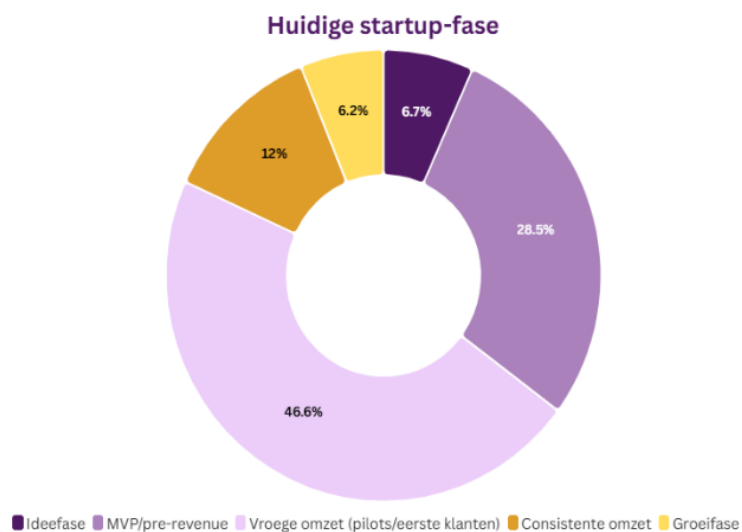
²⁰ Zie <https://www.alchemer.com/>



Qua sectoren zijn de respondenten verdeeld, met de meeste (28,0%) in Software (Figuur 1). Bijna de helft van de startups zitten in de fase dat ze vroege omzet genereren van klanten in de vorm van pilots of eerste klanten (Figuur 2), de fase die het meest geassocieerd wordt met 'pre-seed'.

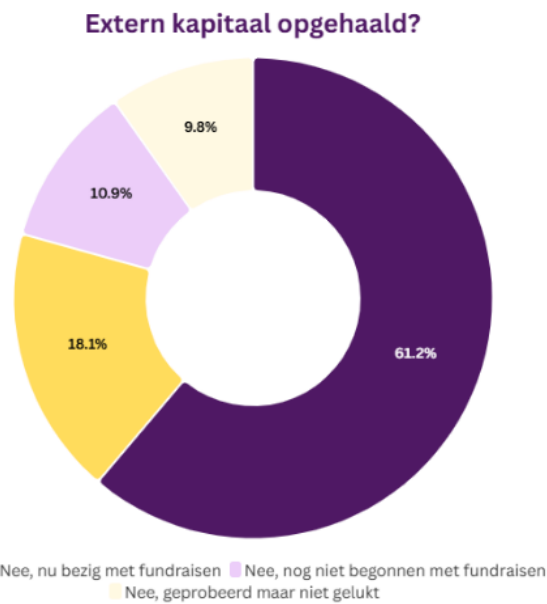


Figuur 1: De sector waarin de bedrijven zich bevinden (n=193)



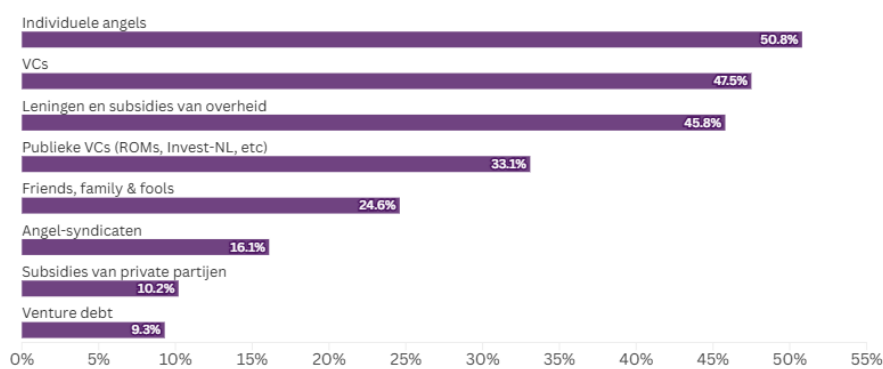
Figuur 2: De huidige fase waarin de bedrijven zich bevinden (n=193)

61,2% van de respondenten heeft extern kapitaal opgehaald (zie Figuur 3). De meesten haalden in dat geval geld op bij angels (50,8%), venture capital fondsen (47,5%) en/of de overheid in de vorm van innovatiekredieten en subsidies (45,8%)(Figuur 4).



Figuur 3: Verdeling van respondenten naar ervaring met het aantrekken van extern kapitaal (n=193)

Bron van externe financiering



Figuur 4: Bron van externe financiering indien de startup kapitaal heeft opgehaald (meerdere opties mogelijk, n=118)

Onderwerpen startup-enquête

De enquête is ontwikkeld in nauwe samenwerking met het Behavioural Insights Team (BIT) van EZK. De onderwerpen van de startup-enquête waren op hoofdlijnen:

- het profiel van de startup;
- de ervaren barrières voor groei
- fundraising ervaring en knelpunten
- Nederlandse vs. buitenlandse investeerders
- ervaringen met angels
- tijds- en kapitaalbehoefte
- mogelijke gevolgen voor bedrijfsontwikkeling

In bijlage IV is de startup-enquête in volledigheid toegevoegd.



2.3 Enquête angels

Naast de startup-enquête is een afzonderlijke online enquête uitgevoerd onder angels. Deze enquête had twee doelen:

1. Inzicht verkrijgen in investeringsgedrag, risicoperceptie en ervaren barrières bij investeringen in startups;
2. Toetsen of een fiscale stimuleringsmaatregel invloed heeft op de investeringsbeslissingen van angels.

De vragenlijst bestond derhalve uit twee onderdelen:

1. Vragen over investeringservaring, portfoliosamenstelling, voorkeuren en percepties van het Nederlandse startup-ecosysteem;
2. Een survey experiment waarbij door middel van een scenario het effect van een fiscale stimuleringsmaatregel is getoetst.

Deelnemers angel-enquête

136 Nederlandse angels hebben de enquête volledig ingevuld en afgerond. Dit is naar schatting circa 5-10% van de totale populatie van actieve angels in Nederland.²¹ Deelname aan de enquête was vrijwillig en anoniem.

De verspreiding van de angel-enquête is gedaan via:

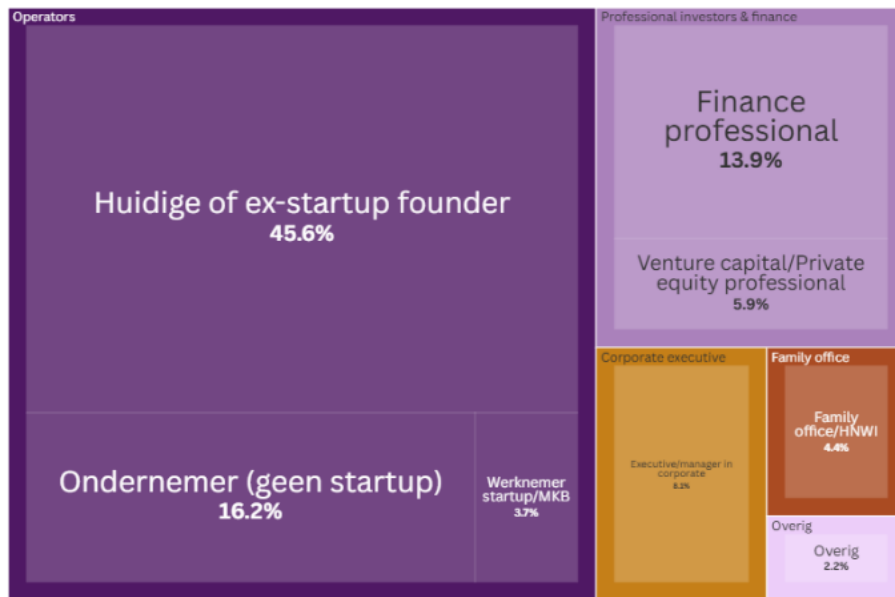
- Directe uitnodiging via netwerk van GEC;
- Samenwerking met Techleap, Arches Capital, Leapfunder, Dutch Startup Association, Startup Fountain, Oost NL, ROM Utrecht, Operator Exchange en andere angel-syndicaten en netwerkpartijen;
- Een aantal oproepen op LinkedIn vanuit het bedrijfsaccount van GEC, en door individuele teamleden van GEC en EZK.

Voorafgaand aan de analyse zijn de gegevens uit de angel-enquête opgeschoond, zodat uitsluitend de relevante doelgroep werd meegenomen. In totaal hebben 142 respondenten de survey ingevuld. Na opschoning van de incomplete observaties bleven 136 observaties over. Onder deze groep zijn respondenten die geen fiscaal inwoner van Nederland waren uit de dataset verwijderd. Daarnaast zijn waarnemingen van angels die nog nooit een investering hadden gedaan, in de afgelopen 24 maanden niet actief hadden geïnvesteerd, en/of niet van plan waren om in de komende 24 maanden te investeren, zijn uit de dataset verwijderd. Deze groep valt buiten de doelgroep waarop het experiment zich richt.

²¹ Zie hoofdstuk 5.3 voor een onderbouwing van de inschatting van de angelmarkt op 1.000-3.000 actieve angels.



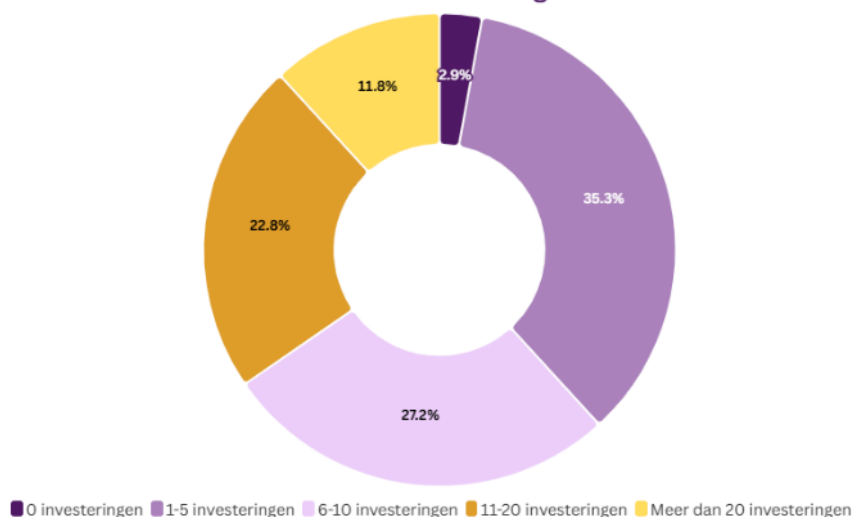
Type angel investeerder



Figuur 5: Type angels, gecategoriseerd naar belangrijkste groepen (n = 136)

De uiteindelijke steekproef bestaat uit investeerders met diverse achtergronden, waaronder (ex-) startup-oprichters, ondernemers, family offices en high net worth individuals (HNWI's), corporate executives en investment professionals (zie Figuur 5). Een aanzienlijk deel van de respondenten heeft reeds meerdere startupinvesteringen gedaan (Figuur 6). Tegelijkertijd heeft circa tweederde van de investeerders een portfolio van maximaal tien startups. Een dergelijke portfolio-omvang van directe angel investeringen aan de lage kant is om de inherente risico's van vroegefase-investeringen adequaat te spreiden als daar geen andere investeringen tegenover staan, bijvoorbeeld via investeringen in venture capital fondsen²².

Portfolio-omvang

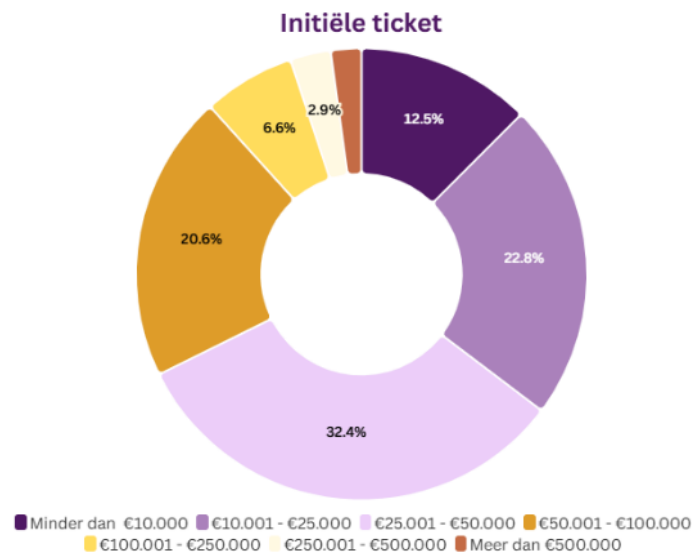


Figuur 6: Omvang van de portfolio qua aantal investeringen in startups n=136

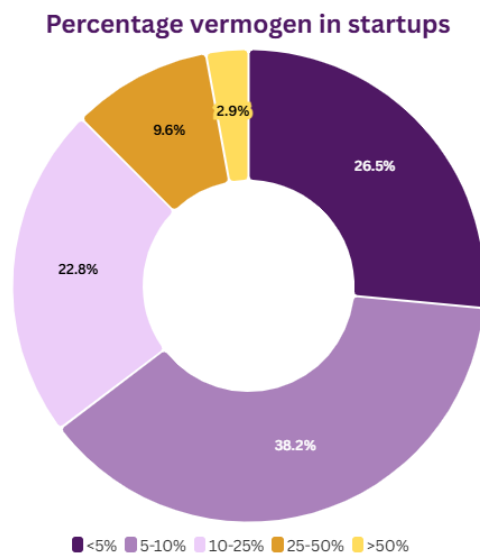
²² Zie bijvoorbeeld het onderzoek van AngelList over de relatie tussen portfolio-omvang en rendementen: <https://angel.co/pdf/lp-performance.pdf>



Doorgaans worden initiële bedragen geïnvesteerd tussen €25.000 en €50.000 (zie Figuur 7). De meeste investeerders (64,7%) alloceren minder dan 10% van hun investeerbaar vermogen aan startups (zie Figuur 8) en investeren voornamelijk in Nederland (53%) en Europa (88,8% incl. Nederland).



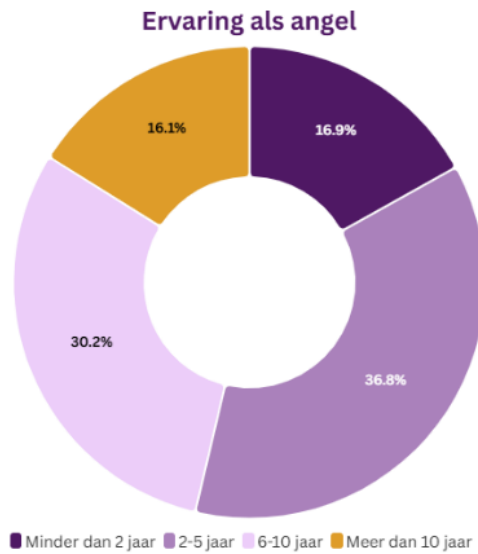
Figuur 7: Mediane omvang van het initiële ticket in een investeringsronde in een startup (n=136)



Figuur 8: Aandeel van het netto investeerbaar vermogen dat is gealloceerd aan directe investeringen in startups (n=136)

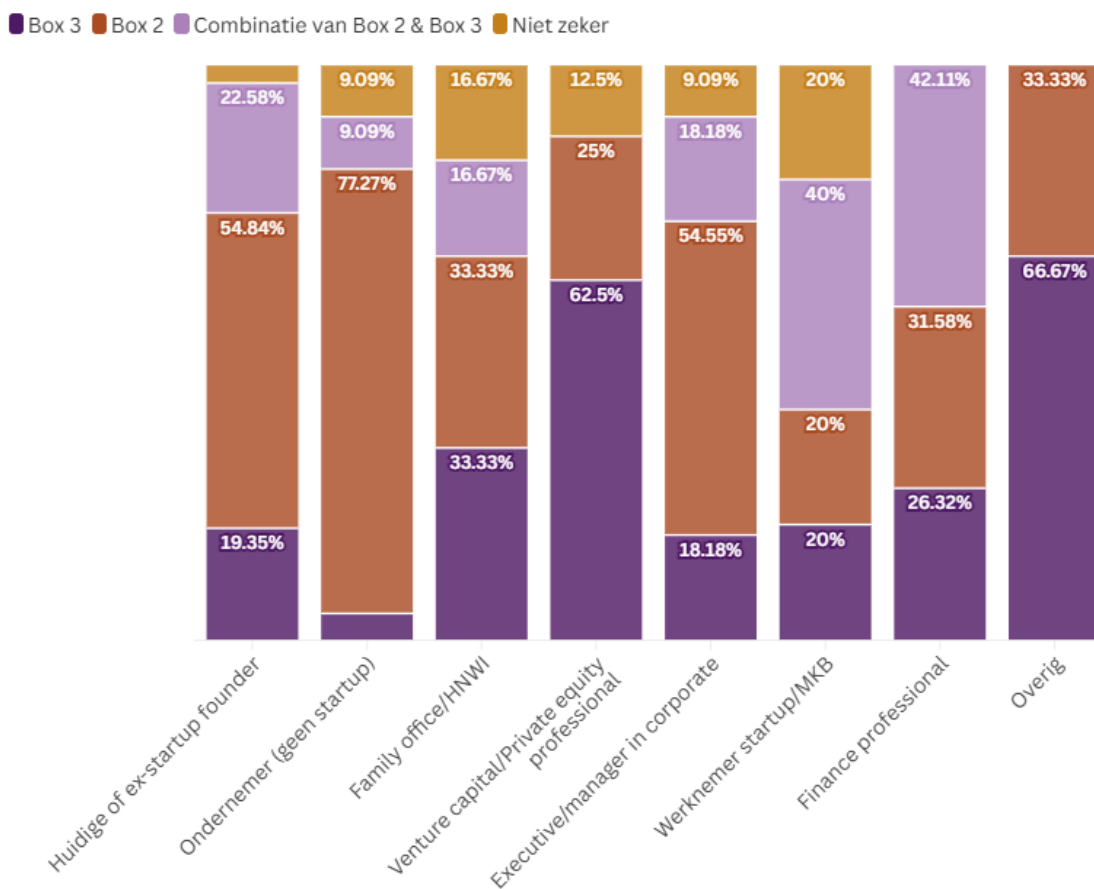


De meeste angels hebben 2-5 jaar ervaring (36,8%), maar een aanzienlijk deel (16,9%) is pas in de afgelopen 2 jaar begonnen met investeren (zie Figuur 9).



Figuur 9: Jaren actief als angel (n=136)

Vanuit welke fiscale box de angels investeren, is erg verschillend en afhankelijk van het type angel. Venture capital en private equity professionals, die ook angel investeringen doen op eigen titel, investeren vaak vanuit box 3, terwijl startup founders en ondernemers dat vooral vanuit box 2 doen (zie figuur 10).



Figuur 10: Verdeling van de fiscale box waaruit verschillende type angels hun startup-investeringen doen (n=136)



Onderwerpen angel-enquête

De enquête is ontwikkeld in nauwe samenwerking met het Behavioural Insights Team (BIT) van EZK.

De onderwerpen van de enquête waren op hoofdlijnen:

- het profiel van de angel;
- de investeringsvoorkeuren van de angel;
- de overwegingen van de angel om in startups te investeren;
- de survey experiment met een hypothetische fiscale stimulans als differentiatie;
- het risico-rendementsprofiel van en belemmeringen bij het investeren.

In bijlage II is de angel-enquête in volledigheid toegevoegd.

Survey experiment

In een survey experiment als onderdeel van de angel-enquête is onderzocht wat de invloed is van een fiscale stimulans op de investeringsbeslissing van angels. Deelnemers zijn willekeurig verdeeld over de interventiegroep (n=68) en de controlegroep (n=68). Een belangrijke voorwaarde voor de interne validiteit van het experiment is dat de kenmerken van de controlegroep en de treatmentgroep onderling vergelijkbaar zijn. Deze aanname is getoetst aan de hand van beschrijvende statistieken per groep. De resultaten laten zien dat er geen significante verschillen zijn op de relevante kenmerken. De onderliggende analyses zijn opgenomen in de appendix (zie “Descriptive statistics per group: control vs treatment”, p. 73). Deelnemers in de interventiegroep kregen een scenario te zien van een fiscale stimulans die door EZK is opgesteld voorafgaand aan het onderzoek, bestaande uit drie verschillende elementen die belastingvoordeel opleveren bij het (her)investeren in Nederlandse startups: belastingaftrek tot 100.000 euro en een gunstige 'capital gains treatment'. Deze fiscale stimulans is geïnitieerd door EZK. Deelnemers in de controlegroep kregen deze informatie niet.

Vervolgens werd aan alle deelnemers de vraag gesteld om 865.000 euro van hun (fictieve) eigen kapitaal te verdelen over verschillende beleggingscategorieën (Nederlandse startups, internationale startups, vastgoed, etc.).

U beschikt over een totaal van €865.000 aan netto belegbaar vermogen (inclusief kasreserves en exclusief uw hoofdwooning). U onderzoekt hoe u dit kapitaal kunt verdelen over verschillende beleggingscategorieën.

Hoe zou u uw €865.000 verdelen over de volgende beleggingscategorieën?

Figuur 11: Opdracht van de controlegroep (n=68)



U beschikt over een totaal van €865.000 aan netto belegbaar vermogen (inclusief kasreserves en exclusief uw hoofdwooning). U onderzoekt hoe u dit kapitaal kunt verdelen over verschillende beleggingscategorieën.

Er is een nieuwe fiscale regeling beschikbaar die u fiscale voordelen kan bieden bij investeringen in startups.

Deze regeling omvat de volgende fiscale voordelen:

1. U kunt 25% van uw investering in een in aanmerking komende startup aftrekken van uw belastbaar inkomen in box 1 in hetzelfde kalenderjaar, met een maximale aftrek van €100.000.
2. Behandeling van vermogenswinsten:
 - a. Indien u uw aandelen na vier jaar verkoopt, wordt het effectieve belastingtarief in box 3 met 25% verlaagd voor vermogenswinsten tot €250.000 per jaar.
 - b. Indien een gerealiseerde vermogenswinst in hetzelfde kalenderjaar wordt herbelegd, wordt de belastingheffing hierover uitgesteld tot het moment van een volgende realisatie, eveneens tot een maximum van €250.000 per jaar.

Hoe zou u onder deze fiscale regeling uw €865.000 verdelen over de volgende activaklassen?

