



SPARKHOLDER



INVESTEREN IN HET MKB

Met medewerking van ACE, Antea, Benvaor, Capital Waters, EY, Finno, gerty.co, Leapfunder, PPM Oost, Smart Capital Network en Sprout

Inhoudsopgave

Kennis

Samenvatting	3
Inleiding	5
Strategie	6
Managementteam	8
De 7 pijlers	10
Afhankelijkheid	11
Liquiditeit	13
Solvabiliteit	16
Capaciteit	17
Efficiency	18
Toekomst	20
Rentabiliteit	22
Nawoord	49
Links en bronnen	50

Experts

10 wijze lessen bij het investeren Robert De Boeck Antea	24
The American Way Sergio Torres en Bastiaan Burgwal Sparkholder	27
Genoeg geld! Pascal Spelier [finno]	30
Innovatieve startups Henk Ceha Smart Capital Network	33
Iedereen een angel Merien ten Houten Leapfunder	35
Karakterschets van een succesvolle ondernemer Karin Husslage Sprout	37
Top 5 juridische issues bij investeringen Sjoerd Mol Benvaor	39
De deal afronden Henri Rinck EY	42
Investor Readiness Tom Paffen en Wilco Schoonderbeek PPM Oost	44
Verschil in groei Erik Boer Amsterdam Center for Entrepreneurship	46

Samenvatting

We vallen gelijk maar met de deur in huis... de samenvatting. Voor een ieder die in een notendop wil weten wat er in dit ebook staat. Maar, we moeten er wel bij zeggen: voor wie echt beter wil gaan investeren in het MKB en wil weten wat de experts denken is het gehele ebook een ,must-read'!

Het midden- en kleinbedrijf (MKB); slechts 9% van alle funding komt er terecht. En dat terwijl het MKB onze economische groeimotor is. 66,9% van de beroepsbevolking werkt er, er wordt 919 miljard euro omzet gedraaid en dat alles is goed voor meer dan 50% van de totale toegevoegde economische waarde¹. Ondanks deze cijfers is investeren in het MKB ,moeilijk'. Er is minder informatie beschikbaar voor investeerders en de informatie die er is, is vaak verouderd of bewerkelijk. De technologische ontwikkeling in de financiële wereld staat echter niet stil, waardoor het mogelijk wordt om real-time inzicht te krijgen in MKB bedrijven. Dat real-time inzicht moet investeren in het MKB aantrekkelijker en makkelijker maken. Dit betekent echter niet dat direct duidelijk is welke informatie op dat moment van belang is. Op welke informatie u moet letten als investeerder en wat er gemonitord moet worden hangt

namelijk samen met de strategie van het MKB bedrijf. Strategie is nauw verbonden met de doelstellingen en de doelstellingen zijn vervolgens meetbaar. Zo kan van iedere investering in een MKB bedrijf, met behulp van real-time informatie, de voortgang gevolgd en beoordeeld worden.

Strategie is een zeer breed begrip en bovendien zelf niet meetbaar. Voor de doelstellingen die de strategie ondersteunen kunnen kritische succesfactoren (KSF's) opgesteld worden, waaraan kritische prestatie indicatoren (KPI's) verbonden worden. Deze zijn specifiek meetbaar. De KPI's dienen per investering bepaald te worden, aangezien een positionering op klantleiderschap andere succes factoren zal kennen dan een positionering op procesleiderschap of productleiderschap. Deze meetbare KPI's kunnen grotendeels worden ondergebracht in 7 pijlers. Deze 7 pijlers – rentabiliteit, liquiditeit, solvabiliteit, efficiency, toekomst, capaciteit en afhankelijkheid – geven een accuraat inzicht. Tevens kan snel worden ingezoomd op een pijler indien daar de prestaties achter blijven. Eventueel kunnen er externe specialisten worden aangetrokken om de prestaties te verbeteren. Naast KPI's die real-time te monitoren zijn door de innovatie in de FinTech wereld, zijn er twee andere belangrijke aspecten

welke minder goed meetbaar zijn. Dit betreffen het managementteam en de strategie. Uit verschillende onderzoeken blijkt steeds maar weer dat bedrijven met een goed uitgewerkt plan (strategie) beter presteren, waarbij het tevens belangrijk is om het business model regelmatig te evalueren en te optimaliseren. Ook dit zorgt voor hogere bedrijfsprestaties². Het is als investeerder altijd goed om de ondernemer te vragen om zijn business model aan u te presenteren op het zogeheten Business Model Canvas³. Welke waarde bieden zij aan welke klanten, hoe bereiken zij deze klanten en diverse andere vragen worden hier beantwoord. Elke goede ondernemer die een investering waard is, moet zijn business model op deze manier inzichtelijk kunnen maken aan een investeerder.

Tot slot het managementteam, een niet te vergeten aspect bij het doen van een investering. Een goed managementteam is belangrijk voor het succes van een onderneming. Ze zeggen niet zomaar „de vent maakt de tent”. Om de vent te beoordelen kan een investeerder onder andere kijken naar het organogram, opvolging, spreiding activiteiten, omspanningsvermogen en spanwijdte, begroting, procedures, jaarverslag, naleving van de strategie en hoe informatie gerapporteerd wordt.

De heilige graal echter, is met data van nu de toekomst voorspellen. Macro-ontwikkelingen hebben daar natuurlijk een invloed op. Kijken naar de werkgelegenheid, welke nauw gerelateerd is aan koopgedrag, biedt dan uitkomst. Maar veel gebeurtenissen uit het verleden kennen een

herhalend karakter en daarop dient een goede voorspelling dan ook te worden gebaseerd. Begrotingen zijn betrouwbaar als het management in het verleden heeft laten zien haar begrotingen te kunnen realiseren. Door de gerealiseerde omzet te delen door de begrote omzet ontstaat er een ratio die het inzicht in de toekomst van het management meet. Deze schatter kan vervolgens losgelaten worden op toekomstige begrotingen. Dit geldt voor omzet, maar natuurlijk ook voor andere financials als bijvoorbeeld winst, EBIDTA en bruto marge.