Figuur 12: Opdracht van de interventiegroep (n=68), met de voorgelegde fiscale stimulans

Regressie-analyses

Om het effect van de fiscale stimulans te toetsen zijn verschillende data-analyses uitgevoerd (zie bijlage V):

- Allereerst is een eenvoudige regressie-analyse uitgevoerd om het effect van de nieuwe fiscale stimulans op het investeringsgedrag te toetsen, zonder te controleren voor specifieke kenmerken van de angels;
- Vervolgens is een tweede regressie-analyse uitgevoerd om het effect van de nieuwe fiscale stimulans op het investeringsgedrag te toetsen, waarbij werd gecontroleerd voor de investeringservaring van de respondenten;
- De derde regressie-analyse had eveneens tot doel het effect van de nieuwe fiscale stimulans op het investeringsgedrag te toetsen, maar dan met controle voor zowel de investeringservaring van de angels als hun mediane initiële inleg ('ticket size');
- Tot slot is een regressie-analyse uitgevoerd waarin voor alle bovengenoemde variabelen werd gecontroleerd, en we ook controleren voor de verschillende profielen van angels, zoals huidige of voormalige startup (co-)oprichter; huidige of voormalige ondernemer (niet-startup bedrijfseigenaar); huidige of voormalige medewerker van een startup of MKB; huidige of voormalige executive of manager in een corporate; venture capital- of private equity-professional; finance- of bankprofessional; family office of vermogende particulier; of anders.

De vier bovenstaande regressie-analyses zijn uitgevoerd om te toetsen of het effect van de fiscale stimulans gelijk bleef wanneer werd gecontroleerd voor specifieke kenmerken van angels. Bij de regressie-analyses werd gebruikgemaakt van een onafhankelijke dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt als de respondent uit de interventiegroep afkomstig was, en de waarde 0 als de respondent uit de controlegroep afkomstig was. Op deze manier konden we het directe effect van de fiscale stimulans op de interventiegroep onderzoeken, vergeleken met de respondenten uit de controlegroep.

Aanvullend op deze vier hoofdregressies is een vijfde regressie-analyse uitgevoerd om te achterhalen of de beoordelingen van angels over de kwaliteit van Nederlandse startups invloed hebben op het bedrag dat de



respondenten in de interventiegroep aan Nederlandse startups zouden toewijzen. Hiermee kunnen we toetsen of het effect van de fiscale stimulans gelijk bleef wanneer werd gecontroleerd voor de beoordeling van kenmerken van Nederlandse startups en het Nederlandse startup-ecosysteem, zoals verwachte rendementen, kwaliteit van ondernemers en teams, en volwassenheid van het startup-ecosysteem.

T-toetsen

Tot slot zijn verschillende gepaarde t-toetsen uitgevoerd om te bepalen of er significante verschillen in gemiddelden bestonden tussen de beoordelingen die respondenten gaven aan kenmerken van Nederlandse en internationale startups. Deze toetsen zijn uitgevoerd zonder onderscheid te maken tussen de controlegroep en de interventiegroep (zie bijlage V).

2.4 Benchmarking

Naast deze empirische analyse in Nederland is een internationale benchmarkanalyse uitgevoerd voor vier Europese landen: het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk en Zweden. Deze landen zijn gekozen op basis van de aanwezigheid van fiscale instrumenten gericht op private investeerders, de relatieve omvang van het startup-klimaat en de investeringsactiviteit van angels. In eerdere onderzoeken zijn deze (en meer) landen ook geanalyseerd.²³ De benchmark heeft als doel om meer inzicht te verkrijgen in de vormgeving van fiscale regelingen in andere landen, en kennis over de effectiviteit van deze instrumenten te inventariseren. De benchmarkanalyse combineert deskresearch en data-analyse met het raadplegen van een aantal (internationale) experts.

Er wordt bestaande literatuur, rapporten, statistieken over angel-investeringen in de geselecteerde landen geanalyseerd²⁴, aangevuld met gerichte gesprekken met buitenlandse experts. Deze gesprekken zijn gericht op het identificeren van best practices en succesvolle stimuleringsmaatregelen die potentieel ook in Nederland toepasbaar zijn.

Voor de data-analyse zijn twee indicatoren geanalyseerd op basis van data uit Dealroom: (1) de mediaan omvang van 'pre-seed' financieringsrondes en (2) het aantal afgesloten 'pre-seed' rondes in relatie tot de omvang van het startup-ecosysteem. Voor de vergelijkbaarheid is de dataset beperkt tot de eerste (durfkapitaal) financieringsrondes die zijn opgehaald binnen drie jaar na oprichting van de onderneming. Dit is in deze internationale benchmark-analyse de praktische gebruikte indicator van een pre-seed ronde. Als indicator van de omvang van het startup-ecosysteem worden bedrijven geteld die zijn opgericht in de periode januari 2020 tot februari 2026.

²³ O.a. PwC (2022), IBO Bedrijfsfinanciering (2024) en Dialogic (2025).

²⁴ O.a. PwC (2022), IBO Bedrijfsfinanciering (2024) en Dialogic (2025).



3. Resultaten: knelpunten vanuit het perspectief van startups

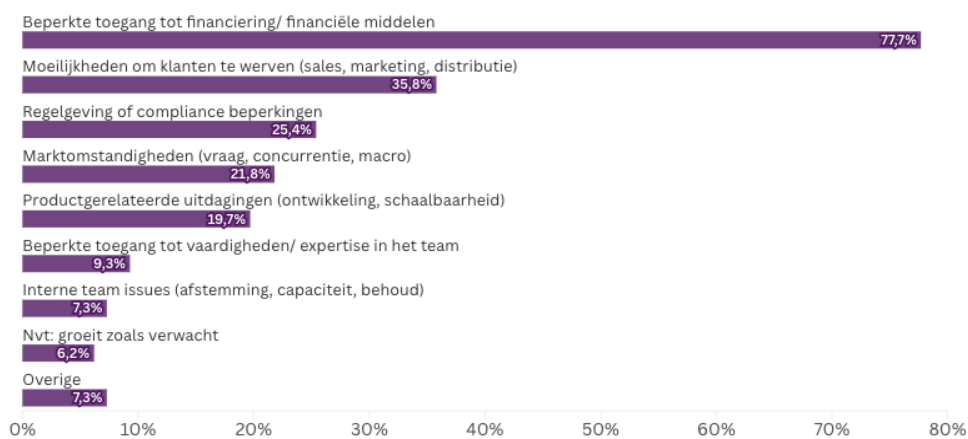
In dit hoofdstuk beantwoorden wij de volgende deelvraag:

Welke knelpunten ondervinden Nederlandse vroege-fase startups bij het aantrekken van durfkapitaal?

3.1 Belangrijkste knelpunten vanuit startup perspectief

Wanneer gevraagd wordt naar de belangrijkste knelpunten die startups ervaren die hun groei belemmeren, geeft 77,7% van de respondenten aan dat 'beperkte toegang tot financiering/financiële middelen' geldt als een van hun drie belangrijkste beperkingen. Dit is aanzienlijk hoger dan andere veelgenoemde belemmeringen, waaronder klantenwerving (35,8%), regelgeving (25,4%) en marktgerelateerde uitdagingen zoals marktvaart of concurrentie (21,8%). Over het algemeen geven de antwoorden aan dat financiële beperkingen zwaarder wegen dan operationele of product/marktgerelateerde uitdagingen als belangrijkste beperkende factor voor veel startups.

Belemmeringen die startups ondervinden



Figuur 13: Belemmeringen die startups ondervinden bij het ophalen van kapitaal (max. 3 antwoorden mogelijk, n=193)

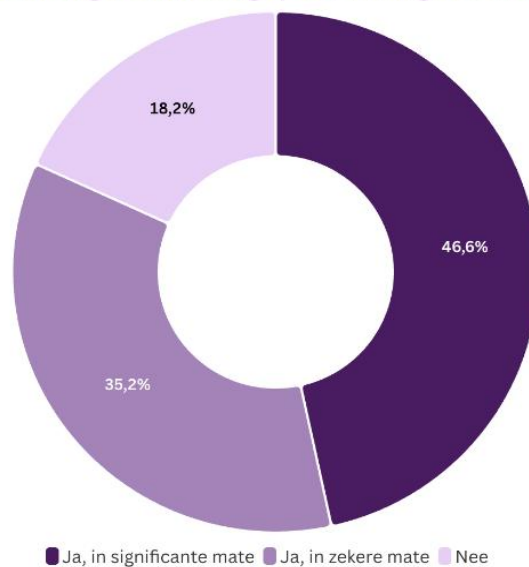
Financiering is de belangrijkste belemmering voor groei

Financiering wordt genoemd als belangrijkste belemmering voor groei en heeft een reële impact. 81,8% geeft aan dat ze hun groeiplannen in zekere of significante mate hebben uitgesteld, teruggeschroefd of geannuleerd omdat ze niet genoeg geld konden ophalen, en bijna de helft zegt dat de impact hiervan aanzienlijk was (zie Figuur 14).

Uiteindelijk leidt dit tot 'opportunity costs', een verlies aan potentiële waarde. Hier gaan we in hoofdstuk 3.3 verder op in.



Groeiplannen uitgesteld/aangepast door gebrek aan kapitaal?

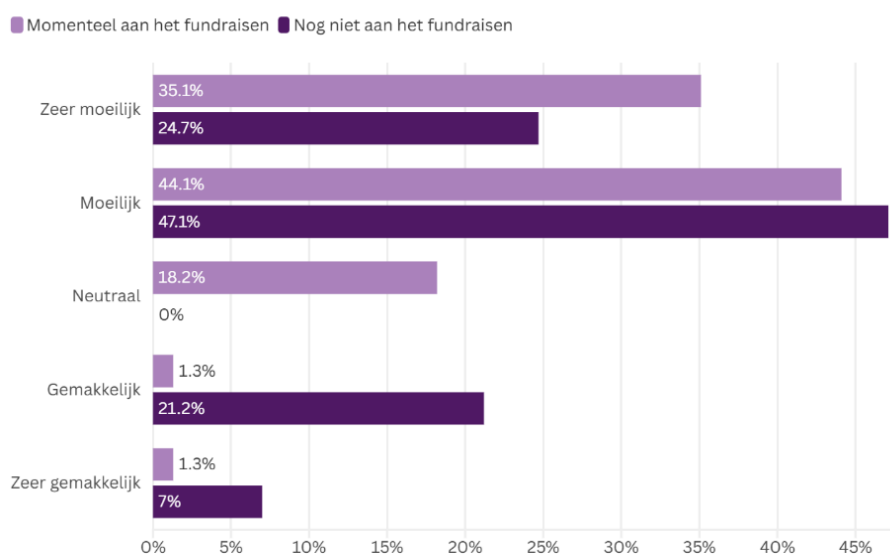


Figuur 14: Deel van de startups die hun groeiplannen heeft uitgesteld, aangepast of geannuleerd omd at ze onvoldoende financiering hebben opgehaald (n=193)

Fundraisen is moeilijk en valt tegen

Wanneer startups die momenteel fundraisen of dit in de planning hebben staan, gevraagd worden naar hun ervaring of verwachting hiervan, geeft een grote meerderheid aan dat ze dit als (zeer) moeilijk ervaren (79,2%) of verwachten dat dit (zeer) moeilijk zal zijn (71,8%) (zie Figuur 15). Interessant is ook om te zien wat het verschil is tussen de startups die al bezig zijn met fundraisen en degenen die dat nog niet doen; meer startups geven dan aan dat het zeer moeilijk is, en het gedeelte dat het (zeer) makkelijk vindt is ook veel lager. Het lijkt alsof startups pas echt ervaren hoe lastig het fundraisen is als ze ermee beginnen.

(Verwachte) uitdaging van fundraisen



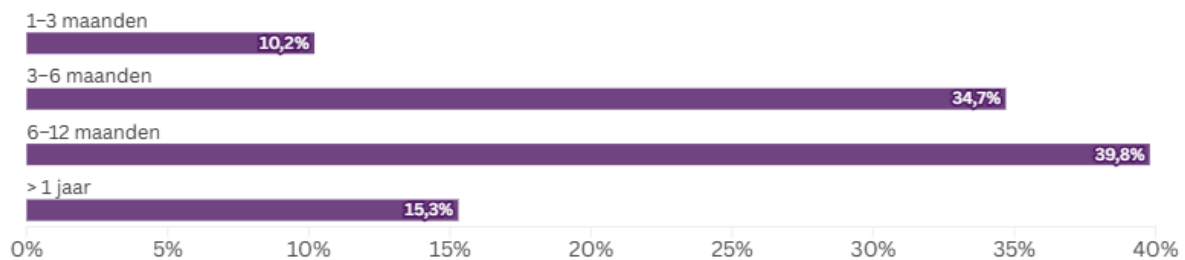
Figuur 15: (Verwachte) uitdagingen bij fundraisen: actuele ervaringen (n=77) versus verwachtingen van ondernemers die nog moeten starten met fundraisen (n=85). Ondernemers die niet van plan zijn om kapitaal op te halen, zijn niet opgenomen in deze figuur (n=31).



Overigens geeft óók ruim de helft (51,8%) van de startups die bij een vorige ronde het volledige gewenste bedrag hebben opgehaald aan dat het ophalen van de volgende investeringsronde (zeer) moeilijk is. Dit is een indicatie dat de uitdaging ook wordt ervaren door de startups die in een eerdere ronde al succesvol investeerders hebben weten te overtuigen.

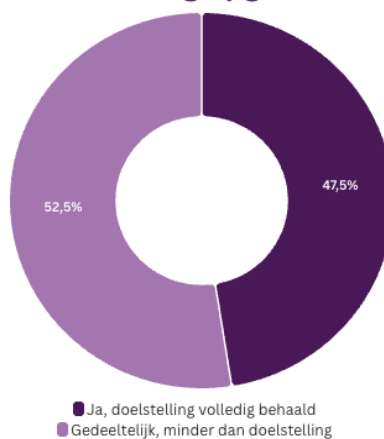
Zelfs wanneer startups erin slagen om kapitaal aan te trekken, kost dit vaak veel tijd en blijft het bedrag vaak onder de doelstelling. In Figuur 16 zien we dat onder deze startups dit proces zelden snel verloopt: 55,1% had meer dan zes maanden nodig om de ronde af te sluiten en slechts 10,2% sloot binnen drie maanden af. Bovendien haalde 52,5% minder op dan beoogd, zoals weergegeven in Figuur 17. Dit betekent dat “een ronde closen” alsnog vaak betekent dat startups nog altijd over onvoldoende kapitaal beschikken.

Duur fundraisen



Figuur 16: Duur van de fundraising (indien succesvol, n=118)

Doelbedrag opgehaald?

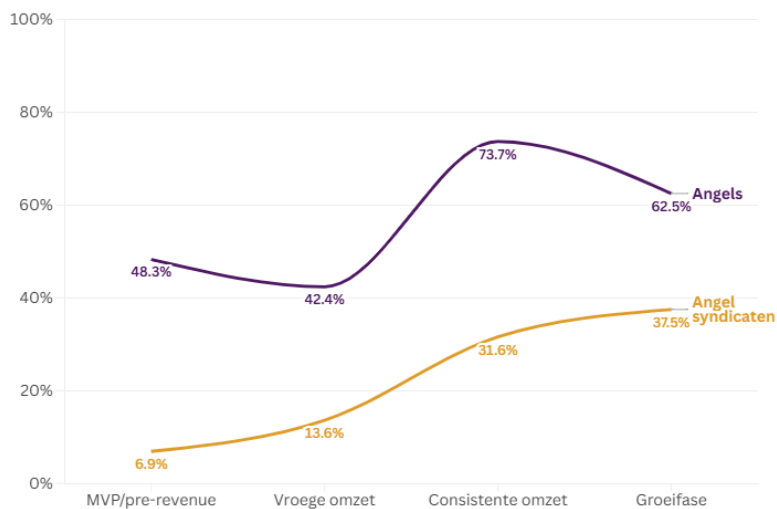


Figuur 17: Deel van de startups dat hun doelbedrag heeft behaald (n=118)



Angels spelen een belangrijke rol

Betrokkenheid van angels gedurende verschillende fases



Figuur 18: Aanwezigheid van angels en angel syndicaten in verschillende fases van de startup (n=118).

Uit de interviews is gebleken dat angels een aanzienlijke waarde leveren voor startups in de vroege fase.

“We kozen angels op basis van wat ze konden bijdragen, niet alleen op geld.”

Naast kapitaal leveren angels volgens ondernemers aanzienlijke niet-financiële waarde, zoals strategisch advies, toegang tot netwerken, ondersteuning bij go-to-market strategieën en voorbereiding op vervolgrondes met venture capital investeerders. Ondernemers selecteren angels daarom bewust op relevante expertise en betrokkenheid, in plaats van uitsluitend op beschikbare financiële middelen.

“Bij angels voel ik dat ik diepere vragen kan stellen over kleine keuzes.”

Tegelijkertijd signaleren ondernemers dat het selectiegedrag van angels steeds professioneler en meer “VC-achtig” wordt, met hogere verwachtingen en kritischere vragen, met name in populaire sectoren zoals AI. Dit verhoogt de complexiteit van het ophalen van angel kapitaal in een vroege fase.

“Ik merkte dat angels zich bijna gedragen als pre-seed VCs.”

Dit knelpunt wordt door respondenten uit de enquête bevestigd. Voor degenen die kapitaal hebben aangetrokken, zijn de meest voorkomende bronnen angels (50,8%), venture capital fondsen (“VCs”) (47,5%) en overheidsleningen/subsidies (45,8%), terwijl ook publieke venture capital fondsen/ROM's (33,1%) vaak worden genoemd. Overheidsinvesteringen lijken vooral belangrijk te zijn in de fase vóór het genereren van omzet, terwijl de deelname van venture capital fondsen over het algemeen toeneemt naarmate startups volwassen worden. Angels blijven in alle fases relevant. Figuur 18 laat zien dat angels en angel syndicaten een grote rol hebben gespeeld bij hoe startups in verschillende fases tot dan toe gefinancierd zijn²⁵. Het relatieve aandeel van angel syndicaten neemt toe naarmate startups in een latere groeifase aankomen. Voor veel startups bieden angels

²⁵ NB: in deze grafiek zijn de resultaten te zien van startups die hebben aangegeven in welke fase zij zich nu bevinden, en welk type investeerders zij tot nu toe hebben betrokken bij de financiering van hun bedrijf. Het geeft dus niet direct aan dat bijvoorbeeld angels in de fase van consistente groei bij 73,7% van de deals betrokken waren, maar dat van de startups die zich momenteel in de fase van consistente groei bevinden, 73,7% een of meer angels aan boord heeft.

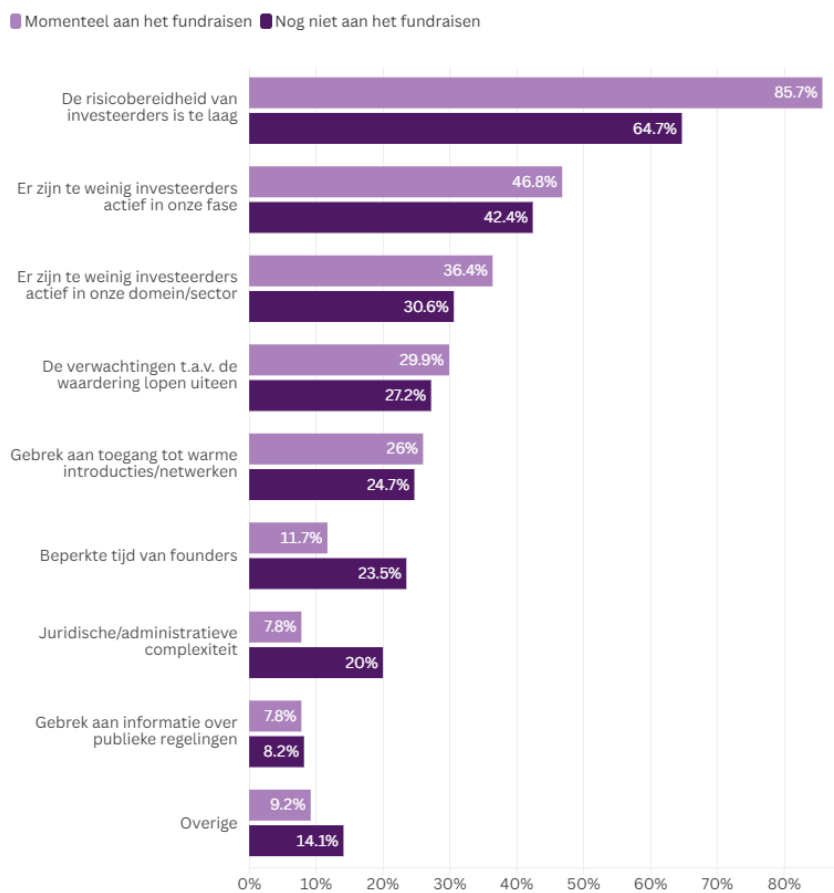


bovendien een hefboomwerking bij het aantrekken van extra financiering: 45,1% zegt dat angels actief helpen met introducties.

Lage risicobereidheid van (Nederlandse) investeerders

In totaal beoordeelt 72,6% de beschikbaarheid van angel/VC-kapitaal in de fase waar zij zich momenteel bevinden als (zeer) onvoldoende. Risico-aversie van investeerders wordt hier gezien als de grootste belemmering door ondernemers. Ondernemers die nu actief bezig zijn met het ophalen van kapitaal (39,9% van de respondenten) noemen het gebrek aan risicobereidheid vaak (85,7%, zie Figuur 19).

Grootste (verwachte) knelpunten bij fundraisen



Figuur 19: Grootste (verwachte) knelpunten bij het aantrekken van externe financiering (max. 3 antwoorden mogelijk. Actuele ervaring (n=77) versus verwachtingen van ondernemers die nog moeten beginnen met fundraisen (n=85).

Een aanzienlijk deel van de startups (36,4%) dat kapitaal heeft opgehaald heeft dat gedaan bij internationale investeerders, vooral uit andere Europese landen (27,1%) en/of de Verenigde Staten (16,1%). De hogere risicobereidheid (vooral in de vroege fase), evenals hun hogere snelheid van handelen, van met name Amerikaanse investeerders wordt hiervoor in de open antwoorden vaak als verklaring gegeven:

- “Minder risicomijdend, sneller, soepeler proces/ due diligence”
- “Minder bureaucratie, snellere besluitvorming.”
- “In de Verenigde Staten kapitaal opgehaald via een SAFE²⁶. Onderhandelingen + bankoverschrijving in twee weken.”