Deze samenvatting illustreert hoeveel er gemeten kan worden en uitgedrukt in cijfers, terwijl hier nog maar een klein aantal van alle mogelijkheden worden geschetst. Informatie verzamelen en analyseren lijkt veel werk, maar 80% van alle faillissementen in het MKB wordt veroorzaakt door slecht geïnformeerd management. Dit betekent dus dat het kan lonen om als investeerder samen met het bedrijf een goed informatie systeem in te richten. Een goed informatiesysteem betekent: actueel, correct en volledig. Deze factoren zijn van cruciaal belang. In de pagina's hierna wordt dieper ingegaan op de 7 pijlers waarop u een onderneming kunt beoordelen, alsmede de strategie en het management. Daarnaast geven verscheidene gerenommeerde Nederlandse investeerders hun kijk op investeren in het MKB in dit ebook. Informatie over MKB bedrijven komt in steeds grotere mate beschikbaar voor de investeerder. Na het lezen van dit 'investeringshandboek' kunt u beter bepalen welke informatie in welke situatie van belang is.

Inleiding

Het midden- en kleinbedrijf levert niet alleen de meeste innovatie, maar ook de grootste bijdrage aan het BNP in Nederland. In theorie biedt deze markt dan ook grote rendementskansen aan investeerders en ondernemers. Asymmetrische, verouderde en bewerkelijke informatie zorgen er echter voor dat er weinig inzicht is in deze kansen. Daarbij vergroot het de risico's voor de (potentiële) investeerder en de financier. Hierdoor kan het MKB niet optimaal worden bediend met kapitaal en kennis en komen er weinig goede transacties tot stand. Dit zorgt voor gemiste rendementskansen en onnodig kapitaalverlies.

Alles draait om betere, snellere en betrouwbaardere informatie, gecombineerd met bewezen investeringstechnieken van bijvoorbeeld goeroes als Warren Buffett. Door middel van een betere informatievoorziening kunnen de investeerder en de ondernemer betere beslissingen nemen in het MKB. Deze goede en tijdige informatie is cruciaal om tegenslagen te voorkomen en succes te realiseren. De basis voor succes is namelijk vaak een kans die zich voordoeft en een kans is het meest bederfelijke goed wat er is. Daarom is naast goed inzicht ook de tijdigheid van informatie zeer belangrijk voor de investeerder en de onderneming waarin hij investeert. Als je het jaarverslag van een bedrijf zes maanden na dato ontvangt en je ziet een probleem in de cijfers, dan moet je hopen dat het probleem al is opgelost, of je bent te laat. Real-time informatie is al beschikbaar op de beursvloer waar de grote ondernemingen genoteerd zijn, maar komt nu ook naar het MKB en gaat zeer belangrijk worden voor investeerders.

Dit ebook is opgebouwd uit een kennis- en expert deel. Het kennisdeel bestaat uit de delen strategie, managementteam en 7 pijlers om te monitoren bij uw investering. Na het kennisdeel vindt u het expert deel (op de „grijze pagina's”) waar experts uit de investeringsbranche hun ervaringen met u delen.

Strategie

Wanneer je gaat zeilen, let je op het weer. En als je voor een langere periode gaat, houd je jezelf goed op de hoogte. Je wilt immers niet in een storm verzeild raken. Dit betekent ook dat als je pas een melding krijgt van slecht weer als de golven al aanzwellen tot metershoge monsters, het te laat is. Als de melding wel op tijd is maar onterecht zonnig weer voorspelt, vind je jezelf ondanks alles op de woeste baren, ook dit is niet wenselijk. En zo gaat ook de vergelijking op met investeren en ondernemen. Informatie is cruciaal en moet actueel, correct en volledig zijn. Los van de strategie en de meetbare doelstellingen is dit dan ook voor de investeerder het meest belangrijke: zorg ervoor dat het bedrijf waar je in investeert de informatievoorziening op orde heeft, zodat je als investeerder juiste en tijdige informatie ontvangt, waarmee een koers nog bijgesteld kan worden.

Met betrekking tot de strategie en de doelstellingen is de belangrijkste informatie die je uit het meetinstrument wilt halen:

- ❖ Realisatie doelen – Worden afgesproken doelen gerealiseerd en zo niet, waarom niet?
- ❖ Risico's - Zijn de risico's zichtbaar en kunnen deze tijdig aangepakt worden?
- ❖ Voorspellende waarde - Heeft de informatie een voorspellende waarde en zorgt dit alles ervoor dat de waarde van de organisatie toeneemt?

Bij het realiseren van doelstellingen draait het ook om de strategie van de onderneming. Kijk hierbij naar het businessmodel, het verdienmodel en de

stra·te·gie (de; v; meervoud: strategieën)