²⁶ Een SAFE is een gestandaardiseerd financieringsinstrument dat werd ontwikkeld door de bekende Amerikaanse accelerator Y Combinator. Een investeerder stort kapitaal en krijgt in ruil daarvoor bij de eerstvolgende investeringsronde een aandelenpercentage uitgereikt tegen een lagere waardering. Zie uitleg hier:



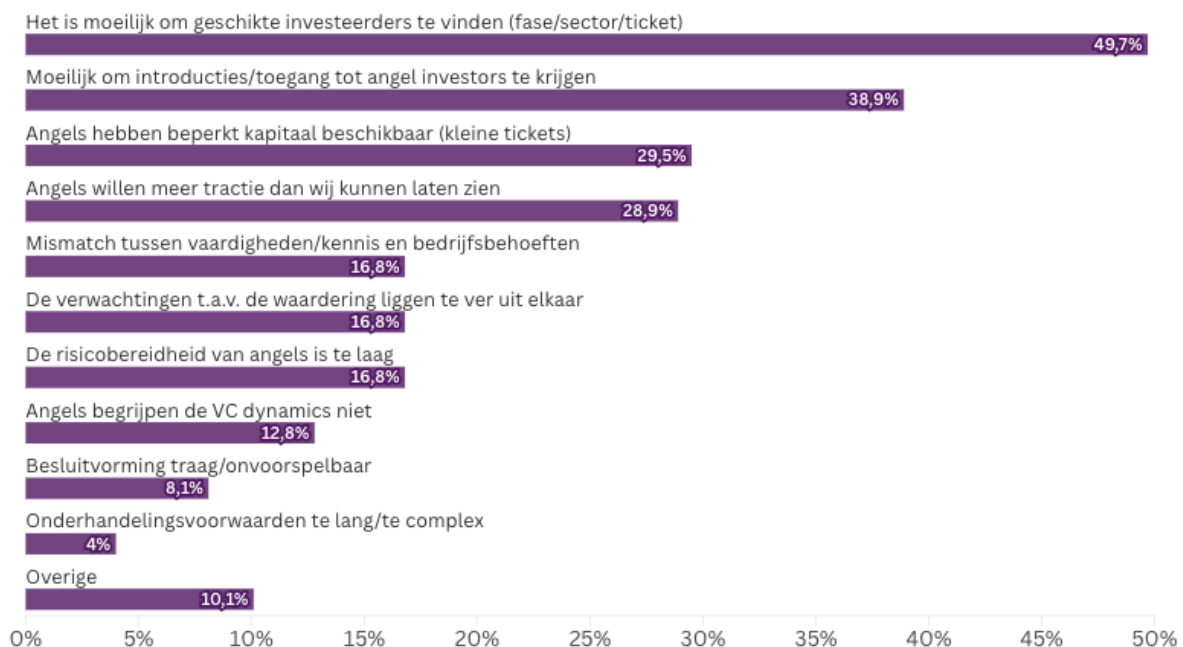
- “Ze handelen sneller en zijn minder risicomijdend; ze zien het grotere geheel zonder een financieel model voor tien jaar nodig te hebben.”
- “Niet-Nederlandse investeerders zijn bereid om pre-revenue te investeren en kijken veel meer naar potentieel.”
- “VC's gedragen zich [in de Verenigde Staten] als VC's en niet als private-equityfondsen.”
- “Nederlandse investeerders benaderen waardering en risicobeoordeling als een aanvraag voor een banklening.”
- “Waarderingen zijn hoger... diepere zakken... ondersteuning van Amerikaanse VC's is erg goed... meer verbonden met de industrieën.”
- “Totaalbedrag aanzienlijk hoger.”

Het vinden van angels is lastig

Uit de interviews blijkt dat een succesvolle fundraise sterk afhankelijk is van het netwerk. De interviews met ondernemers laten zien dat toegang tot angels sterk afhankelijk is van bestaande netwerken en persoonlijke relaties. De respondenten geven aan dat investeringen voornamelijk tot stand kwamen via hun eigen netwerk of via warme introducties, terwijl er weinig transparante of gecentraliseerde manieren zijn om nieuwe angels te identificeren. ‘Cold outreach’ bleek alleen effectief wanneer er al sprake was van externe legitimiteit, zoals deelname aan een accelerator-programma of betrokkenheid van een bekende investeerder.

“Uiteindelijk valt of staat het met je netwerk. Op het moment dat je één of twee goede namen hebt, wordt het ineens heel makkelijk.”

Knelpunt bij fundraisen van angels



Figuur 20: Knelpunten van fundraisen bij angels (max. 3 antwoorden mogelijk, n=149).



Angels baseren hun investeringsbeslissingen in een vroege fase van de startup voornamelijk op vertrouwen in het team en het trackrecord van de ondernemers, en hanteren een relatief lichte vorm van due diligence in vergelijking met venture capital fondsen. Dit maakt angel investeringen geschikt voor snelle financieringsrondes, maar vergroot tegelijkertijd de drempel voor ondernemers zonder uitgebreid netwerk of eerdere ondernemerservaring.

“Ik heb niemand echt horen praten over waardering. Het ging vooral om vertrouwen.”

Uit de enquête blijkt dat de meeste ondernemers graag angels aan boord willen hebben, maar velen hebben moeite om dit voor elkaar te krijgen. De belangrijkste problemen zijn, in lijn met hetgeen uit de interviews kwam, het vinden van geschikte angels (49,7%) en het verkrijgen van introducties/toegang (38,9%), zoals te zien is in Figuur 20.

Sterke stimulansen zijn gewenst

Als ondernemers worden gevraagd wat de overheid eventueel zou kunnen doen om ondernemers te helpen meer financiering te krijgen in de vroege fase zijn de meest voorkomende verzoeken sterkere stimulansen voor angel investing (zoals co-investerings- of matchingprogramma's), en snellere en minder bureaucratische subsidies en stimuleringsmaatregelen.

Ook blijkt uit de interviews dat regelgeving en fiscale structuren zorgen voor onzekerheid en complexiteit. Nederland wordt vergeleken met landen zoals het Verenigd Koninkrijk en wordt ervaren als minder aantrekkelijk voor angel investeringen. De huidige juridische en fiscale kaders leiden er volgens ondernemers toe dat angels vaker kiezen voor conservatieve voorwaarden of zelfs eigen fondsstructuren oprichten, en daarmee meer gaan lijken op venture capital fondsen. Daarnaast wordt aangegeven dat complexe belastingregels rond aandelenbezit en medewerkersparticipatie remmend werken op de ontwikkeling van een bredere angel-ecosysteem.

“Je betaalt belasting over iets wat alleen op papier iets waard is.”

Tot slot pleiten ondernemers voor meer eenvoud en toekomstgericht beleid, met standaardisatie van investeringsinstrumenten (zoals SAFE-constructies), meer ruimte voor medewerkersparticipatie en beleid dat niet alleen gericht is op het voorkomen van misbruik, maar ook op het stimuleren van ondernemerschap, het benutten van ‘success stories’ en het creëren van nieuwe toekomstige angels.

“Je wilt dat het ecosysteem zichzelf versterkt en nieuwe angels creëert.”

De professionalisering van de Nederlandse angels is volgens een van de gesproken venture capital advocaten de laatste jaren al gaande. Hij constateert dat angels meer toegevoegde waarde hebben en een ‘signaling effect’ hebben, waarmee wordt bedoeld dat de reputatie van de angel al bijdraagt aan de perceptie van kwaliteit van de startup. Dat komt omdat angels vaker een relevante achtergrond hebben bij een startup of scale-up, als oprichter of operator²⁷, en hun kennis en kapitaal ‘recyclen’ in een nieuwe generatie startups.

“Er zijn meer angels met ervaring en minder die als aandeelhouder een versturende werking hebben op de startup omdat ze niet over de juiste ervaring beschikken.”

²⁷ Een “operator” is iemand die actief meewerkt aan het bouwen, aansturen en opschalen van een tech-bedrijf, met directe verantwoordelijkheid voor uitvoering en resultaten.



3.2 Internationale vergelijking

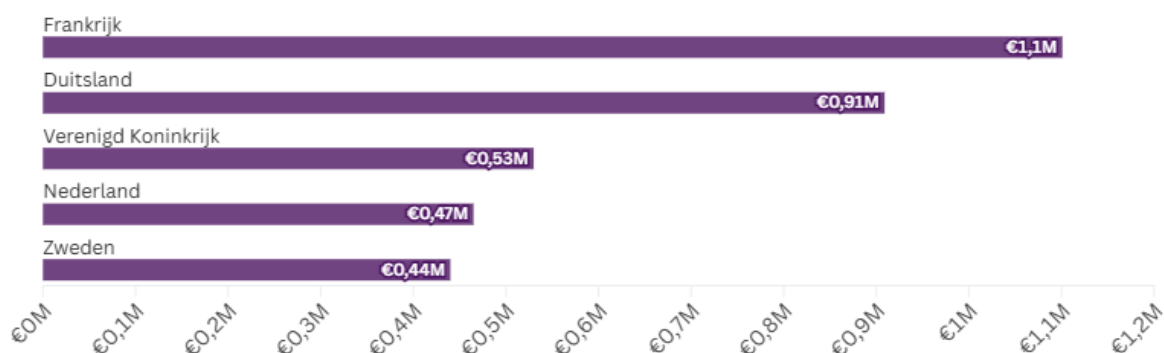
Startups, en zeker Nederlandse startups, concurreren op een internationaal speelveld. Daarom is het interessant om de situatie in Nederland te vergelijken met andere landen.

Fundingdata benchmark

Op basis van funding data uit Dealroom zien we dat in Nederland de mediaan van het pre-seed investeringsbedrag²⁸ lager ligt dan de benchmark-landen behalve Zweden (zie Figuur 20

). In Frankrijk (1,101 miljoen euro) en in Duitsland (909.000 euro) zijn de eerste rondes zelfs bijna tweemaal zo groot als in Nederland (465.000 euro).

Mediaan omvang pre-seed rondes



Figuur 20: Mediaan van pre-seed investeringsbedrag (bron: Dealroom).

Dit betekent dat het bedrag waarmee startups in Nederland in de pre-seed fase doorgaans worden gefinancierd relatief lager is. Hoewel slechts ongeveer de helft van de rondes een openbaar gemaakt investeringsbedrag bevat, en deze cijfers daardoor kunnen worden beïnvloed door zichtbare deals, blijft het patroon consistent: de omvang van eerste investeringen ligt in Nederland structureel lager dan in vergelijkbare ecosystemen.

Land	Pre-seed deals (2020-2026)	Startups opgericht vanaf 2020	Deals per 1.000 startups
Zweden	300	3.310	90,6
Verenigd Koninkrijk	2.180	27.294	79,9
Duitsland	1.219	16.085	75,8
Frankrijk	808	13.039	62,0
Nederland	435	7.615	57,1

Tabel 1: Aantal deals en startups in Nederland en benchmark-landen, gesorteerd op aantal deals per 1.000 startups (bron: Dealroom).

²⁸ Zoals uitgelegd in hoofdstuk 2.4 definiëren we hier de pre-seed ronde als de eerste venture capital ronde die binnen 3 jaar na oprichting is opgehaald.



Ook het aantal pre-seed rondes per 1.000 startups ligt in Nederland laag, zelfs het laagst van de onderzochte landen, zoals te zien is in Tabel 1. Zweden heeft juist relatief het hoogste aantal deals (maar, zoals in

te zien was, ook de kleinste deals). Dit duidt erop dat in Nederland relatief minder startups erin slagen om in een vroeg stadium externe financiering aan te trekken.

In Nederland zijn er dus relatief minder én kleinere pre-seed rondes. Ten opzichte van startups in omliggende landen hebben Nederlandse startups hierdoor een potentiële achterstand om hun groeiambities te verwezenlijken.

Fiscale stimulansen in benchmarklanden

Een internationale benchmark laat zien dat verschillende landen specifieke beleidsinstrumenten inzetten om angel investeringen te stimuleren, met name via fiscale regelingen. Zo kent het Verenigd Koninkrijk de Enterprise Investment Scheme (EIS) en Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS), die investeerders belastingvoordelen bieden bij investeringen in jonge bedrijven. In Frankrijk bestaat een regeling waarbij particuliere investeerders een deel van hun investering fiscaal kunnen aftrekken, terwijl Duitsland het INVEST-programma heeft uitgebreid met belastingvoordelen voor angels. In Zweden kunnen particuliere investeerders gebruikmaken van een belastingaftrek via de zogenoemde Investor Deduction ('Investeraravdrag').

Hoewel de precieze vormgeving per land verschilt, hebben deze regelingen gemeen dat zij het risico-rendementsprofiel van vroege-fase investeringen verbeteren en daarmee angel investeringen stimuleren. Een uitgebreider overzicht van de internationale regelingen is opgenomen in bijlage VIII.

3.3 Opportunity costs voor Nederlandse startups

De bovengenoemde knelpunten brengen duidelijke 'opportunity costs', het verlies van potentiële waarde, met zich mee voor Nederlandse startups: waardevolle tijd, groei en strategische ruimte gaan verloren doordat het ophalen van financiering moeizaam verloopt.

Allereerst vraagt het aantrekken van durfkapitaal veel tijd en aandacht van ondernemers. Deze tijd kan niet worden besteed aan productontwikkeling, het aantrekken van klanten of het opschalen van de organisatie. Uit de enquête blijkt dat startups gemiddeld 11,2 gesprekken met angel-investeerders voeren voordat één investeerder instapt. Daarnaast duurt het voor 55,1% van de startups meer dan 6 maanden om financiering op te halen. Dit zijn lange periodes waarin de groei van het bedrijf feitelijk vertraagt.

Daar komt bij dat het ophalen van kapitaal vaak niet het gewenste resultaat oplevert. In 53,0% van de gevallen lukt het startups niet om het beoogde bedrag op te halen. Als gevolg hiervan moet 81,8% van de startups hun groeiplannen uitstellen, aanpassen of zelfs volledig schrappen. Dit betekent concreet dat marktkansen later of helemaal niet worden benut, waardoor concurrenten een voorsprong kunnen nemen.

Ook voor startups die eerder succesvol kapitaal hebben opgehaald, blijven de knelpunten bestaan. Meer dan de helft (51,8%) geeft aan dat het ophalen van een vervolgronde (zeer) moeilijk is. In lijn hiermee ervaart bijna 72,8% van de startups een (groot) tekort aan durfkapitaal in hun fase. Dit wijst op een structureel probleem in de beschikbaarheid van financiering. Bovendien halen Nederlandse startups in de vroege fase gemiddeld minder kapitaal op dan vergelijkbare startups in omliggende landen, wat hun internationale concurrentiepositie verder verzwakt.

Naast tijdverlies en gemiste groeikansen hebben deze knelpunten naar verwachting ook invloed op de voorwaarden waaronder startups financiering ophalen. Door het beperkte aanbod van kapitaal bevinden startups



zich logischerwijs in een zwakkere onderhandelingspositie. In de praktijk kan dit ertoe leiden dat zij vaker te maken hebben met ongunstige voorwaarden, zoals hogere verwatering voor de ondernemers (bijvoorbeeld door een lagere waardering) of meer zeggenschap voor investeerders. Hoewel het wellicht op korte termijn lukt om een financieringsronde af te ronden, kan het op de langere termijn negatieve gevolgen hebben. Zo kunnen vervolginvesteerders terughoudend worden als zij vinden dat oprichters te weinig eigenaarschap of financiële prikkels overhouden, wat de toekomstige financierbaarheid van de startup onder druk zet.

Hoewel deze opportuniteitskosten moeilijk exact te kwantificeren zijn, en er bijvoorbeeld geen onderzoeken bekend zijn over de dealvoorwaarden van Nederlandse versus internationale startups, laten zowel de enquêteresultaten als gesprekken die wij hebben gevoerd met experts zien dat er substantieel economisch potentieel verloren gaat door deze kosten. In de eerste instantie geldt dat voor individuele startups, maar daarmee uiteindelijk ook voor het Nederlandse startup-ecosysteem als geheel.

3.4 Conclusies knelpunten in het Nederlandse ecosysteem

Concluderend lijkt er een knelpunt te bestaan in de vroege-fase financiering van Nederlandse startups. Een grote meerderheid van de startups (77,7%) ervaart de beperkte toegang tot kapitaal als hun grootste barrière voor groei.

Dit knelpunt manifesteert zich op de volgende drie niveaus:

1) Structurele risico-aversie en lage snelheid; Het voornaamste knelpunt dat startup-ondernemers ondervinden ligt bij de ervaren lage risicobereidheid van Nederlandse investeerders. Maar liefst 85,7% van de actieve fundraisers ervaart dit als een belemmering. Nederlandse investeerders worden door ondernemers omschreven als conservatief; zij hanteren vaak bancaire criteria (zoals de focus op omzet en lange termijn-plannen) in plaats van te investeren op basis van potentieel. Dit resulteert in trage processen: bij meer dan de helft van de startups duurt een financieringsronde langer dan zes maanden.

2) Toegang en netwerkhankelijkheid; er is een gebrek aan transparantie in de angel-markt. Het vinden van geschikte angels is voor 49,7% van de ondernemers een direct knelpunt. Toegang tot kapitaal is momenteel te sterk afhankelijk van:

- Warme introducties: zonder bestaand netwerk of externe legitimiteit (zoals een accelerator-programma) is het vrijwel onmogelijk om angels aan te trekken;
- Vindbaarheid: er ontbreken gecentraliseerde of transparante platformen om angels te identificeren.

3) Als laatste, als het Nederlandse fiscale klimaat wordt vergeleken met het buitenland (zoals het Verenigd Koninkrijk) als minder aantrekkelijk ervaren. Specifieke knelpunten die ondernemers noemen, zijn:

- Onzekerheid over fiscale structuren: Ingewikkelde regels rondom aandelenbezit en medewerkersparticipatie remmen de groei van het ecosysteem;
- Gebrek aan standaardisatie: Er is een sterke behoefte aan grotere adoptie van eenvoudigere instrumenten (zoals SAFE notes).

Dit vroege-fase financieringsknelpunt leidt tot opportuniteitskosten voor Nederlandse startups: waardevolle tijd, groei en strategische ruimte gaan verloren doordat het ophalen van financiering moeizaam verloopt. Hierdoor gaat potentie verloren voor het Nederlandse startup-ecosysteem als geheel.



4. Resultaten: knelpunten vanuit het perspectief van angels

In dit hoofdstuk beantwoorden wij de volgende deelvraag:

Welke knelpunten ondervinden Nederlandse angels bij het (overwegen om te) investeren in vroege-fase startups, en wat weerhoudt ze ervan om meer te investeren in Nederlandse startups?

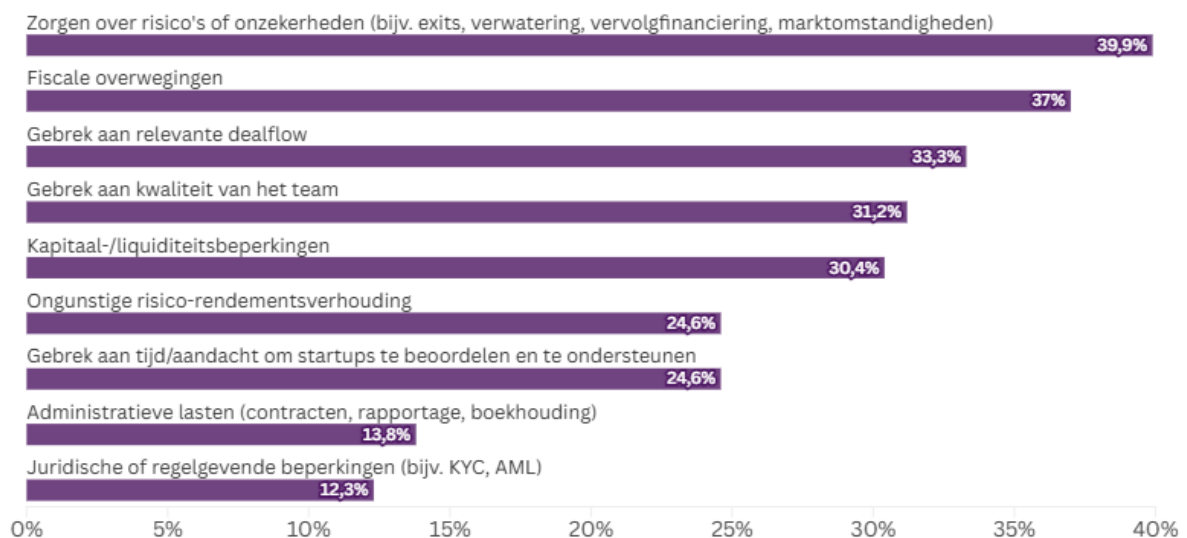
4.1 Knelpunten vanuit angels

Op basis van de enquête die angels hebben ingevuld en de semi-gestructureerde interviews met angels zijn verschillende knelpunten geïdentificeerd die hun bereidheid en vermogen om te investeren in startups beïnvloeden. Figuur 21 geeft een overzicht van de belangrijkste factoren die angels in de afgelopen jaren hebben belemmerd bij het doen van investeringen.

Zorgen over risico's of onzekerheden worden door 39,9% van de angels genoemd. Daarnaast spelen fiscale overwegingen (37%), gebrek aan relevante dealflow (33,3%), gebrek aan kwaliteit van het team (31,2%), en kapitaal en liquiditeitsbeperkingen (30,4%) een belangrijke rol.

Deze resultaten suggereren dat angels niet alleen worden beïnvloed door de kwaliteit van individuele startups, maar ook door bredere structurele factoren in het startup-ecosysteem, zoals fiscale kaders en het functioneren van de exitmarkt. Factoren die directe investeringen in Nederlandse startups de afgelopen jaren hebben belemmerd (max. 3 antwoorden mogelijk, n=136).

Factoren die angel investeringen hebben belemmerd



Figuur 21: Factoren die directe investeringen in Nederlandse startups de afgelopen jaren hebben belemmerd (max. 3 antwoorden mogelijk, n=136)

Risico en onzekerheid rondom exits en vervolfinanciering

Als angels worden gevraagd naar de belangrijkste knelpunten die zij bij hun investeringen in startups ervaren, geeft 39,9% aan dat 'zorgen over risico's of onzekerheden bij exits, vervolfinanciering, marktomstandigheden' de belangrijkste factor is. Ook geeft 39,7% van de respondenten aan dat het risico van startupinvesteringen hun investeringsbeslissing sterk heeft beïnvloed, terwijl 26,5% aangeeft dat dit een gematigde invloed heeft (zie figuur



22). Uit de enquête blijkt tevens dat een aanzienlijk deel van de angels twijfelt of de verwachte rendementen voldoende opwegen tegen het risico: 24,6% ervaart een ongunstige verhouding tussen risico en rendement en 45,6% geeft aan dat de verwachte rendementen waarschijnlijk niet compenseren voor het risico, terwijl 9,5% aangeeft dat dit duidelijk niet het geval is. Slechts 7,3% van de angels geeft aan dat het risicoprofiel geen invloed heeft op hun investeringsgedrag.

“Investeren in start-ups is zeer risicovol. De kans op falen is veel groter dan op een aantrekkelijke exit. Onder andere door het ontbreken van stimulans voor de ondernemers, personeel en investeerders. Echter, met een tot twee goede exits van een startup kan je wel alle andere investeringen in startups (ruimsschoots) compenseren.”

Ook in de interviews komt sterk naar voren dat de beperkte voorspelbaarheid van de exitmarkt bijdraagt aan terughoudendheid om grotere investeringsbedragen te alloceren of een hoger aandeel van het beschikbare vermogen in startupinvesteringen onder te brengen.

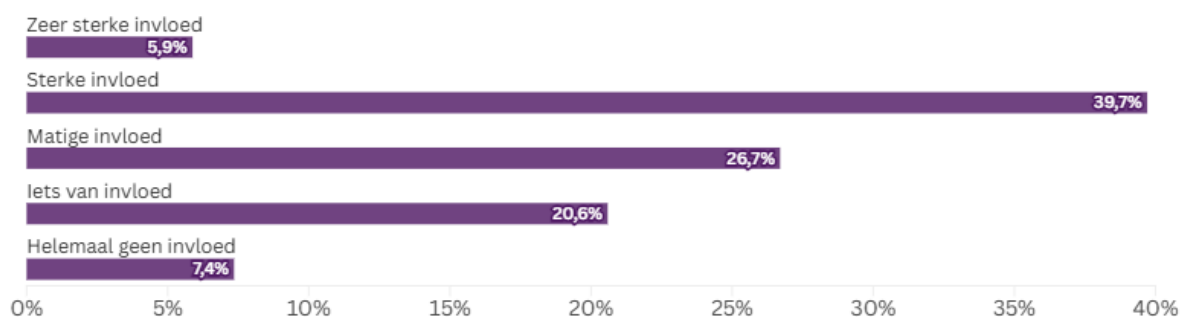
“Ik vind het superleuk om betrokken te zijn en impact te maken, maar of ik het geld ooit serieus terugkrijg, dat is echt een groot vraagteken.”

Daarnaast worden angels in de praktijk regelmatig geconfronteerd met onverwachte vervolgfiancieringsrondes, bijvoorbeeld in de vorm van brugfinanciering wanneer een startup nog geen nieuwe investeerder heeft gevonden. Hierdoor ontstaat spanning tussen vooraf vastgestelde investeringsstrategieën en de financieringsbehoeften van vroege-fase startups. Respondenten geven aan dat zij zich in dergelijke situaties regelmatig genoodzaakt voelen om opnieuw te investeren om hun eerdere investering te beschermen.

Dit kan leiden tot een hogere kapitaalblootstelling dan oorspronkelijk beoogd, waardoor de ruimte voor nieuwe investeringen afneemt. Daarmee versterkt onzekerheid over vervolgfianciering en exits niet alleen het risicoprofiel van individuele investeringen, maar kan het ook de totale investeringscapaciteit van angels beperken.

“In het begin zei ik: ik doe alleen de eerste ronde. Maar in de praktijk zie je dat ze brugfinanciering nodig hebben, en dan word je toch gedwongen om meer geld bij te leggen.”

Invloed van risicoprofiel op startupinvesteringen



Figuur 22: Invloed van het risicoprofiel van startups op angel-investeringen (n=136)

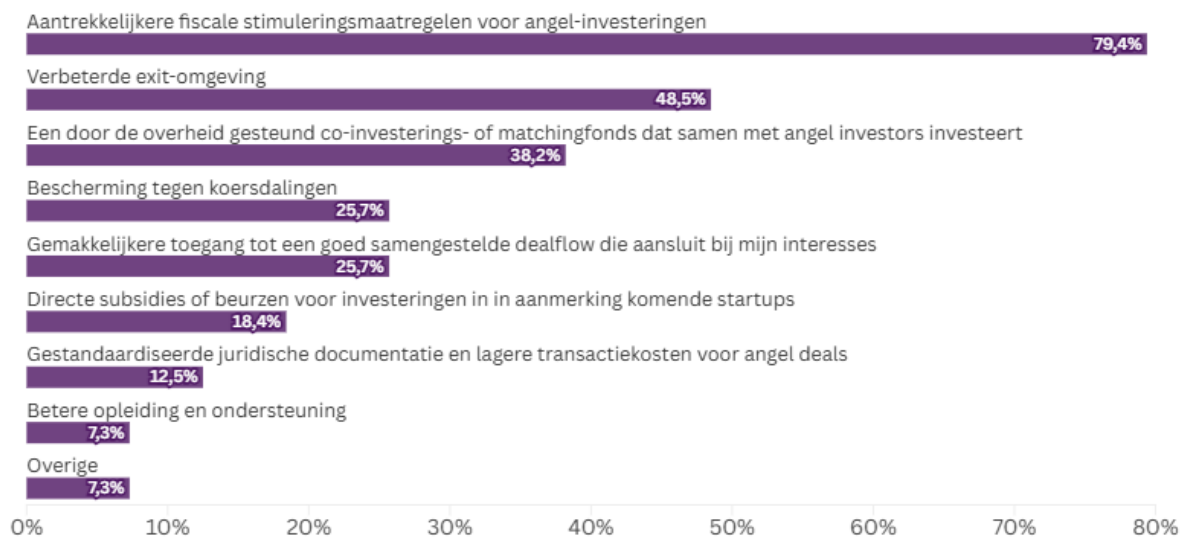
Fiscale overwegingen

Fiscale en institutionele factoren zijn een belangrijk tweede knelpunt. In totaal geeft 37,0% van de angels aan dat fiscale overwegingen hen ervan weerhouden om meer investeringen te doen in Nederlandse startups.



Daarnaast geeft een ruime meerderheid van de angels (79,4%) aan dat aantrekkelijkere fiscale stimulansen het meest effectief zou zijn om investeringen in Nederlandse startups te verhogen. De hypothetische scenario's in de enquête laten zien dat verbeterde fiscale randvoorwaarden samenhangen met een hogere allocatie van kapitaal richting Nederlandse startups. Dit wijst erop dat fiscale factoren met name van invloed zijn op de omvang van investeringen.

Maatregelen om angels te stimuleren



Figuur 23: Maatregelen die angels het meest zouden stimuleren om hun jaarlijkse investeringen in Nederlandse startups te verhogen (max. 3 antwoorden mogelijk, n=136)

Ook in de interviews wijst het merendeel van de geïnterviewde angels op fiscale belemmeringen die hun investeringsgedrag beperken. Met name de vermogensbelasting op (papieren) waarderingen, het ontbreken van effectieve verliescompensatie en de ervaren complexiteit van rapportage- en compliance-eisen worden door meerdere respondenten als belemmerend genoemd. Deze factoren worden vooral problematisch geacht in situaties waarin investeringen langdurig illiquide zijn.

Respondenten geven aan dat deze fiscale en regulatoire aspecten minder van invloed zijn op individuele investeringsbeslissingen, maar met name de bereidheid beperken om investeringen op te schalen of om via collectieve structuren te investeren. Daarnaast komt bij meerdere geïnterviewden het beeld naar voren dat de Nederlandse fiscale en regulatoire context, vanuit hun perspectief, weinig ruimte laat voor risicodragend angel kapitaal.

“Je betaalt vermogensbelasting over waarderingen die super risicovol zijn, terwijl het geld helemaal niet liquide is. Dat loopt echt op.”

Gebrek aan relevante dealflow en kwalitatieve teams

Uit de enquête komt naar voren dat angels beperkingen ervaren in de toegang tot voldoende kwalitatieve en goed gecensureerde investeringsmogelijkheden in Nederland. 33,3% van de respondenten noemt een gebrek aan relevante investeringsmogelijkheden als belemmering om meer te investeren. Daarbij gaat het niet primair om de hoeveelheid dealflow, maar om de kwaliteit, timing en schaalbaarheid van de proposities.



Daarbij geeft 31,2% van de respondenten aan dat de kwaliteit van teams en proposities een belemmering vormt. Hoewel dit knelpunt minder dominant is dan risico of fiscaliteit, wijst het erop dat een aanzienlijk deel van de beschikbare investeringsmogelijkheden niet voldoet aan de verwachtingen en criteria van angels.

In de interviews wordt dit bevestigd. Respondenten geven aan dat investeringsmogelijkheden in belangrijke mate via persoonlijke netwerken tot stand komen. Dit beperkt zowel de schaal als de diversiteit van de dealflow en vergroot volgens meerdere geïnterviewden het risico op netwerkbias.

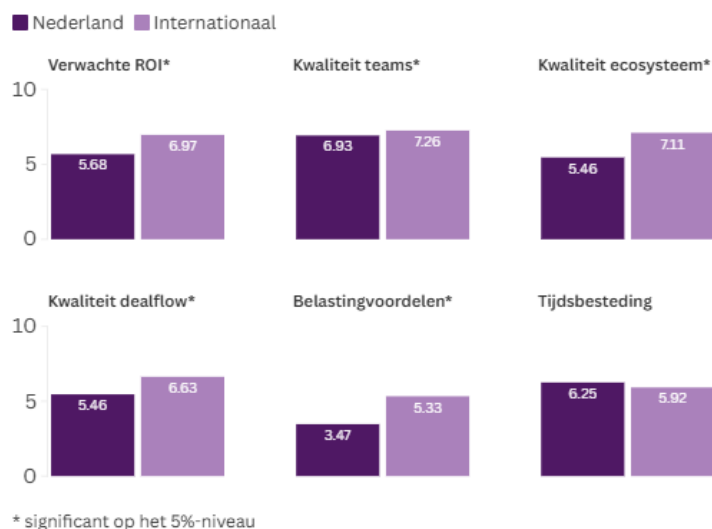
“Het grootste knelpunt is een continue stroom aan partijen waar je naar kan kijken om te investeren. Die weten mij normaal gesproken niet te vinden.”

Hoewel angels gebruik maken van platforms en netwerken om de instroom van proposities te vergroten, geven veel respondenten aan dat een aanzienlijk deel van de aangeboden investeringsmogelijkheden zich in een te vroeg stadium bevindt of onvoldoende marktvalidatie kent. Hierdoor ligt het knelpunt volgens respondenten niet uitsluitend in de kwantiteit van de dealflow, maar vooral in de timing en kwaliteit ervan. Dit leidt er in de praktijk toe dat investeringsbeslissingen vaker negatief uitvallen dan door angels wenselijk wordt geacht.

“Alles hangt samen met fiscaliteit. Belachelijke regels omtrent werknemersparticipatie. Goede mensen kiezen dus voor het buitenland, waardoor wij overblijven met sub-optimale teams en dus bedrijven.”

Nederlandse startups worden daarbij relatief lager beoordeeld dan internationale startups op aspecten als marktpotentieel en exit-mogelijkheden, wat de ervaren kwaliteitskloof deels kan verklaren (zie Figuur 24). In de enquête werd aan angels gevraagd om de kenmerken van het Nederlandse en internationale ecosysteem te beoordelen op een schaal van 1 tot 10. Over het algemeen gaven zij internationale startups en ecosystemen statistisch hogere scores dan de Nederlandse, bijvoorbeeld op de verwachte rendement op hun investering (Return on Investment, ‘ROI’) als zij investeren in startups, of de mogelijkheid om toegang te krijgen tot een hoge kwaliteit dealflow. Nederlandse startups of het ecosysteem werden nergens beter beoordeeld dan internationaal. Alleen de tijd die aan deals wordt besteed is gemiddeld ongeveer gelijk voor zowel Nederlandse als internationale investeringen. Het kleine verschil dat er is, is niet statistisch significant.

Perceptie van angels op het Nederlandse vs. internationale ecosysteem



Figuur 24: Beoordeling van angels over het Nederlandse versus internationale startup-ecosysteem op een 10 puntsschaal (waarbij * aangeeft dat het verschil statistisch significant is, n=136).



Kapitaal en liquiditeitsbeperkingen

Als vijfde grootste knelpunt worden ‘kapitaal en liquiditeitsbeperkingen’ genoemd door 30,4% van de respondenten.

“De reden om niet meer te doen is liquiditeit houden, en het feit dat je weet dat het heel lang duurt voordat je iets terugkrijgt. Als het goed gaat, dan duurt het tien jaar.”

De resultaten wijzen erop dat er wel kapitaal beschikbaar is, maar dat de combinatie van risico, illiquiditeit en rendement onzekerheid ervoor zorgt dat angels begrenzen hoeveel kapitaal zij in startups investeren en hoeveel investeringen zij doen.

“Ik maak mij ernstig zorgen over het nieuwe belastingsysteem met belaste papieren rendementen met een zeer hoog belastingpercentage. Dit kan tot grote liquiditeitsproblemen leiden.”

4.2 Conclusies knelpunten voor angels

Uit de enquêteresultaten en de interviews blijkt dat verschillende factoren hun bereidheid en vermogen om te investeren in vroege-fase startups beïnvloeden. Het meest genoemde knelpunt betreft risico en onzekerheid rondom exits, vervolgfianciering en marktomstandigheden, dat door 39,9% van de angels wordt genoemd. Deze onzekerheid beïnvloedt niet alleen individuele investeringsbeslissingen, maar kan ook de totale allocatie van kapitaal naar startupinvesteringen beperken.

Fiscale factoren zijn van invloed op het investeringsgedrag van angels. Zo geeft 37,5% van de respondenten aan dat fiscale overwegingen hen ervan weerhouden om meer te investeren, terwijl een ruime meerderheid aangeeft dat aantrekkelijkere fiscale stimulansen hun investeringsactiviteiten zou vergroten. Meerdere respondenten geven aan dat de Nederlandse fiscale en regulatoire context momenteel beperkt ruimte biedt voor risicodragend angel kapitaal. Dit wijst erop dat beleidsmaatregelen met name impact kunnen hebben op de omvang en professionalisering van het angel ecosysteem, eerder dan op de beslissing om überhaupt te investeren.

Verder ervaren angels beperkingen in de beschikbaarheid van voldoende kwalitatieve en schaalbare investeringsmogelijkheden. Ongeveer een derde van de respondenten noemt een gebrek aan relevante dealflow of de kwaliteit van teams en proposities als belemmering. Tot slot spelen kapitaal- en liquiditeitsbeperkingen een rol, mede doordat startupinvesteringen doorgaans langdurig illiquide zijn.

In de vergelijking van het Nederlandse ecosysteem ten opzichte van het internationale ecosysteem, beoordelen angels Nederlandse startups en het ecosysteem structureel lager dan internationale alternatieven, met name op verwachte return on investment (ROI), marktpotentieel en exitmogelijkheden. Ook de toegang tot kwalitatieve dealflow wordt internationaal als beter ervaren. Deze factoren zijn bepalend voor het risico-rendementsprofiel en daarmee voor de bereidheid om te investeren. Op geen van de onderzochte dimensies scoort Nederland beter dan internationale ecosystemen; alleen de tijdsinvestering per deal is vergelijkbaar. Dit wijst erop dat de lagere aantrekkelijkheid van Nederlandse startupinvesteringen primair wordt gedreven door verschillen in verwachte opbrengsten en ecosysteemkwaliteit, en minder door transactiekosten.

Gezamenlijk wijzen deze bevindingen erop dat angel-investeringen niet alleen worden beïnvloed door de kwaliteit van individuele startups, maar ook door bredere structurele factoren in het startup-ecosysteem.



5. Het verwachte effect van een fiscale stimulans

In dit hoofdstuk beantwoorden wij de volgende deelvraag:

Wat is het verwachte effect op investeringen in Nederlandse vroege-fase startups bij invoering van een fiscale stimulans?

5.1 Context voor de experimentele toetsing van fiscale stimulans

In de voorgaande hoofdstukken zijn de knelpunten in de financiering van Nederlandse startups vanuit zowel het perspectief van ondernemers als angels in kaart gebracht. Hieruit blijkt dat particuliere investeringen in vroege-fase startups worden beïnvloed door een combinatie van factoren. Angels ervaren het investeren in startups als relatief risicovol, onder meer door onzekerheid rondom exits en vervolgfianciering. Daarnaast beoordelen zij het verwachte rendement van Nederlandse startups gemiddeld lager dan internationale alternatieven. Tegelijkertijd geven veel angels aan dat het aantal kwalitatief sterke en voldoende volwassen, schaalbare startups in Nederland beperkt is.

Deze factoren dragen ertoe bij dat het beschikbare private kapitaal slechts in beperkte mate zijn weg vindt naar startups in de vroegste financieringsfase. De vraag die hieruit voortvloeit is daarom niet alleen waarom investeringen achterblijven, maar vooral welke interventies deze drempels kunnen verlagen. De onderzochte oplossingsrichting sluit zich aan bij de motie Dassen en Martens-America, waarin EZK wordt gevraagd om varianten van een fiscale regeling voor startupinvesteringen door individuele investeerders uit te werken. Uit de enquête blijkt daarnaast dat een meerderheid van de angels aangeeft dat aantrekkelijkere fiscale stimulansen hen zouden helpen om hun jaarlijkse investeringen in Nederlandse startups te verhogen.

Allereerst worden de resultaten van het in dit onderzoek uitgevoerde survey experiment besproken, waarin is onderzocht in hoeverre een fiscaal instrument het investeringsgedrag van angels kan beïnvloeden.

5.2 Experimentele toetsing van fiscale stimulans

EZK heeft GEC gevraagd te verkennen in hoeverre een specifiek fiscaal instrument het investeringsgedrag van Nederlandse angels zou kunnen beïnvloeden. In dit experiment is onderzocht wat het effect is van een fiscale stimulans op de investeringen van angels in Nederlandse startups. Angels werden gevraagd een (fictief) kapitaal van 865.000 euro te verdelen over verschillende investeringscategorieën, in de vorm van een survey experiment. De interventiegroep kreeg voorafgaand aan de opdracht een fiscale stimulans geïntroduceerd, terwijl dit bij de controlegroep niet het geval was. De stimulansen zijn in detail beschreven op pagina 19 en 20. De resultaten zijn weergegeven in figuur 25.

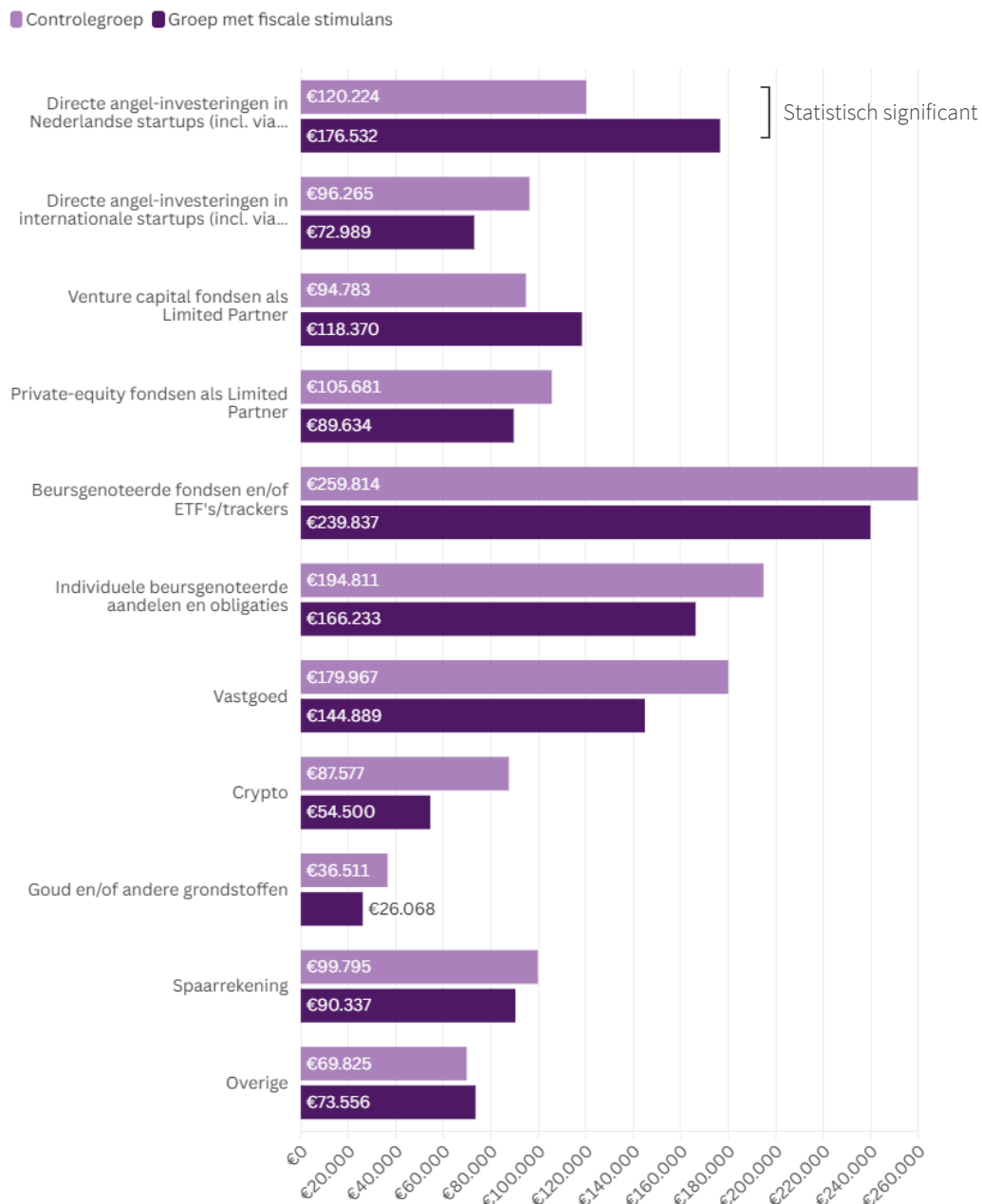
Uit de resultaten van dit survey experiment blijkt dat angels met een fiscale stimulans gemiddeld 47% meer alloceren aan Nederlandse startups (176.532 euro) dan de controlegroep (120.224 euro). Dit verschil is statistisch significant.

Zelfs in de regressie-analyses waarin wordt gecontroleerd voor de achtergrondkenmerken van de angels, zoals ervaring en gemiddelde inleg ('*ticket size*') en het type angel (ex-ondernemer, family office, etc.) blijft het effect van de fiscale stimulans (marginaal) significant ($p = 0,052$). Uit deze regressie blijkt dus dat het feit dat er meer kapitaal beschikbaar komt voor startups in de interventiegroep dus niet toe te wijzen is aan toeval of specifieke kenmerken van de angels in die groep, maar is te verklaren door de fiscale stimulans.



De resultaten van dit experiment laten zien dat de fiscale stimulans een positief effect kan hebben op investeringen in Nederlandse startups. Voor de andere investeringscategorieën blijkt uit de regressie-analyse dat er geen significante verschillen zijn tussen de groepen. Daarbij is belangrijk om aan te merken dat het gaat om een hypothetisch scenario waarin investeerders zich inleefden, maar niet om daadwerkelijk geïnvesteerde bedragen. Een nadere toelichting op de specificaties en uitgevoerde analyses is opgenomen in bijlage III.

Gemiddelde investeringsbedragen per groep



Figuur 25: Gemiddelde investeringsbedragen voor groep met fiscale stimulans vs. controlegroep. Alleen het verschil in de eerste categorie (directe investeringen in Nederlandse startups) is statistisch significant ($p < 0.05$), ($n = 136$).



5.3 Potentiële impact van fiscale stimulans

In het survey experiment konden de respondenten in het hypothetische scenario een fictief kapitaal van 865.000 euro verdelen over verschillende *asset classes*. De experimentele groep alloceerde gemiddeld een groter aandeel van het beschikbare budget aan startup-investeringen dan de controlegroep zonder fiscale stimulans: 20,4% tegenover 13,9%, een verschil van 6,5 procentpunt. Oftewel, respondenten die werden geconfronteerd met een fiscaal voordeel investeerden gemiddeld 56.308 euro méér in startups dan respondenten in de controlegroep. Dit verschil tussen interventie- en controlegroep is statistisch significant en wijst er binnen de experimentele setting op dat de fiscale stimulans gepaard gaat met meer investeringen in Nederlandse startups.