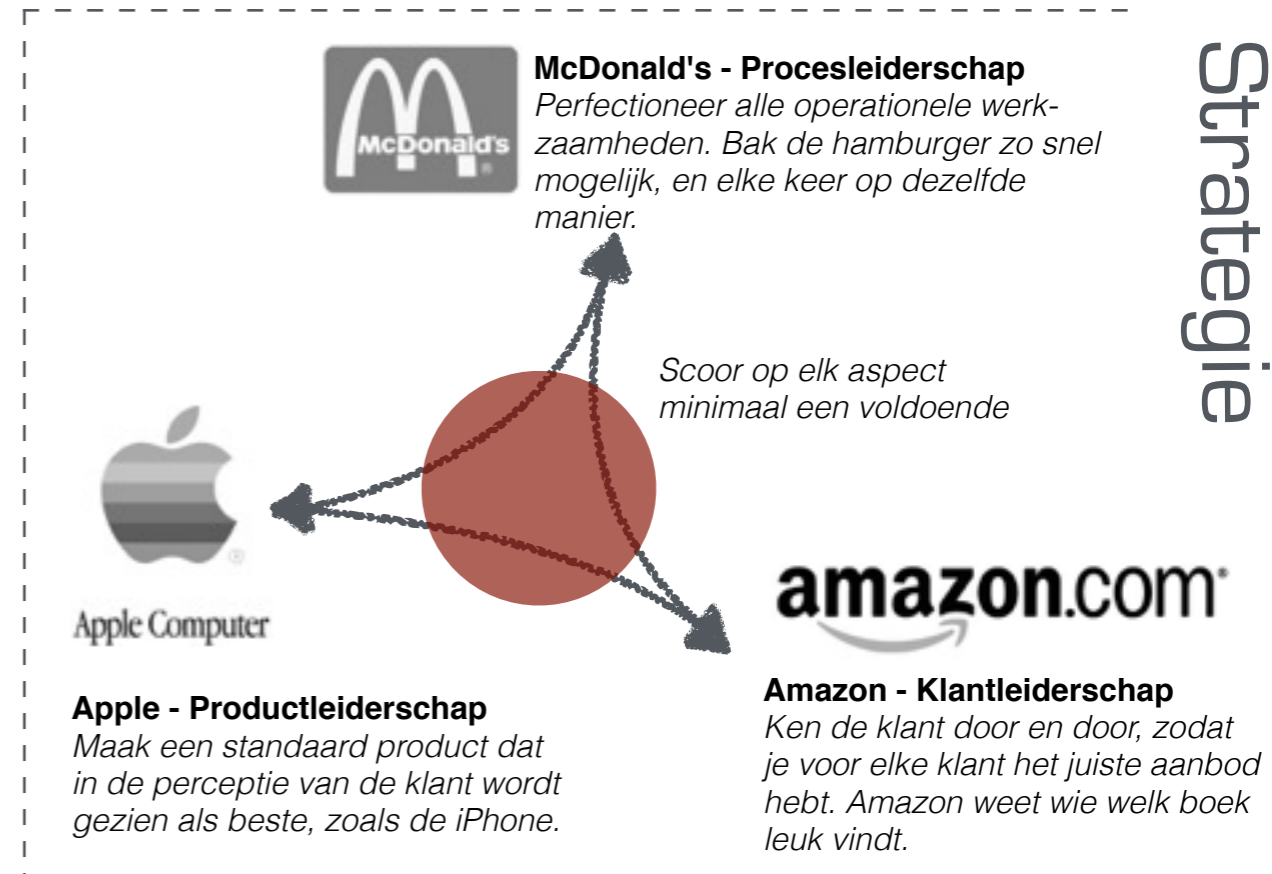
- 1 wetenschap, kennis van het oorlogvoeren
- 2 bekwaamheid om met behulp van de ter beschikking staande middelen een gesteld doel te bereiken
- 3 plan van handelen



ontwikkelingen in de markt. Marktonwikkelingen (macroniveau) hebben immers invloed op de branche (mesoniveau), die op zijn beurt de onderneming (microniveau) beïnvloed. De belangrijkste 'driver' van een strategie is het voorzien in de behoefte van de afnemers en overige stakeholders. Een makkelijke manier om dit te formuleren is het stellen van de zeven W-vragen: Waarheen, wat, waarom, wie, wanneer, welke wijze en waarmee? Een andere manier om dit te doen is met behulp van het Business Model Canvas³. Vraag een ondernemer waar je in wilt gaan investeren altijd om zijn of haar ideeën aan je te presenteren met behulp van dit canvas. Op deze manier wordt geen enkel aspect vergeten, waarbij het centrale vakje 'Value Proposition' het allerbelangrijkste is. Welke waarde levert een bedrijf daadwerkelijk, waardoor het succesvol zou kunnen worden. Om deze 'value proposition' heen dient de strategie geformuleerd te worden.

Met behulp van het canvas en de antwoorden op de zeven W-vragen worden de kritische succesfactoren (KSF's) bepaald. Welke factoren zijn van belang om daar te komen waar we heen willen. Deze KSF's zijn bepalend voor het goed bedienen van afnemers en stakeholders. De KSF's moeten daarom ook gemonitord worden en dit gebeurt met kritieke prestatie indicatoren (KPI's). Om te kunnen bepalen wat de KSF's en de KPI's zijn dient eerst gedefinieerd te worden wie je beoogde klant is en hoe voor hem of haar gestreden gaat worden (zie ook het canvas). Ook de positionering is hierbij belangrijk. Volgens het model van Treacey & Wiersema kan een organisatie zich op drie vlakken positioneren:

- ❖ Klantleiderschap – Op de klant en zijn tevredenheid gericht.
- ❖ Productleiderschap – Gericht op het maken van het beste product.
- ❖ Procesleiderschap – Gericht op het goedkoopst aanbieden van het product.



Wees als investeerder altijd scherp op de positionering. Zeer succesvolle bedrijven hebben vaak een haarscherpe positionering. Zo is Apple een duidelijk productleider en McDonalds een sterke procesleider. Uiteindelijk dient een onderneming te proberen zowel op klant, product als proces een voldoende te scoren, maar moet er op een vlak worden geëxcelleerd. Bedrijven die geen duidelijke positionering hebben, zullen minder snel succesvol zijn. Op basis van deze strategische elementen kan een onderneming beoordeeld worden, waarbij het belangrijk is dat de strategie ook gemonitord wordt nadat de investering verstrekt is. Een strategie is uiteindelijk zeer goed te monitoren wanneer de doelstellingen worden weergegeven in KPI's met bijbehorende targets. Deze stuurinformatie zegt vervolgens veel over het bedrijf en kan het makkelijker maken om succesvol te worden. Hierbij geldt echter wel dat goede stuurinformatie alleen succes kan opleveren als er een goed managementteam is. Want; "a fool with a tool, is still a fool."

Managementteam

Als iemand je vraagt wie het meest verantwoordelijk is voor een goed reilen en zeilen van een onderneming, wat zou je dan antwoorden? Juist! De kapitein, de bondscoach, de generaal... de leiders! Wij noemen deze leiders meestal het management en het is dit management dat, samen met andere onderdelen waaronder de strategie, essentieel is. Een sleutel voor één van de sloten op de deur tot succes.

Hoe beoordeel je de kracht van een managementteam? Hoewel prestaties uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst geeft een blik op het verleden je wel veel informatie. Kijk daarom naar het verleden. Realiseerden ze wat ze zeiden te gaan realiseren? Een mooie manier om dit te beoordelen is het vergelijken van begrotingen uit het verleden met wat er daadwerkelijk gerealiseerd is in die periode. Een ratio die hierbij past is de gerealiseerde omzet gedeeld door de geprognosticeerde omzet.

Bekijk daarnaast of alle relevante functies worden vertegenwoordigd in het management team (hiervoor kan de value chain⁴ gebruikt worden). Ga ook na wat de sterke en zwakke punten zijn. Bij de zwakke punten moet je nagaan op welke wijze ze hiermee omgaan. Hierbij kan gedacht worden aan de verdeling van taken binnen het management, of bij een bedrijf met een directeur/eigenaar de ondersteuning door 2e lijnfunctionarissen of een accountant en hoe om wordt gegaan met het risico van opvolging. Voor zover mogelijk dien je ook referenties van derden na te gaan.