In de enquête konden de angels aangeven hoeveel kapitaal ze momenteel gereserveerd hebben om te investeren in startups.²⁹ Hieruit blijkt dat 76,5% 100.000 euro of meer en 30,9% 500.000 euro of meer gealloceerd heeft aan directe investeringen in startups. Naar schatting zijn er 1.000 tot 3.000 actieve angels in Nederland³⁰. Doordat data gerelateerd aan exact besteedbaar vermogen en allocatie naar startups ontbreken, is het in dit onderzoek niet mogelijk een bedrag aan totaal additioneel privaat kapitaal te koppelen aan de uitkomsten van het experiment om zodoende de potentiële impact van de fiscale stimulans te kwantificeren. De beschikbare data wijzen in ieder geval op een substantieel potentieel.

Bij de uitkomsten van het experiment, en het vertalen hiervan naar de praktijk, dienen tot slot een aantal opmerkingen geplaatst te worden:

Allereerst betreft het een fictieve investeringscasus. Deze verschilt mogelijk op een aantal aspecten van de praktijk. Zo kan onder andere de risicobereidheid met echt vermogen lager zijn dan met fictief vermogen en is de bekendheid met de regeling in de praktijk mogelijk lager. De verschillen tussen de twee experimentele groepen geven inzicht in de richting van het effect (want beide groepen hebben te maken met deze restricties), maar de exacte bedragen zijn moeilijk te vertalen naar de praktijk.

Daarnaast is het bedrag dat respondenten in de survey zelf rapporteren als totaal in startups gealloceerd vermogen beperkt bruikbaar voor extrapolatie, onder andere omdat de elasticiteit van de fiscale stimulans onbekend is.

Concluderend laten de resultaten zien dat in een (fictief) survey experiment onder angels de aanwezigheid van een fiscale tegemoetkoming samenhangt met een hogere allocatie van vermogen naar investeringen in Nederlandse startups. Respondenten die werden geconfronteerd met een fiscaal voordeel investeerden gemiddeld 56.308 euro méér in startups dan respondenten in de controlegroep. Dat is 6,5% punt van het fictieve investeerbare vermogen in het experiment. Dit verschil tussen interventie- en controlegroep is statistisch significant.

²⁹ Zie de tabel 'Total money allocated to startups' op pagina 64.

³⁰ Op basis van een aantal indicaties van partijen die in het Nederlandse startup- en angel-ecosysteem actief zijn, schatten wij de totale actieve populatie van angels die in startups investeren in Nederland op circa 1.000 tot 3.000. Inschattingen o.a. PwC/Techleap: 1.800-2.000, Arches Capital: 850, Leapfunder: 10.000 latente angels geregistreerd in Nederland, waarvan 1.000 actief. In [deze LinkedIn post](#) konden o.a. ondernemers en (angel) investeerders hun inschatting geven. Het gemiddelde van 17 inschattingen is 2.698 angels.



6. Bevindingen en conclusies

6.1 Belangrijkste conclusies

Dit onderzoek laat zien dat er sprake is van een structureel knelpunt in de vroege-fase financiering, en dat angels een belangrijke factor voor kapitaal zijn in deze fase. Vanuit startup-perspectief is beperkte toegang tot durfkapitaal veruit de belangrijkste groeibarrière: een grote meerderheid van de startups ervaart financiering als grootste belemmering, het ophalen van durfkapitaal duurt vaak langer dan zes maanden en rondes worden regelmatig onder het beoogde bedrag gesloten. Tegelijkertijd worden angels juist hoog gewaardeerd om hun niet-financiële bijdrage, wat erop wijst dat het knelpunt niet zit in de bereidheid van startups om angels te betrekken, maar in de beschikbaarheid, snelheid en risicobereidheid van kapitaal.

Aan de aanbodzijde blijkt dat Nederlandse angels hun investeringsvolume primair begrenzen vanwege het hoge risicoprofiel, de lange illiquiditeit en onzekerheid over rendement. Een aanzienlijk deel geeft aan dat het verwachte rendement het risico onvoldoende compenseert en dat fiscale en regulatoire randvoorwaarden hun bereidheid beperken om grotere bedragen te alloceren.

Daarnaast ervaren angels beperkingen in toegang tot kwalitatieve dealflow en beoordelen zij het verwachte rendement en ecosysteemklimaat van Nederlandse startups gemiddeld lager dan internationale alternatieven. De internationale benchmark laat zien dat landen met gerichte en fase-specifieke fiscale instrumenten voor vroege fase investeringen een grotere schaal en dynamiek in hun angelmarkt kennen, al kan op basis van dit onderzoek geen directe causaliteit worden vastgesteld.

Naast de financiële knelpunten geven zowel startups als angels aan dat zij moeite hebben om elkaar te vinden. Terwijl startups zeggen dat zij het lastig vinden om geschikte angels te vinden moeite hebben met het verkrijgen van introducties/toegang, staat het gebrek aan relevante dealflow juist in de top 3 van redenen voor angels die ze hebben belemmerd om meer in startups te investeren.

Tezamen wijzen de bevindingen erop dat de Nederlandse vroege-fase markt wordt gekenmerkt door een combinatie van relatief lage risicobereidheid, beperkte schaal en fragmentatie, wat kan leiden tot opportuniteitskosten voor zowel individuele startups als het bredere startup-ecosysteem, doordat tijd, kapitaal en groeipotentieel verloren gaan in een internationaal concurrerende markt.

In een experiment is onderzocht wat het effect is van een fiscale maatregel op de investeringsbeslissing van angel investeerders. Angels werd gevraagd een (fictief) kapitaal van 865.000 euro te verdelen over verschillende investeringscategorieën met of zonder een fiscaal instrument (interventie vs. controlegroep). De resultaten laten zien dat een fiscale stimulans leidt tot een statistisch significante hogere allocatie richting Nederlandse startups, met gemiddeld 47% meer investering in de interventiegroep. Dit suggereert dat investeringsbeslissingen in deze fase gevoelig zijn voor fiscale stimulansen, met name ten aanzien van de omvang van allocatie.

6.2 Beperkingen van het onderzoek

Dit onderzoek is uitgevoerd binnen een relatief korte onderzoeksperiode van circa vier maanden (oktober 2025 tot februari 2025). Binnen deze periode zijn vier onderzoekscomponenten opgezet en uitgevoerd: 1) kwalitatieve interviews met angels en ondernemers, 2) een landelijke enquête onder angels en ondernemers, 3) een internationale benchmark op basis van deskresearch, en 4) een experiment geïntegreerd in de enquête. Door deze beperkte doorlooptijd en de praktische beperking van de kerstvakantie met het oog op de verspreiding van de enquêtes, was er beperkte ruimte voor herhaling, verdieping en iteratie van de onderzoeksinstrumenten, zoals extra interviews of aanvullende validatierondes van de vragenlijst.



Er zijn zeven diepte-interviews met angels uitgevoerd. Deze interviews leveren rijke kwalitatieve inzichten op in ervaren knelpunten, motivaties en investeringsgedrag, maar het beperkte aantal interviews maakt dat de bevindingen niet zonder meer generaliseerbaar zijn naar de gehele populatie. Bovendien kan de samenstelling van de geïnterviewde groep invloed hebben gehad op de aard van de bevindingen.

De angel-enquête leverde in totaal 136 respondenten op die de enquête volledig hebben ingevuld (en ongeveer 60 die een deel van de enquête hebben ingevuld; deze gedeeltelijke antwoorden zijn niet meegenomen in de analyses). Hoewel het absolute aantal respondenten misschien bescheiden lijkt, vormen angel-investeerders een zeer gespecialiseerde en moeilijk te bereiken groep. Op basis van schattingen van actoren binnen het Nederlandse ecosysteem van start-ups en angel-investeringen wordt de populatie van actieve angel-investeerders in Nederland geschat op ongeveer 1.000 tot 3.000 personen³¹.

Uit de power analyse blijkt dat de steekproefomvang voldoende statistische power biedt voor de uitgevoerde analyses. Deze geeft aan dat, om met 80% kans een daadwerkelijk bestaand effect ook aan te kunnen tonen met de statistische toets, je een n van minimaal 128 nodig hebt ($n=64$ per groep), uitgaande van een middelgroot effect. Gezien de uitdagingen die gepaard gaan met het bereiken van deze specifieke beroepsgroep, wordt de bereikte steekproefomvang daarom voldoende geacht om zinvolle conclusies te trekken uit de enquêteresultaten.

Respondenten zijn voornamelijk bereikt via bestaande netwerken en angelcommunities. Hierdoor bestaat de kans dat vooral actieve en betrokken angels zijn vertegenwoordigd, terwijl minder actieve of zichtbare angels ondervertegenwoordigd zijn. Wij beschouwen de steekproef als een redelijke afspiegeling van de populatie actieve angels (circa 1.000–3.000). Bij gebrek aan populatiegegevens op kenmerkenniveau kan representativiteit echter niet volledig worden getoetst. De resultaten dienen daarom als indicatief te worden geïnterpreteerd en niet als volledig representatief.

Het experiment is uitgevoerd binnen de context van een enquête over investeringsgedrag. Hierdoor waren respondenten reeds aangezet om na te denken over investeringskeuzes en rendementen, wat mogelijk heeft geleid tot framing of context bias. Dit kan de uitkomsten van het experiment hebben beïnvloed. Belangrijk is verder dat er gebruikgemaakt werd van een scenario waarin investeerders zich inleefden en keuzes maakten over investeringen met een *fictief* vermogen. Het is mogelijk dat investeringsbeslissingen in de realiteit meer risicomijdend zijn. De resultaten van het experiment dienen daarom als verkennend en indicatief te worden beschouwd. Verder is het effect gemeten onder maximale zichtbaarheid van de regeling, doordat respondenten hier expliciet op zijn bevraagd. Alhoewel iedere angel belastingplichtig is voor de inkomstenbelasting, zal de zichtbaarheid in de praktijk lager zijn dan het experiment, waardoor het effect mogelijk wordt overschat. Daarnaast is niet geverifieerd of de respondenten de regeling correct begrijpen.

De internationale benchmark is gebaseerd op deskresearch, expertinterviews en data van dealroom. Angel-rondes worden echter niet altijd geregistreerd of openbaar gemaakt. Angel-investeringen vinden vaak plaats in zeer vroege fases, met kleine bedragen en zonder publieke aankondiging, waardoor deze transacties regelmatig ontbreken in commerciële databases zoals Dealroom. Dit betekent dat de internationale vergelijkingen mogelijk een onderschatting geven van de daadwerkelijke omvang van angelinvesteringen in benchmarklanden. De resultaten uit de benchmark dienen daarom met voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd.

Het onderzoek is daarnaast gebaseerd op zelfgerapporteerde data. Dit brengt beperkingen met zich mee, zoals een onvolledige herinnering, sociale wenselijkheid in antwoorden en mogelijke verschillen tussen gepercipieerd

³¹ Zie hoofdstuk 5.3 voor een onderbouwing van deze inschatting.



en daadwerkelijk investeringsgedrag. Wat respondenten aangeven belangrijk te vinden, hoeft niet altijd volledig overeen te komen met hun feitelijke beslissingen in de praktijk.

Ondanks deze beperkingen biedt de combinatie van kwalitatieve interviews, enquête-data en experimentele resultaten een waardevolle en samenhangende basis voor het identificeren van belangrijke knelpunten in het huidige Nederlandse angel ecosysteem en voor het formuleren van beleidsrelevante inzichten.

6.3 Suggesties voor verder onderzoek

Dit onderzoek geeft aanwijzingen dat een fiscale stimulans voor angels in een grotere allocatie van kapitaal naar Nederlandse startups kan resulteren. Het onderzoek heeft zich dus vooral gericht op de potentiële opbrengsten van een regeling. Wat de kosten van de fiscale stimulans zijn voor de Nederlandse schatkist, en hoe deze het beste ingepast kan worden in het Nederlandse stelsel, viel echter buiten de scope van dit onderzoek. Daarnaast kan het interessant zijn om dieper onderzoek te doen naar de *opportunity costs* voor het Nederlandse ecosysteem, bijvoorbeeld door waarderingen en investeringsvoorwaarden te vergelijken tussen verschillende landen in Europa.



7. Bijlagen

I Belangrijkste rapporten en bronnen	44
II Volledige vragenlijst angel-enquête	45
III Volledige resultaten angel-enquête	60
IV Volledige vragenlijst startup-enquête	80
V Volledige resultaten startup-enquête	95
VI Interviewgids vragen	108
VII Overzicht geïnterviewden	110
VIII Fiscale stimulansen in benchmarklanden	111



I Belangrijkste rapporten en bronnen

- Dialogic (2025), [*Onderzoek stimulering risicodragend kapitaal voor het mkb en startups*](#)
- Golden Egg Check (2021), [*Data-analyse: Uitdagingen en kansen voor startups in de vroege fase*](#)
- KplusV (2020), [*Risicokapitaal in de Vroege Fase - Onbenut potentieel verzilveren*](#)
- KplusV (2024), [*Meta-evaluatie risicokapitaalinstrumentarium*](#)
- Mario Draghi (2024), [*The future of European competitiveness*](#)
- Mustafa Torun (Invest-NL), [*De Europese startupmachine draait als nooit tevoren, maar echte wereldspelers blijven uit*](#), geraadpleegd op 18-2-2026
- PwC (2022), [*Het onbenut potentieel in de financiering van startups*](#)
- QSR (2026), [*Dutch startups raised almost €2.6 billion last year, making 2025 the third best year ever*](#), geraadpleegd op 16-2-2026
- Rapport Wennink, (2025), [*De route naar toekomstige welvaart*](#)
- Rijksoverheid, IBO Bedrijfsfinanciering (2024), [*Kies voor baten*](#)



II Volledige vragenlijst angel-enquête

Page description:

Hello,

Thank you for participating in this survey.

Your experience and knowledge as a business angel are important in helping us to understand the current investment dynamics within the Dutch venture capital ecosystem. The insights you share will support ongoing research for the [Dutch Ministry of Economic Affairs](#).

This research is a joint effort between the [Dutch Ministry of Economic Affairs](#) and [Golden Egg Check B.V.](#)

Your responses are confidential and will be used solely for the scope of this study. Golden Egg Check will not use your data for any private or commercial purposes. The survey takes approximately 8 minutes to complete.

You can complete the survey in either English or Dutch, using the language button in the top right corner. Please select your preferred language before you start; if you change the language halfway through, **your progress will be lost**. If you encounter any problems while completing the survey, please contact thomas@goldeneggcheck.com.

We appreciate your contribution and support for the development of the Dutch startup ecosystem.

Golden Egg Check B.V.

Thomas Mensink, Anna Dyachenko, Maud Vermeulen and Lucia Meseguer



Ministry of Economic Affairs





LOGIC Show/hide trigger exists.

1. Where are you currently a tax resident for income/wealth tax purposes? *

- Tax resident in the Netherlands
- Tax resident outside the Netherlands

Page exit logic: Skip / Disqualify Logic

IF: #1 Question " **Where are you currently a tax resident for income/wealth tax purposes?**" is one of the following answers ("Tax resident outside the Netherlands") **THEN:** Jump to [page 10 -](#)

(untitled)

2. What type of business angel describes you best? *

- Current or former startup (co-)founder
- Current or former entrepreneur (non-startup business owner)
- Current of former employee of startup or SME
- Current or former executive or manager in a corporate
- Venture capital or private equity professional
- Finance or banking professional
- Family office or high-net-worth individual
- Other (please specify)



3. How long have you been investing as an business angel in startups?*

- Less than 2 years
- 2-5 years
- 6-10 years
- More than 10 years

4. Approximately how many angel investments in startups have you made in total (lifetime)? *

- 0
- 1-5
- 6-10
- 11-20
- More than 20

VALIDATION Must be numeric Whole numbers only Positive numbers only

5. How many initial investments in startups have you done in the last 24 months? Please provide a number *

VALIDATION Must be numeric Whole numbers only Positive numbers only

6. How many initial investments in startups do you plan on doing in the next 24 months? Please provide a number *



7. What is your median initial ticket size? *

- Less than €10.000
- €10.001 - €25.000
- €25.001 - €50.000
- €50.001 - €100.000
- €100.001 - €250.000
- €250.001 - €500.000
- More than €500.000

8. Roughly what share of your **net investable assets** is allocated to direct angel investments in startups? *

- Less than 5%
- 5-10%
- 10-25%
- 25-50%
- More than 50%



9. Approximately, how much money do you currently have allocated to angel investments in startups in total? *

- Less than €100,000
- €100,000 - €250,000
- €250,001 - €500,000
- €500,001 - €1,000,000
- €1,000,001 - €5,000,000
- More than €5,000,00
- Prefer not to say

(untitled)

LOGO Show/hide trigger exists.

10. Where do you primarily invest in startups (geographically)? *

- Only in Dutch startups
- Dutch and European startups
- Dutch and non-European startups
- Roughly balanced between European and non-European startups
- Mostly non-European startups, with some European startups
- Only non-European startups



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

LOGIC Hidden unless: #10 Question "Where do you primarily invest in startups (geographically)?" is one of the following answers ("Dutch and European startups", "Dutch and non-European startups", "Roughly balanced between European and non-European startups", "Mostly non-European startups, with some European startups", "Only non-European startups")

11. Why do you also invest in foreign (non-Dutch) startups? Select a maximum of 3 answers *

- Better perceived risk/return profile than Dutch startups
- Access to larger or more mature markets
- Dealflow comes via (international) networks I trust
- Higher perceived team quality or experience
- Better follow-on funding environment
- Better tax benefits
- Personal interest or ties to those markets
- Diversification across countries
- Other (please specify):

12. Which categories do you mainly invest in? Select all that apply *

- Foodtech / Agritech
- Medtech / Biotech
- Software
- Fintech
- Hightech
- Cleantech
- Impact
- Sector/industry agnostic
- Other (please specify)



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

13. When choosing to allocate capital to startups instead of other asset classes (e.g. public markets, private equity, real estate, etc.), what are your most important considerations? Select a maximum of 3 answers *

- Personal interest and/or high involvement in investment
- Contribution to societal/environmental challenges
- Ability to generate investment opportunities (dealflow)
- Expected return on investment (ROI)
- Investment liquidity and time to exit
- Expected time spent on the investment (e.g. sourcing, due diligence, execution)
- Portfolio diversification
- Risk profile
- Tax benefits

VALIDATION Min. answers per row = 2 (if answered)

14. How do you generally rate the following characteristics for investing in Dutch vs international startups? (1 = very low, 10 = very high) *

	Dutch startups (1-10)	International startups (1-10)
Expected return on investment (ROI)	1	1
	2	2
	3	3
	4	4
	5	5
	6	6
	7	7
	8	8
	9	9
	10	10
	1	1
	2	2
	3	3
	4	4



Quality of founders and teams	<input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>	<input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>
Quality and maturity of the startup ecosystem	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>
Ability to get access to high-quality investment opportunities	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>
Tax incentives	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>
Time spent on investment	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>	<input type="text" value="1"/> <input type="text" value="2"/> <input type="text" value="3"/> <input type="text" value="4"/> <input type="text" value="5"/> <input type="text" value="6"/> <input type="text" value="7"/> <input type="text" value="8"/> <input type="text" value="9"/> <input type="text" value="10"/>



15.

Please imagine:

You have a total of €865,000 in **Net Investable Assets available (including cash reserves, excluding primary residence). You are exploring how to allocate this capital over different types of asset classes.**

How would you allocate your €865,000 across the following asset classes? Give your answer in numbers only *

<input type="text"/>	€ Direct angel investments in Dutch startups (including syndicated deals)
<input type="text"/>	€ Direct angel investments in international startups (including syndicated deals)
<input type="text"/>	€ Venture capital funds as Limited Partner
<input type="text"/>	€ Private equity funds as Limited Partner
<input type="text"/>	€ Listed funds and/or ETFs / trackers
<input type="text"/>	€ Individual listed stocks and bonds
<input type="text"/>	€ Real estate
<input type="text"/>	€ Crypto
<input type="text"/>	€ Gold and/or other commodities
<input type="text"/>	€ Savings account
<input type="text"/>	€ Other

0 out of 865000 Total



16. Please explain how you determined the allocation of the €865,000 capital in the previous question.

Page description:

VALIDATION Must be numeric

17.

Please imagine:

You have a total of €865,000 in **Net Investable Assets available (including cash reserves, excluding primary residence). You are exploring how to allocate this capital over different types of asset classes.**

It turns out there is a new tax scheme that could offer you tax benefits when investing in startups

This new tax scheme consists of the following tax benefits:

1. You can deduct 25% of your investment in a qualifying startup from your Box 1 taxable income in the same calendar year, up to a



maximum deduction of €100,000.

2. Capital gains treatment:

A. If you sell your shares after 4 years, the capital-gains tax rate in Box 3 is reduced by 25%, for capital gains up to €250,000 per year.

B. If a capital gain is reinvested in the same calendar year, taxation is effectively deferred until the next gain, again for capital gains up to €250,000 per year.

Under this tax scheme, how would you allocate your €865,000 across the following asset classes? Please note that all your answers are in EURO. Write numbers only. *

<input type="text"/>	€ Direct angel investments in Dutch startups (including syndicated deals)
<input type="text"/>	€ Direct angel investments in international startups (including syndicated deals)
<input type="text"/>	€ Venture capital funds as Limited Partner
<input type="text"/>	€ Private equity funds as Limited Partner
<input type="text"/>	€ Listed funds and/or ETFs / trackers
<input type="text"/>	€ Individual listed stocks and bonds
<input type="text"/>	€ Real estate
<input type="text"/>	€ Crypto
<input type="text"/>	€ Gold and/or other commodities
<input type="text"/>	€ Savings account
<input type="text"/>	€ Other



0 out of 865000 Total

18. Please explain how you determined the allocation of the €865,000 capital in the previous question.



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

19. Looking back at the past few years, which factors have prevented you from doing more direct investments in Dutch startups? Select a maximum of 3 answers *

- Concerns about risk or uncertainty (e.g. exits, dilution, follow-on funding, market conditions)
- Capital/liquidity constraints
- Administrative burden (contracts, reporting, bookkeeping)
- Lack of relevant dealflow opportunities
- Lack of team quality
- Unfavorable risk/reward ratio
- Lack of time/attention to evaluate and support deals
- Legal or regulatory constraints (e.g. KYC, AML)
- Tax considerations
- Other (please specify)

20. To what extent does the risk profile of startup investments limit how much you invest in this asset class as an angel? *

- Not at all
- Slightly
- Moderately
- Strongly
- Very strongly



21. Do you feel that the expected returns from startup investing adequately compensate you for the risk you take? *

- Clearly not
- Probably not
- Unsure
- Probably yes
- Clearly yes

(untitled)

22. In the Netherlands, angel investments can be made in different boxes (e.g. Box 2, Box 3), and/or structures (e.g. B.V., SPV, etc). Which statement best describes how you do it? *

- I mainly invest privately as an individual (Box 3)
- I mainly invest via BVs (e.g. personal holding BV and/or deal-specific SPVs) in Box 2
- I use a mix of private (Box 3) and BV/SPV (Box 2) structures
- I'm not sure which box/structure applies
- Other (please specify)



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

23. Which of the following measures would most encourage you to increase your annual investments in Dutch startups? Select a maximum of 3 answers *

- A government-backed co-investment or matching fund that invests alongside angels
- Direct subsidies or grants for investing in qualifying startups
- Easier access to well-curated dealflow that matches my interests
- Improved exit environment (secondary markets, more M&A, etc.)
- More attractive tax incentives for angel investments (e.g. deductions, relief on gains)
- Better education and support (e.g. training, networks, investment tools)
- Downside protection (e.g. partial loss guarantees for qualifying investments)
- Standardised legal documentation and lower transaction costs for angel deals
- Other (please specify)

24. Do you have any other comments/input that you think is relevant for the purpose of this research?



III Volledige resultaten angel-enquête

Data

For this project, we ran our analysis using a database of 142 respondents. All processing and statistical analyses were conducted using R studio.