Ondernemingen met een goed management hebben in het MKB een marktwaarde die gemiddeld 19% hoger ligt dan de gemiddelde onderneming en 38% hoger dan ondernemingen met een slecht management. Een slecht gemanagede onderneming met een marktwaarde van bijvoorbeeld 5 miljoen euro kan haar waarde verhogen naar 6,9 miljoen euro. Goed inzicht en daaruit voortvloeiende beslissingen zijn dus van uitermate groot belang voor de waarde van de onderneming⁵.

Let bij het beoordelen van het management op de volgende vraagstukken:

- ❖ Wat is de strategie en wordt deze nageleefd?
- ❖ Zijn alle vitale functies bekleed en hoe zijn ze bekleed?
- ❖ Is het organogram passend ingedeeld
- ❖ Wat is de ervaring en het opleidingsniveau?
- ❖ Is er een opvolgingsstrategie?
- ❖ Wordt de begroting gehaald?
- ❖ Op basis van welke informatie worden er beslissingen genomen en is er een management informatie systeem?
- ❖ Is er een goed verdienmodel?
- ❖ Zijn er procedures aanwezig en worden ze nageleefd?
- ❖ Hebben de accountants kritische punten met betrekking tot het jaarverslag?

QUOTES



Ik zag mezelf nooit als ondernemer voordat ik hiermee begon. Ik vind het gewoon leuk om dingen te maken.

Andrew Mason - Groupon



Ondernemer is Frans voor 'heeft ideeën, voert ze uit'.

Alexis Ohanian - Reddit



Je hebt geen bedrijf van 100 mensen nodig om dat ene idee te ontwikkelen.

Larry Page - Google

De 7 pijlers

Een investering in een MKB bedrijf doen is niet waar het eindigt. Doorgaans zijn investeringen in MKB bedrijven lange termijn investeringen. Dat betekent dat naast een gedegen analyse en eventueel een due diligence, ook het beheer van zo'n investering van groot belang is. Het monitoren van de investeringen kan ertoe leiden dat er een beter inzicht komt in kansen die zich voordoen, maar ook dat er sneller kan worden ingespeeld op mogelijke risico's. Ook wordt het voor een investeerder makkelijker om een toegevoegde waarde te leveren of zijn of haar netwerk in te schakelen.

Dit ebook focust op 7 pijlers, 7 pijlers die gedurende de looptijd van de investering gemonitord worden, dat daar waar nodig actie kan worden ondernomen. De 7 pijlers omvatten het grootste deel van de onderneming en geven een snel inzicht in kansen en bedreigingen. In de volgende hoofdstukken wordt ingegaan op de pijlers afhankelijkheid, liquiditeit, solvabiliteit, capaciteit, efficiency, toekomst en rentabiliteit. Er worden handvatten geboden aan investeerders waardoor zij deze pijlers kunnen monitoren. Daarnaast wordt er aandacht besteed aan welke KPI's en variabelen per pijler gebruikt kunnen worden. Op basis van een samenstelling van KPI's kunt u per pijler een snelle score berekenen, waardoor u ziet waar aandacht nodig is. De gemiddelde score van alle 7 pijlers geven een goed inzicht in waar de onderneming staat. Naast het bekijken van de waarden die gescoord worden op de KPI's is het uiteraard ook belangrijk om deze waarden te vergelijken met de targets die gesteld zijn voor de betreffende KPI's.

de 7 pijlers

- 1 afhankelijkheid
- 2 liquiditeit
- 3 solvabiliteit
- 4 capaciteit
- 5 efficiency
- 6 toekomst
- 7 rentabiliteit



Afhankelijkheid

Een onderneming die in grote mate afhankelijk is van stakeholders (klanten, leveranciers, ondernemers) loopt meer risico dan een onderneming die een grote spreiding kent. Bij het monitoren van de afhankelijkheid is het belangrijk om te kijken naar in hoeverre stakeholders de beweeglijkheid van de omzet kunnen beïnvloeden.

Hierbij kan in de eerste plaats gekeken worden naar de aantrekkelijkheid van de bedrijfstak en het concurrentievermogen van de onderneming. Maak hiervoor gebruik van tools zoals het vijfkrachtenmodel van Porter⁶, benchmarks en de bèta van de sector. De concurrentie in de sector bepaalt de stabiliteit van de rentabiliteit van de gemiddelde onderneming.

Bij het beoordelen van de beweeglijkheid van de omzet wordt er gekeken naar de schommelingen in de omzet. Om deze schommelingen beter te begrijpen wordt er gekeken naar hoe afhankelijk de omzet is van een bepaalde klant, product of regio. Zijn er lange termijn projecten/opdrachten of enkelvoudige, korte opdrachten? Ook de gevoeligheid voor technologische vernieuwing (risico op verlies van marktaandeel indien een concurrent met een betere technologie op de markt komt) speelt een rol. Tevens is het van belang of de onderneming beschikt over een gediversifieerd producten- of dienstengamma en wie de 'target' klanten (doelgroep) zijn. Een afhankelijke en beweeglijke omzet speelt ook een rol voor je veiligheidsmarge. Is bijvoorbeeld de spreiding in klanten groot en zijn er lange termijn contracten dan zal het break-evenpoint

af·han·ke·lijk·heid (de; v)

- 1 dependentie
- 2 door iets bepaald of geregeld wordend



minder snel gehaald worden. Een omgekeerde situatie zorgt er echter voor dat het break-evenpoint sneller gehaald wordt.

Ratio's die gebruikt kunnen worden om de afhankelijkheid te monitoren zijn onder andere:

❖ **De procentuele omzet afkomstig van de 10 grootste afnemers.**

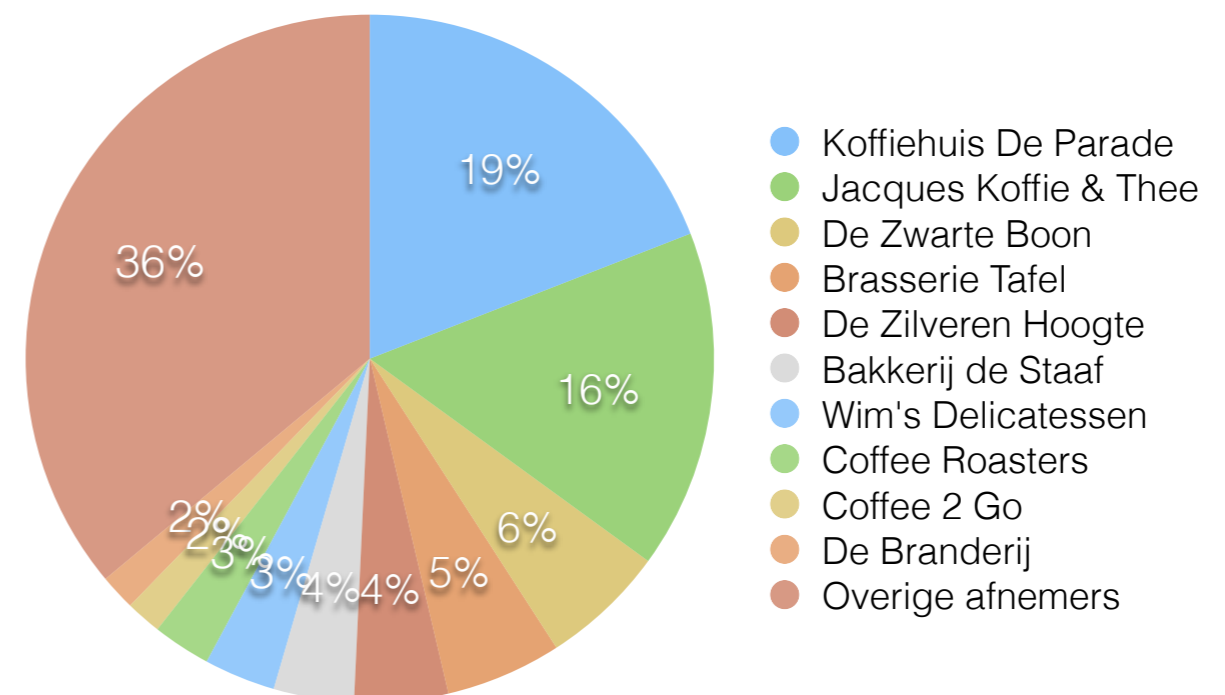
Dit percentage geeft weer hoe afhankelijk de onderneming is van haar afnemers. Is dit percentage hoog of neemt dit steeds verder toe, dan betekent dit dan de onderneming een sterke afhankelijke omzet heeft. Dit betekent dat wanneer een of meerdere van de top-10 afnemers wegvallen, er een probleem kan ontstaan met de winstgevendheid. Dit betekent dat bij een hoog percentage altijd gekeken moet worden naar de contracten die zijn gesloten. Zijn dit lange termijn contracten dan verkleint dit het risico.

❖ **EBITDA/omzet.**

Een ratio die vaak gebruikt wordt om de afhankelijkheid en de beweeglijkheid te beoordelen is de EBITDA/Omzet. Dit is de operationele winstgevendheid uitgedrukt als percentage van de omzet. Vooral de ontwikkeling van deze ratio zal aangeven of het bedrijf in staat is om met groei of krimp om te gaan. Alhoewel een aantal ondernemers zal zeggen dat kosten voor de baten uitgaan, je moet immers eerst investeren in marketing, mensen, machines et cetera voordat er omzet en winst gemaakt gaat worden, zal er bij daling van deze ratio opgepast moeten gaan worden.

„Afhankelijkheid monitoren kan relatief eenvoudig: maak eens per kwartaal een taartdiagram met daarin de 10 grootste en overige afnemers. Zo'n taartdiagram geeft snel inzicht in wat er gebeurt wanneer het bedrijf afnemers verliest.”

Omzetverdeling ,De Koffiebranderij'
(voorbeeld)



Liquiditeit

De letterlijke betekenis van liquiditeit is vloeibaarheid. Uit de natuurkunde weten wij dat een vloeistof van vorm kan veranderen zonder aan volume in te boeten. In bedrijfseconomische zin omschrijven wij het begrip liquide zijn dan ook als de mate waarin activa kan worden omgezet in geld. Bij de beoordeling van de liquiditeit kijken we dan ook vooral naar de mogelijkheid van de onderneming om haar vlottende schulden (schulden korter dan 1 jaar) op tijd te kunnen voldoen uit de beschikbare, of uit het (productie)proces beschikbaar komende, middelen. De liquiditeit kan onder druk komen te staan bij groei, hapering bij het voltooien van het proces, of wanneer de organisatie verlieslatend is.

Er wordt bij de liquiditeit vooral naar het (werk)kapitaal gekeken (waar gaat het geld inzitten). Heel belangrijk hierbij is het sturen en beheren van dit kapitaal; cashmanagement. Goed cashmanagement is van cruciaal belang voor de onderneming. Stel het bedrijf heeft een miljoen omzet per jaar. Gedeeld door 365 dagen is dat twee- à drieduizend euro per dag. Als de ondernemer de debiteurendagen laat oplopen van 30 naar 60 is hij al 80.000 euro kwijt. Daarnaast moet je nagaan wat je in huis moet hebben om haperingen te voorkomen. Bijvoorbeeld een zekere buffer in de voorraad voor het geval dat leveranties stagneren. Hierbij moet je vooral kijken naar working investment (WI). Het begrip WI wordt als volgt gedefinieerd: (voorraden+debiteuren) - crediteuren. De ontwikkeling van deze ratio geeft aan in welke mate de liquiditeit zich ontwikkeld.

li·qui·di·teit (de; v)

- 1 mate waarin je bezittingen of beleggingen kunt omzetten in contant geld
- 2 vermogen om aan alle korte termijn betalingsverplichtingen te voldoen