Sample selection and cleaning

Prior to analysis, the dataset was cleaned as follows. Observations corresponding to respondents who were not tax residents in the Netherlands were removed. In addition, respondents who reported zero investments ever (Q4), zero initial investments in the last 24 months (Q5), or plans to make zero investments in the future (Q6) were excluded from the sample.

After applying these exclusion criteria, the final sample consists of 136 observations.

To provide an overview of the sample, descriptive statistics were computed for key demographic characteristics of the angel investors. Summary statistics are reported in the tables below, along with the question that was asked to the respondents, the number of respondents in each category, and the percentage that they represent of the sample.

Descriptive statistics angel survey

What type of business angel describes you best?

Type of angels	Count (n)	Percentage
Current or former startup (co-)founder	62	45.6%
Current or former entrepreneur (non-startup business owner)	22	16.2%
Current or former employee of startup or SME	6	4.4%
Current or former executive or manager in a corporate	8	5.9%
Venture capital or private equity professional	11	8.1%
Finance or banking professional	5	3.7%
Family office or high-net-worth individual	19	13.9%
Other (please specify)	3	2.2%

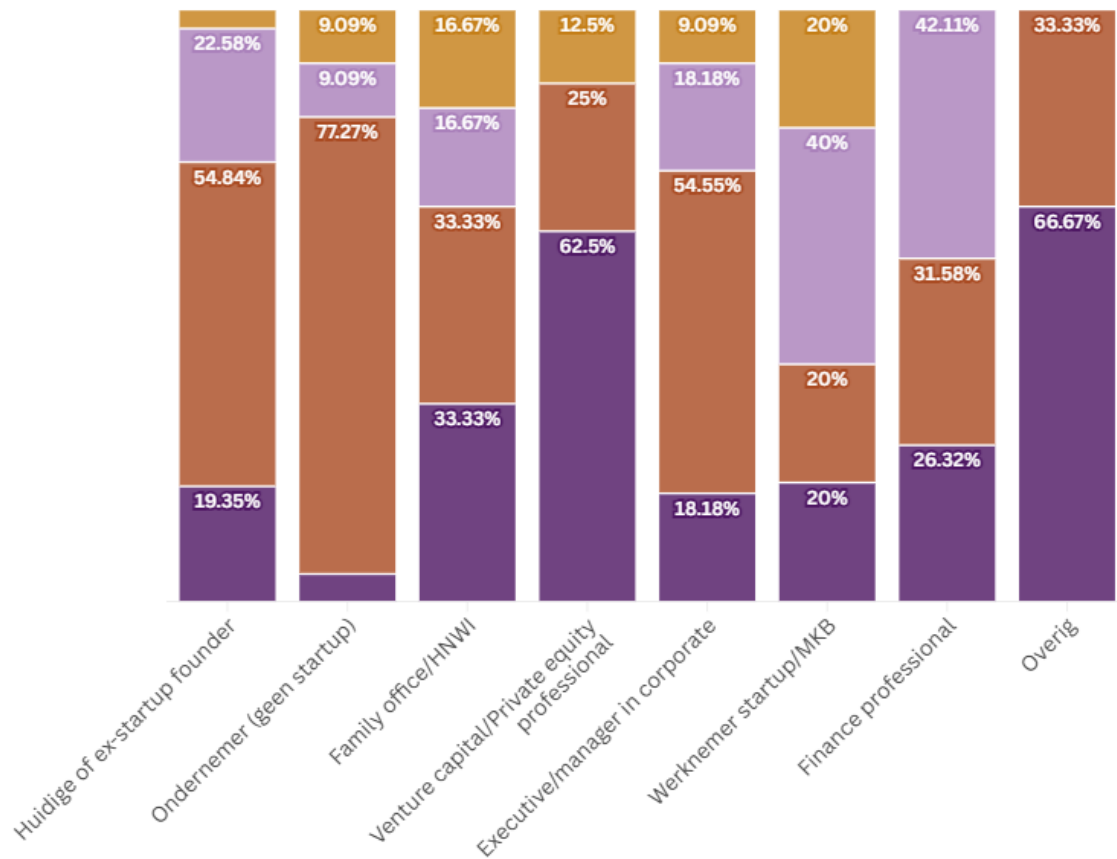
How long have you been investing as a business angel in startups?

Years investing	Count (n)	Percentage
Less than 2 years	23	16.9%
2-5 years	50	36.8%
6-10 years	41	30.2%
More than 10 years	22	16.1%



Type of angel & Box where they invest

■ Box 3
 ■ Box 2
 ■ Combinatie van Box 2 & Box 3
 ■ Niet zeker



Number of investments done	Count (n)	Percentage
0	4	2.9%
1-5	48	35.3%
6-10	37	27.2%
11-20	31	22.8%
More than 20	16	11.8%



How many initial investments in startups have you done in the last 24 months? Please provide a number

Initial investments one	Count (n)	Percentage %
0	14	10.3%
1	26	19.1%
2	22	16.2%
3	22	16.2%
4	14	10.3%
5	15	11,1%
6	6	4.4%
7	3	2.2%
8	3	2.2%
10	6	4.4%
11	1	0.7%
12	2	1.5%
15	1	0.7%
18	1	0.7%



How many initial investments in startups do you plan on doing in the next 24 months? Please provide a number

Initial investments planned	Count (n)	Percentage %
0	7	5.1%
1	20	14.7%
2	32	23.5%
3	21	15.4%
4	17	12.5%
5	18	13.2%
6	6	4.4%
7	1	0.8%
8	1	0.8%
10	11	8.1%
16	1	0.8%
20	1	0.7%



What is your median initial ticket size?

Median initial ticket size	Count (n)	Percentage %
Less than €10.000	17	12.5%
€10.001 - €25.000	31	22.8%
€25.001 - €50.000	44	32.4%
€50.001 - €100.000	28	20.6%
€100.001 - €250.000	9	6.6%
€250.001 - €500.000	4	2.9%
More than €500.000	3	2.2%

Roughly what share of your net investable assets is allocated to direct angel investments in startups?

Share of net investable assets allocated	Count (n)	Percentage %
Less than 5%	36	26.5%
5-10%	52	38.2%
10-25%	31	22.8%
25-50%	13	9.6%
More than 50%	4	2.9%

Approximately, how much money do you currently have allocated to angel investments in startups in total?

Total money allocated to startups	Count (n)	Percentage %
Less than €100,000	29	21.3%
€100,000 - €250,000	30	22.1%
€250,001 - €500,000	32	23.5%
€500,001 - €1,000,000	21	15.4%
€1,000,001 - €5,000,000	20	14.7%
More than €5,000,00	1	0.8%
Prefer not to say	3	2.2%



Where do you primarily invest in startups (geographically)?

Geographical locations where angels mainly invest	Count (n)	Percentage %
Only in Dutch startups	72	53%
Dutch and European startups	45	35.8%
Dutch and non-European startups	7	5.8%
Roughly balanced between European and non-European startups	6	5.1%
Mostly non-European startups, with some European startups	3	2.2%
Only non-European startups	3	2.9%

Why do you also invest in foreign (non-Dutch) startups? Select a maximum of 3 answers

Reasons to invest in international startups	Count (n)
Better perceived risk/return profile than Dutch startups	13
Access to larger or more mature markets	29
Dealflow comes via (international) networks I trust	44
Higher perceived team quality or experience	13
Better follow-on funding environment	14
Better tax benefits	4
Personal interest or ties to those markets	4
Diversification across countries	10
Other	7

Which categories do you mainly invest in? Select all that apply

Categories	Count (n)
Foodtech / Agritech	25
Medtech / Biotech	37
Software	94
Fintech	42
Hightech	32
Cleantech	19
Impact	45
Sector / industry agnostic	27
Other	27



When choosing to allocate capital to startups instead of other asset classes (e.g. public markets, private equity, real estate, etc.), what are your most important considerations? Select a maximum of 3 answers

Reasons to invest in startups	Count (n)
Personal interest and/or high involvement in investment	104
Contribution to societal/environmental challenges	53
Ability to generate investment opportunities (dealflow)	16
Expected return on investment (ROI)	74
Investment liquidity and time to exit	7
Expected time spent on the investment (e.g. sourcing, due diligence, execution)	7
Portfolio diversification	50
Risk profile	16
Tax benefits	5

How do you generally rate the following characteristics for investing in Dutch vs international startups? (1 = very low, 10 = very high)

Characteristics	Mean - Dutch startups	Mean - International startups
Expected return on investment (ROI)	5.64	7
Quality of founders and teams	6.93	7.3
Quality and maturity of the startup ecosystem	5.46	7.1
Ability to get access to high-quality investment opportunities	5.46	6.6
Tax incentives	3.47	5.3
Time spent on investment	6.25	5.9

Experiment A/B

Control group: Money allocated to each class

In this group, 68 respondents were allocated by the software.

Question: You have a total of €865,000 in Net Investable Assets available (including cash reserves, excluding primary residence). You are exploring how to allocate this capital over different types of asset classes

How would you allocate your €865,000 across the following asset classes? Give your answer in numbers only *

- Direct angel investments in Dutch startups (including syndicated deals): they invested a mean of 120,224€, and a total of 7,213,450€ all together.



Asset type	Mean	Total
Direct angel investments in Dutch startups (including syndicated deals)	120,224€	7,213,450€
Direct angel investments in international startups (including syndicated deals)	96,265€	4,813,250€
Venture capital funds as Limited Partner	94,783€	4,170,450€
Private equity funds as Limited Partner	105,681€	3,910,200€
Listed funds and/or ETFs / trackers	259,814€	2,990,700€
Individual listed stocks and bonds	194,811€	7,402,800€
Real estate	179,967€	8,458,450€
Crypto	87,577€	2,452,150€
Gold and/or other commodities	36,511€	1,022,300€
Savings account	99,795€	4,989,750€
Other	69,825€	1,396,500€

Treatment group: Money allocated to each class

In this group, 68 respondents were allocated by the software

Question: *You have a total of €865,000 in Net Investable Assets available (including cash reserves, excluding primary residence). You are exploring how to allocate this capital over different types of asset classes.*

It turns out there is a new tax scheme that could offer you tax benefits when investing in startups

This new tax scheme consists of the following tax benefits:

1. You can deduct 25% of your investment in a qualifying startup from your Box 1 taxable income in the same calendar year, up to a maximum deduction of €100,000.

2. Capital gains treatment:

A. If you sell your shares after 4 years, the capital-gains tax rate in Box 3 is reduced by 25%, for capital gains up to €250,000 per year.

B. If a capital gain is reinvested in the same calendar year, taxation is effectively deferred until the next gain, again for capital gains up to €250,000 per year.

*Under this tax scheme, how would you allocate your €865,000 across the following asset classes? Please note that all your answers are in EURO. Write numbers only. **



Asset type	Median	Total
Direct angel investments in Dutch startups (including syndicated deals)	176,532€	11,121,500€
Direct angel investments in international startups (including syndicated deals)	72,989€	3,211,500€
Venture capital funds as Limited Partner	118,370€	5,445,000€
Private equity funds as Limited Partner	89,634€	3,675,000€
Listed funds and/or ETFs / trackers	239,837	12,471,500€
Individual listed stocks and bonds	166,233€	748,500€
Real estate	144,889€	6,520,000€
Crypto	54,500€	2,180,000€
Gold and/or other commodities	26,068€	964,500€
Savings account	90,337€	4,426,500€
Other	73,556€	1,324,000€



Table comparing absolute investment amounts

Asset type	Control group		Treatment group	
	Mean (€)	Total (€)	Mean (€)	Total (€)
Direct angel investments in Dutch startups (including syndicated deals)	120.224	7.213.450	176.532	11.121.500
Direct angel investments in international startups (including syndicated deals)	96.265	4.813.250	72.989	3.211.500
Venture capital funds as Limited Partner	94.783	4.170.450	118.370	5.445.000
Private equity funds as Limited Partner	105.681	3.910.200	89.634	3.675.000
Listed funds and/or ETFs / trackers	259.814	2.990.700	239.837	12.471.500
Individual listed stocks and bonds	194.811	7.402.800	166.233	748.500
Real estate	179.967	8.458.450	144.889	6.520.000
Crypto	87.577	2.452.150	54.500	2.180.000
Gold and/or other commodities	36.511	1.022.300	26.068	964.500
Savings account	99.795	4.989.750	90.337	4.426.500
Other	69.825	1.396.500	73.556	1.324.000

Looking back at the past few years, which factors have prevented you from doing more direct investments in Dutch startups? Select a maximum of 3 answers

Factors that prevented them from doing more investments	Count (n)	Percentage
Concerns about risk or uncertainty (e.g. exits, dilution, follow-on funding, market conditions)	53	39%
Capital/liquidity constraints	42	30.9%
Administrative burden (contracts, reporting, bookkeeping)	19	14%
Lack of relevant dealflow opportunities	46	33.8%
Lack of team quality	42	30.9%
Unfavorable risk/reward ratio	34	25%
Lack of time/attention to evaluate and support deals	33	24.3%
Legal or regulatory constraints (e.g. KYC, AML)	16	11,8%
Tax considerations	51	37.5%
Other	7	5.1%



To what extent does the risk profile of startup investments limit how much you invest in this asset class as an angel?

How the risk profile of startups affects how much they invest as angels	Count (n)	Percentage %
Not at all	10	7.3%
Slightly	28	20.6%
Moderately	36	26.5%
Strongly	54	39.7%
Very strongly	8	5.9%

Do you feel that the expected returns from startup investing adequately compensate you for the risk you take?

Compensation of risk from returns on investments	Count (n)	Percentage %
Clearly not	13	9.5%
Probably not	49	36.1%
Unsure	37	27.2%
Probably yes	35	25.7%
Clearly yes	2	1.5%

In the Netherlands, angel investments can be made from different boxes (e.g. Box 2, Box 3), and/or structures (e.g. B.V., SPV, etc). Which statement best describes how you do it?

Where they pay taxes	Count (n)	Percentage %
I mainly invest privately as an individual (Box 3)	31	22.8%
I mainly invest via BVs (e.g. personal holding BV and/or deal-specific SPVs) in Box 2	66	48.5%
I use a mix of private (Box 3) and BV/SPV (Box 2) structures	29	21.3%
I'm not sure which box/structure applies	8	5.9%
Other (please specify)	2	1.5%



Which of the following measures would most encourage you to increase your annual investments in Dutch startups? Select a maximum of 3 answers

Factors that would encourage them to make more investments	Count (n)	Percentage
A government-backed co-investment or matching fund that invests alongside angels	52	38.2%
Direct subsidies or grants for investing in qualifying startups	25	18.4%
Easier access to well-curated dealflow that matches my interests	35	25.7%
Improved exit environment (secondary markets, more M&A, etc.)	66	48.5%
More attractive tax incentives for angel investments (e.g. deductions, relief on gains)	108	79.4%
Better education and support (e.g. training, networks, investment tools)	10	7.3%
Downside protection (e.g. partial loss guarantees for qualifying investments)	35	25.7%
Standardised legal documentation and lower transaction costs for angel deals	17	12.5%
Other	10	7.3%

Angel profiles

For the purpose of this research, we created three main profiles of angel investors based on Golden Egg Check's knowledge of usual angel profiles.

1. Operators - New Wave business angels:

This first group of angels is considered the New Wave of Angels: investors that became angels recently due to selling their startup, doing an IPO, or selling their shares in a startup. These angels belong to the following categories from the survey: Current or former startup (co-)founder, Current or former entrepreneur (non-startup business owner) OR, Current or former employee of startup or SME, and they have been investing up to 5 years. This group is composed of 53 angels.

Median initial ticket size	(n)	Portfolio size	(n)
Less than €10.000	8	0	3
€10.001 - €25.000	12	Between 1 and 5 investments	29
€25.001 - €50.000	21	Between 6 and 10 investments	12
€50.001 - €100.000	8	Between 11 and 20 investments	5
€100.001 - €250.000	2	More than 20 investments	4
€250.001 - €500.000	1		
More than €500.000	1		



2. Old school angel investors - Traditional investors

This group of angels is considered to be more professional angels that have been investing for a longer time than the operators, and their wealth originates from professional jobs. The angels belonging to this group are: Current or former executives or managers in a corporate, Venture capital or private equity professionals OR, Finance or banking professionals, and have been investing between 2-10 years. This group is composed of 20 angels.

Median initial ticket size	(n)	Portfolio size	(n)
Less than €10.000	1	0	0
€10.001 - €25.000	6	Between 1 and 5 investments	4
€25.001 - €50.000	5	Between 6 and 10 investments	6
€50.001 - €100.000	5	Between 11 and 20 investments	5
€100.001 - €250.000	1	More than 20 investments	5
€250.001 - €500.000	1		
More than €500.000	1		

3. Family office angel

This group of angels is considered to belong to a Family office. The angels belonging to this group are mentioned to be Family office or high-net-worth individuals, and they have been investing a minimum of 6 years. 9 angels belong to this group.

Median initial ticket size	(n)	Portfolio size	(n)
Less than €10.000	0	0	0
€10.001 - €25.000	2	Between 1 and 5 investments	1
€25.001 - €50.000	2	Between 6 and 10 investments	4
€50.001 - €100.000	3	Between 11 and 20 investments	4
€100.001 - €250.000	1	More than 20 investments	0
€250.001 - €500.000	0		
More than €500.000	1		



Descriptive statistics per group: control vs treatment

Type of angel

Type of angel	Control		Treatment		Total	
	n	%	n	%	n	%
Current or former startup (co-)founder	26	19,1%	36	26.5%	62	45.6%
Current or former entrepreneur (non-startup business owner)	13	9.6%	9	6.7%	22	16.3%
Current of former employee of startup or SME	4	2.9%	2	1.6%	6	4.5%
Current or former executive or manager in a corporate	4	2.9%	4	2.9%	8	5.8%
Venture capital or private equity professional	7	5.2%	4	2.9%	11	8.1%
Finance or banking professional	4	2.9%	1	0.7%	5	3.6%
Family office or high-net-worth individual	8	5.9%	11	8.0%	19	13.9%
Other (please specify)	2	1.5%	1	0.7%	3	2.2%
Total	68	50	68	50	136	100

Median initial ticket size

Median initial ticket size	Control		Treatment		Total	
	n	%	n	%	n	%
Less than €10.000	8	5.9%	9	6.6%	17	12.5%
€10.001 - €25.000	19	14.0%	12	8.8%	31	22.8%
€25.001 - €50.000	25	18.4%	19	14.0%	44	32.4%
€50.001 - €100.000	9	6.6%	19	14.0%	28	20.6%
€100.001 - €250.000	4	2.9%	5	3.7%	9	6.6%
€250.001 - €500.000	1	0.7%	3	2.2%	4	2.9%
More than €500.000	2	1.5%	1	0.7%	3	2.2%
Total	68	50	68	50	136	100



Time they have been investing

Time investing	Control		Treatment		Total	
	n	%	n	%	n	%
Less than 2 years	12	8.8%	11	8.1%	23	16.9%
2-5 years	25	18.4%	24	17.6%	49	36.0%
6-10 years	18	13.2%	24	17.6%	42	30.8%
More than 10 years	13	9.6%	9	6.7%	22	16.3%
Total	68	50%	68	50%	136	100%

Portfolio size

Number of investments done	Control		Treatment		Total	
	n	%	n	%	n	%
0	3	2.2%	1	0.74%	4	2.9%
1-5	22	16.2%	25	18.4%	47	34.6%
6-10	18	13.2%	20	14.7%	38	27.9%
11-20	14	10.3%	17	12.5%	31	22.8%
More than 20	11	8.1%	5	3.7%	16	11.8%
Total	68	50%	68	50%	136	100%

Analysis

The purpose of this study is to analyze if the introduction of a new tax incentive results in higher invested amounts in Dutch startups by angel investors.

To test whether such an incentive had an effect, the survey contained an experiment, in which respondents were randomly assigned to a control group (with no tax incentive), and a treatment group (with a tax incentive). Angels in the control group were only given the opportunity to allocate 865,000€ into different asset classes, while angels in the treatment group were given the opportunity to allocate 865,000€ into different asset classes and were informed of a new tax incentive specifically for investments in Dutch startups.

The description without tax incentive is as follows:

Please imagine:

You have a total of €865,000 in Net Investable Assets available (including cash reserves, excluding primary residence). You are exploring how to allocate this capital over different types of asset classes.

How would you allocate your €865,000 across the following asset classes? Give your answer in numbers only

The description of the tax incentive is as follows:



You have a total of €865,000 in Net Investable Assets available (including cash reserves, excluding primary residence). You are exploring how to allocate this capital over different types of asset classes.

It turns out there is a new tax scheme that could offer you tax benefits when investing in startups

This new tax scheme consists of the following tax benefits:

1. You can deduct 25% of your investment in a qualifying startup from your Box 1 taxable income in the same calendar year, up to a maximum deduction of €100,000.

2. Capital gains treatment:

A. If you sell your shares after 4 years, the capital-gains tax rate in Box 3 is reduced by 25%, for capital gains up to €250,000 per year.

B. If a capital gain is reinvested in the same calendar year, taxation is effectively deferred until the next gain, again for capital gains up to €250,000 per year.

Under this tax scheme, how would you allocate your €865,000 across the following asset classes? Please note that all your answers are in EURO. Write numbers only. *

To analyze this data, we carried out a set of regression analyses and t-tests to check the effect of the tax incentive in the treatment group:

2. Regression analyses

Regression 1

For this regression, we studied the direct effect of the variable `expdutch_dummy` (dummy variable that takes the value of 1 if the observation comes from a respondent in the treatment group) on the dependent variable `expdutch_combined`, which is the combined observations from people in the control and treatment groups that allocated money to the option of Dutch startups as a business angel.