Bij het debiteurenbeheer kijkt men naar de ratio (uitstaande debiteuren)/omzet*365 dagen. Wenselijk is een termijn van rond de 60 dagen. Zorgelijk is het als deze boven de 90 dagen uitkomt. Kijk bij debiteuren altijd naar de specificatie inclusief de ouderdomsanalyse. Daarbij moet aandacht besteed worden aan het formaat van debiteuren, intercompany debiteuren (deze dienen van het bedrag afgehaald te worden), buitenlandse debiteuren (i.v.m. valutarisico en moeilijker te innen) en de kwaliteit van de debiteur. Houd er ook rekening mee dat een debiteur die facturen heeft ouder dan 90 dagen waarschijnlijk ook problemen heeft met het betalen van de facturen jonger dan 90 dagen. Bij het voorraadbeheer kijkt men naar de ratio (uitstaande voorraad)/kostprijs*365. Het aantal dagen dat acceptabel is hangt af van het type product. Andere ratio's die een rol spelen in de liquiditeit zijn:

❖ **Current ratio**

Deze ratio is de traditionele ratio voor de mate waarin het bedrijf in staat zal zijn uit de vlottende activa de vlottende schulden te voldoen. Hierbij moet wel opgelet worden of een deel van de vlottende activa niet zijn gefinancierd met langlopend krediet. Hierdoor zou een verkeerde interpretatie van deze ratio kunnen ontstaan. Berekening door activa korter dan 1 jaar te delen door passiva korter dan 1 jaar. Een minimale waarde voor deze ratio wordt geacht boven de 1 te zitten.

❖ **Quick ratio**

Dit is een variant op de current ratio waarin de voorraden buiten beschouwing worden gelaten. Grote verschillen tussen de current en quick ratio geven

direct aan dat de omvang van de voorraad een belangrijke factor in de werkkapitaalbehoefte, en dus de financiering, zal zijn. De berekening van deze ratio komt overeen met die van de current ratio, waarbij de voorraden worden afgetrokken van de vlottende activa.

© Randy Glasbergen
glasbergen.com



**“If an invoice is due in 30 days, we pay it in 60 days.
If it’s due in 60 days, we pay it in 90 days. If it’s
due in 90 days, then they probably don’t
need the money anyway.”**

Nog een belangrijk gegeven dat meegenomen moet worden bij het beoordelen van de liquiditeit is het tijdig terug kunnen betalen van schulden. Het gaat hierbij om de korte termijn terugbetalingcapaciteit van de onderneming en de afhankelijkheid van schuldstrekkers. Bij de korte termijn terugbetalingcapaciteit kijkt men naar de volgende twee ratio's.

❖ **EBIT/rente**

Geeft aan in hoeverre de rentelasten (exclusief ontvangen rente) uit de operationele winst betaald kunnen worden. Indien deze ratio beneden 1 komt betekent dit dat het bedrijf de rentelasten niet kan opbrengen uit zijn operationele resultaat in datzelfde jaar en er dus geen enkele ruimte voor aflossingen rest. De financiële ruimte van het bedrijf wordt dan als onvoldoende beschouwd. Let er op dat u de rente vermenigvuldigt met 1/12 wanneer u deze ratio op maandbasis wilt berekenen.

❖ **EBITDA/debt service**

Dit betreft een uitbreiding van de vorige ratio en dient minimaal, bij een gespreid aflossingsschema, 1 te bedragen. Voor een beetje buffer moet er aan een basiswaarde van minimaal 1,25 voldoen worden. De berekening van deze ratio: deel de ebitda door de debt service, waarbij de debt service gelijk is aan de betaling van rente, vermeerderd met de aflossingsverplichtingen en leaseverplichtingen die vallen in hetzelfde jaar. Let er op dat u de debt service vermenigvuldigt met 1/12 wanneer u deze ratio op maandbasis wilt berekenen.

Solvabiliteit

Waar het bij liquiditeit vaak gaat om de keuze financieren met lang of kort vreemd vermogen, gaat het bij solvabiliteit om de keuze tussen financiering met eigen vermogen of vreemd vermogen. Niet de tijdigheid van betaling is van belang, maar meer het vermogen om op lange termijn te kunnen betalen. De solvabiliteit vormt een weerspiegeling van zowel de inbreng van de aandeelhouders in de vennootschap als de financiële buffer bij eventuele problemen. De gewenste hoogte van de solvabiliteit is afhankelijk van de mate van zekerheid van de inkomsten. Deze wordt onder andere beïnvloed door de spreiding van de omzet, de beweeglijkheid van de markt, de afhankelijkheid van sleutelpersonen, producten of klanten, de foutgevoeligheid van het proces en de looptijd van het proces. Kijk bij de solvabiliteit ook naar de kwaliteit van de aandeelhouders van de onderneming. Hebben zij nog een buffer voor slechte tijden of onttrekken ze juist teveel aan de organisatie? Om de kwaliteiten van de aandeelhouders te bepalen kun je kijken naar: financiële draagkracht, bereidheid tot steun en het belang van het bedrijf voor de aandeelhouders. Belangrijke ratio's:

❖ Solvabiliteit

(eigen vermogen minus leningen aan en vorderingen op deelnemingen en aandeelhouders minus goodwill) / (balanstotaal minus leningen aan en vorderingen op deelnemingen en aandeelhouders minus goodwill)

❖ Schuld/EV

Deze ratio geeft het totaal van de rentedragende schulden (inclusief aflossingsverplichtingen en bankkrediet) t.o.v. het eigen vermogen weer. Hoe hoger het risicoprofiel van de onderneming, hoe kleiner deze ratio dient te zijn. Deze ratio is ook bekend onder de naam Gross Gearing-ratio.

❖ Schuld/EBITDA

Deze ratio geeft een indicatie van de termijn waarop de schuld terugbetaald kan worden. Een schuld/EBITDA kleiner dan 3 wordt in de meeste gevallen acceptabel gevonden. Schuld/EBITDA hoger dan 5 worden als zeer riskant ervaren.

sol·va·bi·li·teit (de; v)

- 1 het eigen vermogen in procenten van het totale vermogen
- 2 verhouding tussen eigen en vreemd vermogen



Capaciteit

Bij het meten van de capaciteit gaat het om de kwaliteit en productiecapaciteit van de vaste activa en het personeel. De kwaliteit van de activa kan beoordeeld worden door te kijken naar de bezettingsmogelijkheden, het risico op waardeverlies en of zij een juiste weergave geven van de werkelijkheid. Voor het personeel, het menselijk kapitaal, dient er gekeken te worden naar kwaliteit, kennisniveau en bezettingsgraad. Bij de vaste activa beoordelen we de techniek waarin geïnvesteerd wordt, of de investering op gewenst niveau is en wat het rendement op investering is. Zowel personeel als activa worden eigenlijk beoordeeld op kwaliteit, prestaties en betrouwbaarheid. Om de kwaliteit van personeel te bepalen kan er specifiek worden gekeken naar: ervaring, opleiding, aantal klachten, leversnelheid en rendement ten opzichte van de kosten voor training. Bij de kwaliteit van de machines/IT kan je kijken naar de cumulatieve afschrijvingen ten opzichte van de aanschafwaarde (dit zegt namelijk iets over of er nog voldoende capaciteit is; moet er weer geïnvesteerd worden?) en afschrijving ten opzichte van investering. Deze verhouding geeft direct aan in hoeverre het bedrijf continue investeert. Hoe langer een bedrijf qua investeringen onder het niveau van de afschrijvingen blijft, hoe groter de noodzaak wordt om dit op enig moment in te halen. Speciale aandacht moet worden besteed aan de situatie waarin loonkosten worden geactiveerd. Dit zal geschieden wanneer een deel van de productie betrekking heeft op productiemiddelen die in het bedrijf worden ontwikkeld. Daarnaast kunnen loonkosten worden geactiveerd met betrekking tot R&D.

Kijk om de prestaties van het personeel te beoordelen naar het rendement per personeelslid en de bezettingsgraad. Dit geeft aan in hoeverre de capaciteit van het personeel goed wordt benut. Bij het beoordelen van de prestaties van machines/IT bekijken we de ROIC (Return on Invested Capital, ook gebruikt bij de rentabiliteit) en de bezettingsgraad. Voor de betrouwbaarheid van het personeel dien je te kijken naar de omloopsnelheid van het personeel en de betrouwbaarheid van levering. Bij beoordeling van de machines kijk je naar de hoeveelheid, type stringen en de omloopsnelheid van machines.

ca·pa·ci·teit (de; v)

- 1 vermogen of kracht
- 2 bekwaamheid, geschiktheid



Efficiency

Efficiency is breed, maar bij efficiency gaat het met name om hoe efficiënt de onderneming omgaat met zijn middelen (activa en personeel) en het operationeel proces (werkkapitaal).

Bij efficiency kijk je naar de productiviteit en dus naar de bezettingsgraad, rendement per medewerker/machine per uur en bekijk je of producten modegevoelig zijn of gevoelig voor technologische innovaties. Daarnaast kijk je naar hoe snel activiteiten omgezet kunnen worden in geld. Dus hoe kan het rendement op personeel en machines verhoogd worden (optimaliseer ik de capaciteit), en hoe kan de debiteurentermijn verlaagd worden en crediteurentermijn verhoogd worden ten opzichte van de omzet ontwikkeling (operationeel proces).

Bij het optimaliseren van de capaciteit kijk je naar de omzet per medewerker en of omzet / activa. Omzet per medewerker geeft de mate aan waarin een toename of afname in het personeelsbestand efficiënt is. Een daling van de omzet per medewerker kan een indicatie zijn van slechtere economische omstandigheden, maar ook van het ontstaan van onnodige personeelsgroei. Deze personeelsratio kan goed gebruikt worden in de nadere vergelijking van bedrijven. Omzet / activa geeft de omloopsnelheid aan van het totale vermogen. Met andere woorden: wat elk geïnvesteerde euro oplevert. Een daling van de activa door efficiënter gebruik van de middelen ten opzichte van dezelfde omzet zal zorgen voor een betere rentabiliteit.

ef·fi·cien·cy , ef·fi·ciën·tie (de; v)

1 meest efficiënte werking van een bedrijf; doelmatigheid



Ratio's die gebruikt kunnen worden bij het monitoren van de efficiency:

❖ **Kosten/omzet**

De ratio kosten als percentage van de omzet geeft een beeld de kostenontwikkeling t.o.v. de omzet en is een goed handvat om (samen met de netto stijging van de kosten) te bepalen of er sprake is van een vaste of een variabele kostenstructuur. Tevens levert deze ratio inzicht in welke mate de kosten zich ontwikkelen t.o.v. de omzet, een zeer interessant onderwerp in een gesprek met het bedrijf. Indien bijvoorbeeld de kosten sneller stijgen dan de omzet, zal bij een tegenvallende omzet al snel een verlies het gevolg zijn.

N.B. Omdat ook de afschrijvingen en voorzieningen in deze post zijn opgenomen is een vertekening mogelijk. Vergelijk de ontwikkeling van deze ratio daarom met de ontwikkeling van EBITDA/omzet. Dit is de operationele winstgevendheid uitgedrukt als percentage van de omzet. Met name de ontwikkeling van deze ratio zal aangeven of het bedrijf in staat is om met groei of krimp om te gaan.

❖ **Working investments/omzet**

Dit is een belangrijke ratio waar het operationeel proces mee kan worden gemeten. Het begrip Working Investments (WI) wordt als volgt gedefinieerd:

$WI = \text{voorraden} + \text{debiteuren} - \text{crediteuren}$.

De ontwikkeling van deze ratio geeft aan in welke mate de omloopsnelheden zich ontwikkelen t.o.v. de omzet. Of de uitkomst acceptabel is hangt af van in hoeverre de onderliggende factoren acceptabel zijn. Indien de omloopsnelheden van voorraden, debiteuren en crediteuren normaal of goed zijn, is de uitkomst van

deze ratio ook normaal of goed. Dit verhoudingsgetal kan ook gebruikt worden voor de berekening voor controle van toekomstige financieringsbehoefte uit hoofde van de Working Investments.

© Randy Glasbergen
www.glasbergen.com



“For starters, I think we should find out who made the coffee that day!”

Toekomst

Hadden we maar een glazen bol. Een magisch instrument om dat wat morgen gebeurt vandaag al te weten. Wat een mogelijkheden zou dat geven. Helaas bestaat dat niet, waardoor ook Piet Paulusma op een andere manier de toekomst moet voorspellen en hij er wel eens naast zit. Aan de andere kant zou het maar saai zijn als we allemaal de toekomst al kenden, nietwaar?

Toch proberen we allemaal wel in zekere mate de toekomst te voorspellen en ons daar op voor te bereiden. Het aller-moeilijkste om te meten en dus te voorspellen is de toekomst. Maar in tegenstelling tot wat vaak gedacht wordt behoort de voorspelling van de toekomst een redelijk onderbouwde inschatting te zijn van de verwachtingen en niet gebaseerd te zijn op de beruchte 'natte vinger'. Wat er in het verleden is gebeurd speelt hierbij een grote rol. Veel uit het verleden heeft namelijk een herhalend karakter en daarom een voorspellend karakter.