The results of the regression indicate that on average, the respondents in the treatment group invest €56,308 more than those in the baseline group. This effect is significant at the 5% level ($p = 0.015$), suggesting a meaningful difference in investment behavior between the two groups. Moreover, this model is in line with the results of the Welch t-test carried out to test the difference in means between the control and treatment group as well.

Regression 2

For this regression, we study the direct effect of the variable `expdutch_dummy` (a dummy variable that takes the value 1 if the observation comes from a respondent in the treatment group) on the dependent variable `expdutch_combined`, which captures the amount invested in Dutch startups by respondents in both the control and treatment groups. The model also includes categorical controls for `timeinvesting`, with the first category serving as the reference group.

For the variable `timeinvesting`, these are the different groups:

`timeinvesting_1`: Has been investing less than 2 years.
`timeinvesting_2`: Has been investing between 2-5 years.



timeinvesting_3: Has been investing for 6-10 years.
timeinvesting_4: Has been investing for more than 10 years.

Regression 3

For this regression, we study the direct effect of the variable *expdutch_dummy* (a dummy variable that takes the value 1 if the observation comes from a respondent in the treatment group) on the dependent variable *expdutch_combined*, which captures the amount invested in Dutch startups by respondents in both the control and treatment groups. The model also includes categorical controls for *timeinvesting* and *medianinitial*, with the first category of each serving as the reference group.

For the variable *medianinitial*, the categories are the following:

<i>medianinitial_1</i> :	<i>median</i>	<i>initial</i>	<i>ticket</i>	<i>size</i>	<i>is</i>	<i>less</i>	<i>than</i>	€10.000
<i>medianinitial_2</i> :	<i>median</i>	<i>initial</i>	<i>ticket</i>	<i>size</i>	<i>is</i>	€10.001	-	€25.000
<i>medianinitial_3</i> :	<i>median</i>	<i>initial</i>	<i>ticket</i>	<i>size</i>	<i>is</i>	€25.001	-	€50.000
<i>medianinitial_4</i> :	<i>median</i>	<i>initial</i>	<i>ticket</i>	<i>size</i>	<i>is</i>	€50.001	-	€100.000
<i>medianinitial_5</i> :	<i>median</i>	<i>initial</i>	<i>ticket</i>	<i>size</i>	<i>is</i>	€100.001	-	€250.000
<i>medianinitial_6</i> :	<i>median</i>	<i>initial</i>	<i>ticket</i>	<i>size</i>	<i>is</i>	€250.001	-	€500.000
<i>medianinitial_7</i> : <i>median initial ticket size is More than €500.000</i>								

Regression 4

For this regression, we study the direct effect of the variable *expdutch_dummy* (a dummy variable that takes the value 1 if the observation comes from a respondent in the treatment group) on the dependent variable *expdutch_combined*, which captures the amount invested in Dutch startups by respondents in both the control and treatment groups. The model also includes categorical controls for *timeinvesting*, *medianinitial*, and *angeltype*, with the first category of each serving as the reference group.

The categories of the variable *angeltype* are as follows:

- *angeltype_1*: Current or former startup (co-)founder
- *angeltype_2*: Current or former entrepreneur (non-startup business owner)
- *angeltype_3*: Current or former employee of startup or SME
- *angeltype_4*: Current or former executive or manager in a corporate
- *angeltype_5*: Venture capital or private equity professional
- *angeltype_6*: Finance or banking professional
- *angeltype_7*: Family office or high-net-worth individual
- *angeltype_8*: Other (please specify)



Regression 5

For this regression, we study the direct effect of the variable *expdutch_dummy* (a dummy variable that takes the value 1 if the observation comes from a respondent in the treatment group) on the dependent variable *expdutch_combined*, which captures the amount invested in Dutch startups by respondents in both the control and treatment groups. The model also includes continuous controls for respondents' perceptions and experiences with Dutch startups: *roi_dutch_rate*, *founders_dutch_rate*, *ecosystem_dutch_rate*, *ability_dutch_rate*, *tax_dutch_rate*, and *spent_dutch_rate*.

The variables of the Dutch ratings measure the following characteristics:

- *roi_dutch_rate*: expected return on investment (ROI)
- *founders_dutch_rate*: quality of founders and teams
- *ecosystem_dutch_rate*: quality and maturity of the startup ecosystem
- *ability_dutch_rate*: ability to get access to high-quality investment opportunities
- *tax_dutch_rate*: tax incentives
- *spent_dutch_rate*: time spent on investment

Among the Dutch-rate variables, only *roi_dutch_rate* has a statistically significant positive effect on investment (Estimate = 22,478, $p = 0.0164$), indicating that respondents who perceive higher returns from Dutch startups tend to invest more. The other rate variables (*founders_dutch_rate*, *ecosystem_dutch_rate*, *ability_dutch_rate*, *tax_dutch_rate*, *spent_dutch_rate*) do not have statistically significant effects, suggesting that variation in these perceptions or experiences does not meaningfully explain differences in Dutch startup investments in this model.

Regression results

Models 1, 2, 3 and 4.



Variables	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	B	p	B	p	B	p	B	p
(constant)	120224	2.29e-11 ***	138324	.05e-05 ***	135642	0.00418 **	141270	0.00562 **
Treatment group	56308	0.0149 *	54816	0.019*	48623	0.04448 *	49159	0.05255 .
Investing experience (ref < 2 years)								
2-5 years			-31509	0.36	-37134	0.2982	-38787	0.29736
6-10 years			-4844	0.89	-11087	0.76337	-13755	0.72278
> 10 years			-26275	0.52	-33696	0.4211	-34702	0.42481
Median initial ticket size (ref <10,000 €)								
€10.001 - €25.000					16422	0.69461	13414	0.75508
€25.001 - €50.000					-1319	0.97379	-3585	0.93139
€50.001 - €100.000					18887	0.66629	23621	0.60032
€100.001 - €250.000					-20473	0.71142	-23482	0.67958
€250.001 - €500.000					126374	0.12807	119428	0.18862
> €500.000					139157	0.15278	140753	0.15925
Angel type (ref = Current or former startup (co-)founder)								
Current or former entrepreneur (non-startup business owner)							-20865	0.53854
Current of former employee of startup or SME							38549	0.5363
Current or former executive or manager in a corporate							33595	0.50861
Venture capital or private equity professional							-25665	0.6216
Finance or banking professional							-69612	0.47079
Family office or high-net-worth individual							-10663	0.77037
Other (please specify)							33340	0.6869

Significance codes: **** 0.001, *** 0.01, ** 0.05, . 0.1

Model 1:

Multiple R-squared: 0.04803, Adjusted R-squared: 0.04016. F-statistic: 6.105 on 1 and 121 DF, p-value: 0.01487

Model 2:

Multiple R-squared: 0.05906, Adjusted R-squared: 0.02716. F-statistic: 1.852 on 4 and 118 DF, p-value: 0.1236

Model 3:

Multiple R-squared: 0.1035, Adjusted R-squared: 0.02344. F-statistic: 1.293 on 10 and 112 DF, p-value: 0.2431

Model 4:

Multiple R-squared: 0.1249, Adjusted R-squared: -0.01682. F-statistic: 0.8813 on 17 and 105 DF, p-value: 0.597



Model 5

Model 5		
Variables	B	p
(constant)	73725.3	0.245418
Treatment group	66820.4	0.003897 **
Expected ROI	22477.6	0.040178 *
Quality of founders and teams	-10397.7	0.3696
Quality and maturity of the startup ecosystem	-4861.1	0.621346
Ability to get access to high-quality investment opportunities	-9777.5	0.300049
Tax incentives	2198.6	0.742075
Time spent on investment	9567.9	0.283847

Significance codes: '***' 0.001, '**' 0.01, '*' 0.05, '.' 0.1

Multiple R-squared: 0.1256, Adjusted R-squared: 0.07233

F-statistic: 2.359 on 7 and 115 DF, p-value: 0.02741

Paired t-tests for mean differences in ratings between Dutch and international ecosystem characteristics:

The table below depicts the mean differences across comparisons.

Characteristic	Mean - Dutch startups	Mean - International startups	p
Expected return on investment (ROI)	5.724	7.008	< 0.001*
Quality of founders and teams	6.969	7.291	0.024*
Quality and maturity of the startup ecosystem	5.512	7.126	< 0.001*
Ability to get access to high-quality investment opportunities	5.512	6.661	< 0.001*
Tax incentives	3.567	5.409	< 0.001*
Time spent on investment	6.299	5.976	0.4

Significance: *



IV Volledige vragenlijst startup-enquête

Startup Survey EZ

(untitled)

1. What is the legal entity of your startup? *

- Dutch entity (e.g. Dutch B.V.)
- Other EU Legal entity
- Non-EU legal entity

2. For your current startup, do you have (or had in the past) any Dutch subsidiaries? *

- Yes
- No

(untitled)

3. How would you describe the current stage of your company? *

- Idea stage (no product, no revenue)
- MVP / pre-revenue
- Early revenue (pilots / first customers)
- Consistent / predictable revenue
- Growth stage (scaling revenue and operations)



4. In which category does your business mainly operate? *

- Foodtech / Agritech
- Medtech / Biotech
- Software
- Fintech
- Hightech
- Cleantech
- Impact
- Other (please specify)

VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

5. What are the main barriers currently preventing your startup from growing? Please select maximum 3 answers that apply. *

- Limited access to funding / financial resources
- Difficulty acquiring customers (sales, marketing, distribution)
- Product-related challenges (development, scalability)
- Market conditions (e.g. demand, competition, macro environment)
- Regulatory or compliance constraints
- Limited access to the skills and expertise in the team
- Internal team issues (e.g. alignment, capacity, retention)
- N/A: we are growing as expected
- Other (please specify)



6. Have you raised external funding for this startup so far? *

- Yes
- No, but I am raising right now
- No, I have not started fundraising yet
- No, I have tried to raise but could not

7. How long did it take on average to secure the target funding round? *

- 1-3 months
- 3-6 months
- 6-12 months
- Longer than a year

8. Were you able to raise as much as you wanted for your last round? *

- Yes, we raised the full target amount
- Partially, we raised less than our target



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered)

9. From which sources have you raised funding? Please select all that apply. *

- Friends and family
- Individual business angels
- Business Angel syndicates
- Public VCs (e.g. Regional development agencies 'ROMs', Invest-NL)
- Private VCs / funds
- Grants from private parties
- Governmental loans or subsidies
- Venture debt

10. Have you raised (or partly raised) funding from non-Dutch investors so far? *

- Yes, from US investors
- Yes, from other European (non-Dutch) investors
- Yes, from other non-European investors
- No



11. How do you rate the fundraising process with non-Dutch investors compared to raising from Dutch investors? *

- Much better
- Better
- (Almost) similar to the Netherlands
- Worse
- Much worse

12. Can you please elaborate on your answer to the previous question? *



13. What were the main reasons you did not manage to raise funding? Please select up to 3 answers. *

- Too little investor interest overall
- Strong investor interest, but terms were unacceptable
- Process took too long
- Timing issue (e.g. too early for VC's, too big for Angels)
- Market conditions changed (e.g. macro, sector sentiment)
- Internal reasons (e.g. team, strategy change)
- Other (please specify)

(untitled)

14. Are you currently raising or planning to raise a funding round in the next 12 months? *

- Currently raising
- Planning to start raising in the next 6 months
- Planning to start raising in the next 6-12 months
- No raising planned in the next 12 months



VALIDATION Must be numeric Whole numbers only Positive numbers only

15. What type of round are you raising / planning next? Please write the full number (e.g., 250000), not abbreviated (e.g., 250k) *

Pre-seed

Seed

Bridge / extension

Series A or later

16. In your opinion, how sufficient is the availability of equity funding (angels + VC) at your current stage in the Netherlands? *

Very insufficient

Rather insufficient

Adequate

Rather sufficient

Very sufficient

I don't know



17. Have you ever postponed, reduced, or cancelled growth plans because you could not secure enough funding? *

- Yes, significantly
- Yes, to some extent
- No

(untitled)

18. Overall, how difficult has fundraising for this round been so far?

- Very difficult
- Difficult
- Neutral
- Easy
- Very easy



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

19. Where do you see the biggest bottlenecks in raising external funding? Please select maximum 3 answers that apply. *

- Too few investors active at our stage
- Too few investors active in our domain / sector
- Investors' risk appetite is too low
- Valuation expectations differ significantly between startup and investors
- Lack of access to the right networks / warm introductions
- Limited time of the founding team to fundraise
- Complexity of legal / administrative process
- Lack of clear information about available public schemes
- Other (please specify)

20. Overall, how difficult do you expect fundraising for this round to be?

*

- Very difficult
- Difficult
- Neutral
- Easy
- Very easy



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

21. Where do you see the biggest bottlenecks in raising external funding? Please select maximum 3 answers that apply. *

- Too few investors active at our stage
- Too few investors active in our domain / sector
- Investors' risk appetite is too low
- Valuation expectations differ significantly between startup and investors
- Lack of access to the right networks / warm introductions
- Limited time of the founding team to fundraise
- Complexity of legal / administrative process
- Lack of clear information about available public schemes
- Other (please specify)

22. In your current round, have you been in contact with any non-Dutch investors?

- Yes, with US investors
- Yes, with other European (non-Dutch) investors
- Yes, with other non-European investors
- No



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

23. What are the main reasons why you choose to connect with international investors over Dutch investors? Please select a maximum of 3 answers. *

- Shorter due diligence
- More risk appetite
- Bigger tickets
- Better network for follow up investments
- More favorable terms
- Dutch investors were not interested, so I had no other choice
- I was referred to them through my network
- Other (please specify)

(untitled)

24. Have you had situations where investors wanted to invest but didn't, for reasons not directly related to your startup's performance or traction (e.g. structure, tax, admin, liquidity, personal financial situation)?

- Yes
- No
- I am not sure



25. What were the most common non-startup related reasons? *

- Unfavourable risk / return profile for them
- Tax considerations
- Legal constraints
- Ticket size too small or too large for them
- Liquidity constraints on their side
- Administrative / compliance burden
- Other (please specify)

(untitled)

26. When planning the structure of your current or next funding round, how important is it for you to include angel investors in the investor mix? *

- Very important
- Important
- Moderately important
- Slightly important
- Not important



27. What is your experience with angels for this startup? *

- Angels have invested
- Currently in active discussions with angels
- We spoke with angels but no one invested
- We have not engaged with angels

VALIDATION Min. answers = 1 (if answered)

28. Why did you choose to involve angels (or try to involve them)?

Please select all that apply. *

- Faster decision-making
- More hands-on support from investors
- Better personal fit / trust
- Higher risk appetite at early stage
- Relevant experience (sector / startup)
- Access to their network
- More flexible terms than VCs
- Other (please specify)

29. To what extent do your angel investors help you secure additional funding from new investors (e.g. through introductions, signaling, or credibility)? *

- They play no role
- They provide some useful advice or insights
- They actively help by making introductions
- They play a leading role in raising the round



30. Why have you not engaged with angels so far? *

31. What was the minimum ticket size you generally asked from individual angels in your round(s)? *

- Less than €25,000
- €25,001 - €50,000
- €50,001 - €100,000
- More than €100,000

VALIDATION Must be numeric

32. To close one angel investment (one angel writing a ticket), approximately how many angels did you speak to? Please input your answer in numbers. *



VALIDATION Min. answers = 1 (if answered) Max. answers = 3 (if answered)

33. What are / were the biggest bottlenecks in raising funding from angels? Please select maximum 3 answers that apply.

- Hard to find angels who are a good fit (stage / sector / ticket size)
- Hard to get introductions / access to angels
- Angels' risk appetite is too low for our stage
- Angels want more traction / proof than we can show
- Valuation expectations are too far apart
- Negotiating terms takes too long or is too complex
- Angels' decision-making is slow or unpredictable
- Angels lack understanding of the venture capital dynamics
- Mismatch in skills and knowledge of Angel in regards to our company
- Angels have limited capital available (small tickets)
- Other (please specify)

(untitled)

34. What could the government do (if anything) to help you get more funding in the early-stage funding? *



V Volledige resultaten startup-enquête

Summary of the findings

Executive summary of the patterns that we saw:

- Funding is the number one barrier for growth and it has real impact. When asked about growth barriers, 77.7% pick limited access to funding). 81.8% say they've postponed, reduced, or cancelled growth plans because they couldn't raise enough, and almost half say the impact (effect on their business) was significant.
- Even when startups raise money, it is often very time consuming and comes in under target. Among startups that have raised fundraising is rarely quick: 55.1% took more than six months to close, and only 10.2% closed within three months. On top of that, 52.5% raised less than they wanted, so "closing a round" often still means operating with limited runway.
- For those that raised, the most common sources are angels (50.8%), private VCs (47.5%), and government loans/subsidies (45.8%), with public VCs/ROMs (33.1%) also showing up. Public support appears especially important pre-revenue, while VC participation generally increases as startups mature. Angels remain relevant across stages.
- Overall, 72.6% rate the availability of angel/VC equity as insufficient. When founders are actively fundraising, they most often describe the core problem as low investor risk appetite. Founders who haven't started yet also expect this, but they worry more about the workload and admin burden.
- Most founders want angels in the mix, but many struggle with making it happen. The main issues are finding good-fit angels (49.7%), getting introductions/access (38.9%), and small ticket sizes (29.5%).
- The most common asks to the government are stronger incentives for angel investing, more co-investment/matching schemes, faster and less bureaucratic grants and subsidies.

Descriptive statistics founder survey

Base sample: 193 startups (all with a legal entity registered in the Netherlands). Where questions apply only to a subset (for example, only startups that raised funding), the base (n) is noted per question. For multi-select questions, percentages do not sum to 100%.

How would you describe the current stage of your company?*

Company stage	Count (n)	Percentage %
Idea (no product, no revenue)	13	6.7%
MVP / pre-revenue	55	28.5%
Early revenue (pilots/first customers)	90	46.6%
Consistently/predictable revenue	23	12%
Growth stage (scaling)	12	6.2%



In which category does your business mainly operate?

Sector	Count (n)	Percentage
Software	54	28.0%
Medtech/Biotech	35	18.1%
Other	31	16.1%
Hightech	17	8.8%
Impact	16	8.3%
Cleantech	15	7.8%
Fintech	13	6.7%
Foodtech/Agritech	12	6.2%

What are the main barriers currently preventing your startup from growing? Please select a maximum of 3 answers that apply.

Barriers to growth	Count (n)	Percentage
Limited access to funding / financial resources	150	77.7%
Difficulty acquiring customers (sales/marketing/distribution)	69	35.8%
Regulatory or compliance constraints	49	25.4%
Market conditions (demand/competition/macro)	42	21.8%
Product-related challenges (development/scalability)	38	19.7%
Other	18	9.3%
Limited access to skills/expertise in team	14	7.3%
NA: growing as expected	14	7.3%
Internal team issues (e.g. alignment, capacity, retention)	12	6.2%



Have you ever postponed, reduced, or cancelled growth plans because you could not secure enough funding?

Postponed/reduced/cancelled growth plans due to insufficient funding	Count (n)	Percentage
Yes, significantly	90	46.6%
Yes, to some extent	68	35.2%
No	35	18.2%

Have you raised external funding so far?

Raised external funding so far	Count (n)	Percentage
Yes	118	61.2%
No, but I am raising right now	35	18.1%
No, not started fundraising yet	21	10.9%
No, tried but I could not	19	9.8%

How long did it take on average to secure the target funding round? (n=118)

Time to secure target funding round	Count (n)	Percentage
1-3 months	12	10.2%
3-6 months	41	34.7%
6-12 months	47	39.8%
> 1 year	18	15.3%

Were you able to raise as much as you wanted for the last rounds? (n=118)

Ability to meet fundraising target	Count (n)	Percentage
Yes, full target	56	47.5%
Partially, less than target	62	52.5%



From which sources have you raised funding? Please select all that apply

Sources of funding	Count (n)	Percentage
Individual business angels	60	50.8%
Private VC funds	56	47.5%
Governmental loans or subsidies	54	45.8%
Public VCs (ROMs, Invest-NL, etc)	39	33.1%
Friends and family	29	24.6%
Business angel syndicates	19	16.1%
Grants from private parties	12	10.2%
Venture debt	11	9.3%

We analyzed the funding sources by startup stage to see how the capital mix changes as companies mature. A clear set of stage-dependent patterns emerges, although some segments (especially idea and growth) have small sample sizes and should be read directionally.

1) Government funding is most prominent pre-revenue, then drops sharply

- Idea stage: 100% report governmental loans/subsidies (3/3)
- MVP/pre-revenue: 69.0% (20/29)
- Early revenue: 35.6% (21/59)
- Consistent revenue: 47.4% (9/19)
- Growth stage: 12.5% (1/8)

Public loans/subsidies appear to be a major bridge in the pre-revenue phases, then become less central once traction improves, particularly in the growth stage.

2) Private VCs become more common once startups reach revenue

- Idea stage: 33.3% (1/3)
- MVP/pre-revenue: 41.4% (12/29)
- Early revenue: 45.8% (27/59)
- Consistent revenue: 63.2% (12/19)
- Growth stage: 50.0% (4/8)

VC participation generally increases with maturity and is strongest at consistent/predictable revenue, suggesting that meaningful traction materially improves access to institutional capital.



3) Angels remain a constant pillar across all stages

- Idea stage: 66.7% (2/3)
- MVP/pre-revenue: 48.3% (14/29)
- Early revenue: 42.4% (25/59)
- Consistent revenue: 73.7% (14/19)
- Growth stage: 62.5% (5/8)

Angels show up throughout the lifecycle, not only at the very beginning.

4) Angel syndicates rise with maturity (more structured angel capital later on)

- MVP/pre-revenue: 6.9% (2/29)
- Early revenue: 13.6% (8/59)
- Consistent revenue: 31.6% (6/19)
- Growth stage: 37.5% (3/8)

Syndicates become more common as companies mature, consistent with larger round sizes and more organized early-stage capital formation.

5) Friends & family stays present even after revenue

- **Idea: 33.3% (1/3)**
- **MVP/pre-revenue: 17.2% (5/29)**
- **Early revenue: 30.5% (18/59)**
- **Consistent revenue: 26.3% (5/19)**

Friends & family funding does not disappear after product launch; it remains a meaningful “bridge” source for a subset of founders even at early and predictable revenue stages.

6) Venture debt only becomes visible once there is traction (and remains limited)

- MVP/pre-revenue: 3.4% (1/29)
- Early revenue: 11.9% (7/59)
- Consistent revenue: 15.8% (3/19)
- Growth stage: not reported in this subset

Debt emerges mainly once there is revenue and a clearer risk profile, but it remains a minority instrument overall.



Have you raised (or partly raised) funding from non-Dutch investors so far?

Non-Dutch funding in past rounds	Count (n)	Percentage
Yes, from US investors	19	16.1%
Yes, from other European (non-Dutch) investors	32	27.1%
Yes, from other non-European investors	7	5.9%
No	75	63.6%

How do you rate the fundraising process with non-Dutch investors compared to raising from Dutch investors?

Fundraising experience abroad vs the Netherlands	Count (n)	Percentage
Much better	25	58.1%
Better	10	23.3%
(Almost) similar	5	11.6%
Worse	2	4.7%
Much worse	1	2.3%

Summary of founders' reasons

Question: Can you please elaborate on your answer to the previous question?

- Founders repeatedly describe non-Dutch investors as quicker and more predictable in DD and closing. “Less risk-averse, faster, smoother process/DD.” / “US... SAFE + negotiations + bank transfer in two weeks.” / “Less bureaucracy... quicker decision times.”
- Higher risk appetite (especially pre-revenue). International investors are seen as more willing to back potential earlier, without demanding fully predictable revenue or heavy financial modelling. “They move faster and are less risk averse; see the bigger picture without needing a 10-year financial model.” / “Non-Dutch investors are willing to invest pre revenue and look far more at potential.” “VCs act like VCs and not like private equity funds.” / “Dutch investors... approach valuation and risk assessment like a bank loan application.”
- Bigger tickets, higher valuations, stronger follow-on networks. Respondents associate non-Dutch capital (especially US) with larger rounds and better-connected investors. “Valuations are higher... deeper pockets... support from US VCs is very good... more connected to the industries.” / “Total sum significantly higher.”

What were the main reasons you did not manage to raise funding?



Reasons to not manage to raise	Count (n)	Percentage
Too little investor interest overall	9	47.4%
Timing issue (too early for VCs / too big for angels)	9	47.4%
Other	8	42.1%
Process took too long	4	21.1%
Market conditions changed	4	21.1%
Internal reasons	2	10.5%

Are you currently raising or planning to raise a funding round in the next 12 months?

Raising/planning to raise in the next 12 months	Count (n)	Percentage
Currently raising	77	39.9%
Start raising in next 6 months	49	25.4%
Start raising in 6-12 months	36	18.7%
No raising planned	31	16.1%

What type of round are you raising / planning next? Please write the full number

Round	Count (n)	Percentage
Pre-seed	53	32.7%
Seed	73	45%
Bridge/extension	15	9.3%
Series A or later	21	13%

In your opinion, how sufficient is the availability of equity funding (angels + VC) at your current stage in the Netherlands?

Sufficiency of quality funding available at their stage	Count (n)	Percentage
Very insufficient	58	30.1%
Rather insufficient	82	42.5%
Adequate	26	13.5%
Rather sufficient	14	7.3%
Very sufficient	3	1.5%
Don't know	10	5.1%

Overall, how difficult has fundraising for this round been so far?



Difficulty of founders currently raising	Count (n)	Percentage
Very difficult	27	35.1%
Difficult	34	44.1%
Neutral	14	18.2%
Easy	1	1.3%
Very easy	1	1.3%

Expectations of difficulty of not-yet-raising founders	Count (n)	Percentage
Very difficult	21	24.7%
Difficult	40	47.1%
Neutral	0	0
Easy	18	21.2%
Very easy	6	7%

Where do you see the biggest bottlenecks in raising external funding? Please select maximum 3 answers that apply (group 1: startups that are currently fundraising)

Bottleneck	Count (n)	Percentage
Investors' risk appetite is too low	66	85.7%
Too few investors active at our stage	36	46.8%
Too few investors active in our domain/sector	28	36.4%
Valuation expectations differ	23	29.9%
Lack of access to warm intros/networks	20	26%
Limited time of founding team	9	11.7%
Legal/admin complexity	6	7.8%
Lack of info about public schemes	6	7.8%
Other	7	9.1%



Where do you see the biggest bottlenecks in raising external funding? Please select maximum 3 answers that apply (startups that are planning fundraising)

Bottleneck	Count (n)	Percentage
Investors' risk appetite is too low	55	64.7%
Too few investors active at our stage	36	42.4%
Too few investors active in our domain/sector	26	30.6%
Valuation expectations differ	23	27.15
Lack of access to warm intros/networks	21	24.7%
Limited time of founding team	20	23.5%
Legal/admin complexity	17	20%
Lack of info about public schemes	7	8.2%
Other	12	14.1%

Have you had situations where investors wanted to invest but didn't, for reasons not directly related to performance/traction?

Investors wanted to invest but didn't (non-startup related reasons)	Count (n)	Percentage
Yes	62	36%
No	72	41.9%
I am not sure	38	22.1%

What were the most common non-startup related reasons?

Non-startup reasons	Count (n)	Percentage
Ticket size too small or too large for them	16	25.8%
Unfavourable risk / return profile for them	13	21%
Liquidity constraints on their side	8	12.9%
Tax considerations	6	9.7%
Legal constraints	5	8.1%
Other	14	22.6%



When planning the structure of your current or next funding round, how important is it to include angels?

Importance of angels	Count (n)	Percentage
Very important	35	21.6%
Important	41	25.3%
Moderately important	41	25.3%
Slightly important	16	9.9%
Not important	29	17.9%

What is your experience with angels for this startup?

Experience with angels	Count (n)	Percentage
Angels have invested	82	42.5%
Currently in active discussions with angels	27	14%
Spoke with angels but no one invested	48	24.9%
Have not engaged with angels	36	18.7%

Why did you choose to involve angels?

Reasons to involve angels	Count (n)	Percentage
Faster decision-making	98	62.4%
Higher risk-appetite at early stage	83	52.9%
Better personal fit / trust	73	46.5%
Relevant experience (sector / startup)	69	43.9%
More hands-on support	62	39.5%
More flexible terms than VCs	57	36.3%
Access to their network	53	33.8%
Other	10	6.4%

To what extent do your angel investors help you secure additional funding?



Angels helping unlock additional funding	Count (n)	Percentage
They play no role	20	24.4%
They provide some useful advice	23	28%
They actively help via introductions	37	45.1%
They play a leading role	2	2.4%

Why not engage with angels? (open responses)

Question: Why have you not engaged with angels so far?

Common themes in the open answers include:

- Access issues (not knowing where to find angels / lack of network)
- Fit issues (sector mismatch, especially deeptech/life sciences)
- Cap table simplicity / admin burden (too many small tickets to manage)
- Perceived unfavorable terms or angels asking for too much control early

What was the minimum ticket size you generally asked from individual angels?

Minimum ticket size requested by angels	Count (n)	Percentage
Less than 25,000€	17	10.8%
€25,001-€50,000	57	36.3%
€50,001-€100,000	36	22.9%
More than €100, 000	47	29.9%



Biggest bottlenecks in raising from angels (max 3) (n=149)

Question: What are/were the biggest bottlenecks in raising funding from angels?

The angel market challenge is less about term negotiation and more about finding the right angels and gaining access. Limited ticket capacity also shows up as a major constraint.

Bottlenecks	Count (n)	Percentage
Hard to find angels who are a good fit (stage/sector/ticket)	74	49.7%
Hard to get introductions / access to angels	58	38.9%
Angels have limited capital available (small tickets)	44	29.5%
Angels want more traction that we can show	43	28.9%
Angels' risk appetite is too low	25	16.8%
Valuation expectations are too far apart	25	16.8%
Mismatch in skills/knowledge vs company needs	25	16.8%
Angels lack understanding of VC dynamics	19	12.8%
Decision-making slow/unpredictable	12	8.1%
Negotiating terms too long/complex	6	4%
Other	15	10.01%

Role of the government

Question: What could the government do (if anything) to help you get more funding in early-stage funding? (open responses)

Across the open-text answers, founders give a recurring set of suggestions. The common thread is towards more risk-taking capacity, simpler access, and better alignment between public instruments and early-stage startup reality.

1) Make early-stage investing more attractive for angels (tax + incentives)

Many respondents explicitly ask for UK-style tax incentives (SEIS/EIS) or broader tax benefits to stimulate angel activity and larger tickets.



Typical ideas: tax relief on early-stage investments, lower capital gains tax burden, lower risk through tax deductions/loss offsets, “double” angel tickets via public matching.

2) Expand co-investment / matching schemes (crowd-in private capital)

A very common request is for the government to match private investments (angels or early VCs), or provide guarantees that reduce downside risk.

Typical ideas: “co-invest,” “double angel tickets,” matching facilities (e.g., invest €100k and public side matches €50k), guarantee mechanisms for risk-averse investors.

3) Simplify and speed up subsidies and grants (reduce admin burden and co-funding hurdles). A large share of comments focus on bureaucracy, slow timelines, and heavy reporting, especially for very early-stage teams. Typical pain points: long application cycles (months for small grants), complex checks (“company in difficulty” rules), time tracking requirements, reliance on consultants, lack of clarity on eligibility.

Typical fixes: faster decisions, clearer criteria, less paperwork, reduce required co-funding percentages, make schemes accessible for very small teams (<€100k ARR / <2 FTE).

4) Fix the role and execution of public investors (ROMs / Invest-NL)

Founders frequently mention ROMs and Invest-NL, often arguing they are too slow and too conservative, or behave like traditional VCs rather than filling genuine early-stage gaps.

Suggested improvements: clearer mandates, earlier-stage appetite, ability to lead higher-risk rounds, faster processes, more founder-relevant expertise in teams, more flexibility across regions, less rigid thematic restrictions.

5) Improve matchmaking and ecosystem infrastructure (access to investors, warm intros, founder support). Many respondents point to network access as a bottleneck and ask for more structured ways to connect startups and investors.

Typical ideas: centralized platform/database for angels and startups, active matchmaking, founder training, accelerators/communities, more visibility on available schemes (e.g., information automatically shared via KvK registration).

6) Help startups get traction via government-as-customer and pilots

Several founders argue the government could unlock funding indirectly by helping startups prove adoption, through procurement or paid pilots.

Typical ideas: public institutions as launching customers, subsidized pilots, first-customer programs (especially important in sectors with long sales cycles like health).

7) Reduce structural friction for building startups (labor laws, ESOPs, regulatory load). A smaller but recurring theme is improving the broader operating environment: more flexible hiring rules, better employee equity/option taxation, less “notary friction,” and more stable regulation.



VI Interviewgids vragen

1. Investeringsprofiel

1. Investeert u voornamelijk direct in startups, via fondsen, of een combinatie van beide?
2. Hoeveel directe startup-investeringen heeft u tot op heden gedaan?
3. Welk aandeel van uw totale vermogen besteedt u aan venture-investeringen?
4. Hoe bepaalt u de verdeling van uw vermogen over verschillende beleggingscategorieën (bijvoorbeeld startups, vastgoed, beursgenoteerde aandelen en spaargeld)?
5. Indien u een exit heeft gerealiseerd:
 - a. Hoe heeft u zich daarna georiënteerd op (her)investeringen?
 - b. Welk deel van de opbrengst heeft u opnieuw in startups geïnvesteerd?
 - c. Welke overwegingen speelden daarbij een rol?
6. Wat weerhoudt u ervan om een groter deel van uw vermogen in startups te investeren?

2. Investeringskeuzes

1. In welke financieringsfase(n) investeert u doorgaans (pre-seed, seed, Series A)?
2. Wat is uw gebruikelijke investeringsbedrag per startup (ticket size)?
3. Wat zijn uw belangrijkste motivaties om in startups te investeren? (bijvoorbeeld financieel rendement, betrokkenheid, innovatie, mentoring, impact, netwerk)
4. Wat is doorgaans de herkomst van het kapitaal dat u investeert? (bijvoorbeeld exitopbrengsten, salaris, dividend, ondernemingsinkomsten, familievermogen)
5. In welke alternatieve beleggingen zou u investeren wanneer u niet in Nederlandse startups zou investeren?
(bijvoorbeeld buitenlandse startups, venturefondsen, vastgoed, beursgenoteerde aandelen of fondsen)

3. Ervaren knelpunten

1. Wat zijn voor u de grootste uitdagingen bij angel-investeren?
2. (bijvoorbeeld toegang tot dealflow, beoordeling van kwaliteit van startups, tijdsbesteding, juridische complexiteit, risico's)
3. Heeft u situaties meegemaakt waarin u tegen problemen aanliep in samenwerking met andere investeerders of venture capital fondsen?
4. (bijvoorbeeld voorwaarden uit eerdere investeringsrondes die nadelig bleken)
5. Welke typen startups of scale-ups ervaren volgens u de meeste financieringsproblemen?



6. Waardoor worden deze financieringsproblemen volgens u veroorzaakt?
7. Is er iets dat u zou willen veranderen waardoor u meer in Nederlandse startups zou investeren?

4. Mogelijke oplossingsrichtingen

1. Stel dat u jaarlijks €100.000 extra zou kunnen investeren. Hoe zou u dit inzetten?
2. (bijvoorbeeld meer investeringen, grotere tickets, via fondsen of syndicates, andere sectoren of regio's)
3. Zou u dit eerder investeren in Nederlandse startups, buitenlandse startups, fondsen of andere beleggingen? Waarom?
4. Wat zou het voor u makkelijker maken om vaker of grotere bedragen te investeren?
5. Wat maakt het volgens u moeilijk om een goed rendement te behalen met startup-investeringen?



VII Overzicht geïnterviewden

- Sjoerd Mol, partner Benvaor
- Matthijs Ingen-Housz, partner Ingen-Housz
- Roderick Beer, Managing Director UK angels Association
- Carsten Rudolph, Managing Director BayStartUP
- Jan Debets, angels Europe
- 7 angels (anoniem)
- 3 startup ondernemers (anoniem)



VIII Fiscale stimulansen in benchmarklanden

Oplossingen in verschillende Europese landen

De Europese markt voor angel-investeringen is tussen 2019 en 2024 substantieel gegroeid, zowel in investeringsvolume als in het aantal actieve investeerders. Binnen Europa behoren het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk tot de grootste angelmarkten in absolute termen. Nederland neemt in deze periode een meer bescheiden positie in wat betreft totaal investeringsvolume en aantal investeringsrondes³²³³.

Wanneer investeringsactiviteit wordt gerelateerd aan de omvang van de economie, laat Nederland echter een afwijkend beeld zien. In 2024 behoort Nederland tot de landen met de hoogste ratio van angel-investeringen ten opzichte van het bruto binnenlands product (BBP), met een aandeel boven de 0,01%. Ter vergelijking: Duitsland, Spanje en Frankrijk blijven onder deze grens. Dit suggereert dat angels in Nederland, ondanks een lager totaal aantal investeringen en een beperkter investeringsvolume, gemiddeld grotere investeringsbedragen per angel realiseren, maar dat de totale markt beperkt blijft in schaal.

Opvallend is dat de grootste Europese angelmarkten tevens beschikken over expliciete beleidsinstrumenten gericht op het stimuleren van angel-investeringen. Hoewel hieruit geen causale conclusies kunnen worden getrokken, suggereert deze samenhang dat beleidsinstrumenten een rol kunnen spelen in de schaal en dynamiek van nationale angelmarkten.

Zweden

Zweden beschikt sinds 2014 over een fiscale aftrekregeling voor particuliere investeerders, het zogenoemde *Investoravdrag*³⁴, waarmee investeerders 50% van hun investering in jonge, niet-beursgenoteerde ondernemingen kunnen aftrekken van hun belastbaar inkomen. De regeling is primair gericht op het verlagen van de instapdrempel voor particuliere investeringen en staat open voor een brede groep niet-gespecialiseerde investeerders. Empirische evaluaties door Tillväxtnalys laten zien dat het instrument vooral leidt tot een toename van kleine investeringen, veelal in het kader van oprichting of zeer vroege-fase financiering, en in beperkte mate wordt benut door ervaren angels. Bovendien worden geen overtuigende positieve effecten gevonden op kernindicatoren zoals omzetgroei, productiviteit of innovatie-output van de ontvangende ondernemingen. Dit suggereert dat het Zweedse instrument weliswaar de instapdrempel verlaagt, maar beperkt effectief is in het stimuleren van hoogwaardige business angel-investeringen in groeigerichte startups.

In de context van dit onderzoek illustreert Zweden dat fiscale stimulansen zonder scherpe targetting kunnen leiden tot bredere participatie (ook onder niet-professionele investeerders), maar niet noodzakelijk tot versterking van de professionele angelmarkt.

Duitsland

Duitsland hanteert een combinatie van gerichte subsidies en structurele fiscale faciliteiten om business angel-investeringen te stimuleren. Het belangrijkste instrument is het INVEST-programma³⁵, dat angels een instapsubsidie van 15% van het geïnvesteerde bedrag biedt, aangevuld met een belastingvrije exit-subsidie op

³² Zie <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2025/05/EBAN-Statistics-Compendium-2023.pdf>

³³ Zie <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2025/10/Stats-Compendium-2024.pdf>

³⁴ Zie

https://www.tillvaxtnalys.se/download/18.7fb995e01864bae4b7f11835/1676560604620/WP_2023_01_Report%20Swedish%20tax%20credit%20for%20private%20investors_.pdf

³⁵ Zie https://www.bafa.de/DE/Wirtschaft/Beratung_Finanzierung/Invest/invest_node.html



vermogenswinsten³⁶. Empirische evaluaties tonen aan dat dit programma effectief is in het activeren van nieuwe angels, het vergroten van het aantal investeringen per investeerder en het stimuleren van syndicatie. Startups met een INVEST-investeerder hebben aantoonbaar vaker toegang tot vervolgfianciering en laten gemiddeld betere overlevings- en groeicijfers zien. Naast INVEST kent Duitsland een deelnemingsvrijstelling voor investeringen via holdingstructuren, waardoor vermogenswinsten grotendeels belastingvrij kunnen worden geherinvesteerd. Deze regeling ondersteunt met name het langetermijninvesteringsgedrag van ervaren angels en bevordert kapitaalrecycling.

Gezamenlijk laat de Duitse aanpak zien dat een combinatie van instapdrempelverlaging en structurele fiscale continuïteit samenhangt met een actieve en gespreide angelmarkt.

Verenigd Koninkrijk

Het Verenigd Koninkrijk beschikt met het *Seed Enterprise Investment Scheme* (SEIS) over een expliciet instrument dat is gericht op het mobiliseren van privaat kapitaal in de pre-seed fase. SEIS biedt investeerders een inkomstenbelastingkorting van 50% over het geïnvesteerde bedrag en verlaagt daarmee het risico-rendementsprofiel van zeer vroege fase-investeringen aanzienlijk. In combinatie met het bredere *Enterprise Investment Scheme* (EIS) vormt SEIS een kernonderdeel van het Britse beleid om business angel-investeringen structureel te stimuleren.

Recente data laten zien dat SEIS op substantiële schaal wordt ingezet. In de periode 2023–2024 haalden 2.290 ondernemingen gezamenlijk £242 miljoen op via SEIS, een stijging van 51% ten opzichte van 2022–2023 (£160 miljoen, 1.835 ondernemingen). Deze toename valt samen met de verruiming van de regeling in april 2023, waarbij zowel de maximale investeringsbedragen als de doelgroep van kwalificerende ondernemingen zijn uitgebreid. Opvallend is dat circa 1.535 ondernemingen in 2023–2024 voor het eerst gebruikmaakten van SEIS, goed voor £181 miljoen aan investeringen, wat wijst op een duidelijke activering van nieuwe vroege fase financiering³⁷.

De sectorale verdeling van SEIS-investeringen laat zien dat het instrument vooral wordt benut in kennisintensieve sectoren. In 2023–2024 was £99 miljoen (41%) van alle SEIS-investeringen afkomstig uit de sector Informatie en Communicatie. Geografisch concentreert de investering zich grotendeels in Londen en Zuidoost-Engeland, waar 65% van het totale SEIS-volume (£156 miljoen) werd opgehaald. Dit wijst enerzijds op de effectiviteit van SEIS als pre-seed instrument, maar anderzijds ook op regionale concentratie binnen het ecosysteem³⁸.

In de context van dit onderzoek illustreert SEIS hoe een scherp afgebakend, expliciet op pre-seed gericht fiscaal instrument kan leiden tot een aanzienlijke instroom van nieuw kapitaal en nieuwe bedrijven in de vroege fase. Tegelijkertijd onderstrepen de sectorale en geografische concentraties dat aanvullende beleidsdoelen, zoals regionale spreiding, niet automatisch worden gerealiseerd via fiscale stimulering alleen.

Frankrijk

Frankrijk stimuleert particuliere investeringen in niet-beursgenoteerde kleine en middelgrote ondernemingen via de *réduction d'impôt sur le revenu Madelin* (ook aangeduid als IR-PME)³⁹. Dit instrument biedt natuurlijke personen die fiscaal in Frankrijk zijn gevestigd een inkomstenbelastingvermindering bij directe investeringen in het aandelenkapitaal van kwalificerende ondernemingen. Het standaard aftrekpercentage bedraagt 18% van het geïnvesteerde bedrag, met verhoogde percentages (tot circa 30–50%) voor investeringen in ondernemingen die

³⁶ Zie <https://www.bundeswirtschaftsministerium.de/Redaktion/EN/Dossier/financing-for-start-ups-company-growth-and-innovations.html>

³⁷ Zie <https://www.bdo.co.uk/en-gb/insights/tax/corporate-tax/eis-seis-and-vct-tax-efficient-investments-a-guide-for-investors>

³⁸ Zie <https://eisa.org.uk/eis-seis-market-snapshot/>

³⁹ Zie https://www.mirandole-patrimoine.com/loi-madelin_144



als innovatief of sterk groeigericht zijn geclassificeerd, zoals *jeunes entreprises innovantes* (JEI) en *jeunes entreprises innovantes de rupture* (JEIR). De voorwaarde is onder meer dat de aandelen minimaal vijf jaar worden aangehouden en dat de onderneming voldoet aan de Europese definitie van een PME.

Het beleidsdoel van de Madelin-regeling is het verlagen van het netto risico voor particuliere investeerders en het mobiliseren van privaat kapitaal richting jonge en innovatieve ondernemingen. De regeling is breed toegankelijk en niet specifiek gericht op angels: zij staat open voor alle particuliere investeerders die rechtstreeks in aandelen participeren en aan de fiscale voorwaarden voldoen⁴⁰.

Voor de Madelin-regeling is beperkt empirisch bewijs beschikbaar dat de effectiviteit specifiek voor angel-investeringen in de vroege fase kwantitatief in kaart brengt. Beschikbare documentatie richt zich voornamelijk op de fiscale werking en het gebruik van de regeling, maar bevat geen robuuste evaluaties van effecten op investeringsvolume, investeringsgedrag van angels of groeiprestaties van ontvangende ondernemingen. Hierdoor is het moeilijk vast te stellen in hoeverre sprake is van additionele angel-investeringen die zonder deze regeling niet zouden hebben plaatsgevonden.

In de context van dit onderzoek illustreert de Franse aanpak een beleidsmodel waarin fiscale stimulering primair plaatsvindt via een breed instrument dat differentieert naar kenmerken van de onderneming, maar minder scherp is toegesneden op het activeren of professionaliseren van angels in de pre-seed fase.

⁴⁰ Zie <https://www.finance-fair.org/fr/actualites/dispositif-madelin-ir-pme-le-taux-passe-officiellement-25>



Golden
Egg Check