Daarnaast is het ook belangrijk om te begrijpen wat er in Nederland en ook in de wereld gebeurt. Macro-ontwikkelingen zoals landenrisico/ontwikkeling, inflatie en werkgelegenheid hebben invloed op de branche en dus ook op het bedrijf. Als je geen goed inzicht hebt in de ontwikkelingen van dit landschap zou je in het verkeerde bedrijf kunnen investeren. Een van de belangrijkste macrogegevens om de toekomst mee te beoordelen is werkgelegenheid. Werkgelegenheid is namelijk nauw gerelateerd aan koopgedrag. Hoe meer mensen werken, hoe meer geld er beschikbaar is om te consumeren. Kijk hierbij vooral naar bedrijven actief in deze sector (bijvoorbeeld Randstad). Het hangt dan af van waar je in de value chain zit om te bepalen hoe lang het duurt voordat een stijging of daling in koopkracht jouw bedrijf nadert.

toe·komst (de; v)

- 1 de tijd die nog komen moet
- 2 goede vooruitzichten



Doe daarom onderzoek naar de correlatie van een bedrijf en bekijk de sector beta. Een goed overzicht van beta's (hoe de branche presteert ten opzichte van de gehele economie, een beta van 1,5 betekent simpel gezegd dat de branche altijd 1,5 keer beter of slechter presteert dan de economie) kan gevonden worden in de database van professor Aswath Damodaran⁷. Op deze manier kunnen ook de vooruitzichten van een bedrijf beoordeeld worden, mede door te kijken naar algemene economische verwachtingen.

Een ander belangrijk meetinstrument is begroting/realiteit. Kijk in hoeverre de begroting in het verleden gerealiseerd is. Dit geeft een goed beeld van het inzicht van het management in de toekomstverwachtingen. Ook belangrijk is om te kijken naar trends van onder andere afzet en prijs, en de beweeglijkheid in deze trends. Zijn de trends naar boven of naar beneden aan het gaan en is de beweeglijkheid aan het toenemen of afnemen? Deze ontwikkelingen zijn bepalend voor de onzekerheid van de toekomst. Ratio's die hiervoor gebruikt worden zijn omzet/begrote omzet en winst/begrote winst, en dan gemeten over meerdere periodes. Hoe dichterbij 1, hoe beter het inzicht van het management in de toekomst.

Een andere toekomstvoorspeller is bijvoorbeeld het gebruik van capaciteit. Als de cumulatieve afschrijving ten opzichte van de aanschafwaarde hoog is (boven 70%) en de vaste activa is belangrijk voor de productie, dan zegt dat iets

over de toekomstmogelijkheden (als er niet geïnvesteerd wordt daalt de omzet). Maar ook de post investeringen materieel vast actief gedeeld door afschrijvingen op materieel vast actief kan een indicatie geven van hoe de toekomst zich ontwikkelt. Deze verhouding geeft direct aan in hoeverre het bedrijf continue investeert. Hoe langer een bedrijf qua investeringen onder het niveau van de afschrijvingen blijft, hoe groter de noodzaak wordt om dit op enig moment in te halen en hoe groter de kans dat de omzet onder druk komt te staan.

Besteed ook aandacht aan het orderboek. In hoeverre geeft dit een realistisch beeld van de toekomst. Een ratio die gebruikt kan worden is omzet/orderboek. Hoe meer deze afwijkt, hoe meer onzekerheid over de toekomst. Kijk ook naar de looptijd van het orderboek. Hoe langer de looptijd, hoe meer dit gaat afwijken van de omzet die gerealiseerd kan worden.

Rentabiliteit

Kort gezegd is rentabiliteit, of het rendement, de procentuele opbrengst van een investering, belegging of vermogen. In het geval van de onderneming gaat het om de vraag wat er wordt verdiend (de winst) met het in de onderneming geïnvesteerde vermogen. De winst is natuurlijk het eindresultaat van omzet minus kosten. Hoe hoger de winst ten opzichte van het vermogen, hoe hoger het gemaakte rendement is. Een onderneming wordt rendabel genoemd als dit rendement van bevredigend niveau is. De vraag is: Wat is bevredigend?

Wanneer een ondernemer investeert in een MKB bedrijf zal hij dit doen omdat hij een opbrengst verwacht die hoger is dan bij een risicoloze investering zoals de staatsobligatie. De opslag die hij wenst bovenop de risicoloze belegging is afhankelijk van het risico. Hoe beter inzicht in de prestaties van de onderneming, hoe lager het risico van de investeerder. Een lagere opslag kan dan voldoen. Zeer belangrijk voor een investeerder bij het bepalen van dit rendement is om ook bij zichzelf na te gaan of de investering past in zijn competentiekring. Begrijpt de investeerder de onderneming waarin hij gaat investeren en past hij bij de onderneming? Voorkom dat je in een kansloze onderneming investeert en zorg er ook voor dat je geen ballast wordt voor de onderneming. Om dit enigszins te kunnen beoordelen kan de parenting fit matrix⁸ gebruikt worden.

Wanneer een investeerder is toegetreten tot een onderneming, dient hij rentabiliteit op twee manieren te benaderen. Aan de ene zijde de winstgevendheid van de onderneming onderaan de streep, maar aan de andere kant vooral ook zijn Return on

ren·ta·bi·li·teit (de; v)

- 1 het opleveren van rente of winst
- 2 de verhouding tussen winst en geïnvesteerd kapitaal



investment. Dit geeft namelijk aan hoe rendabel een investering is voor een investeerder. Deze return on investment houdt nauw verband met de waardering van een onderneming. De waarde van een organisatie bepaalt namelijk hoe bevredigend de rentabiliteit is. De waarde wordt bepaald via drie beslissingstrajecten: Operationele beslissingen, investeringsbeslissingen en financiering-/fiscale beslissingen.

Een bedrijf kan op verschillende manieren gewaardeerd worden. In de praktijk werkt men meestal met de waardebegrippen intrinsieke waarde, liquidatiewaarde, rentabiliteitswaarde, price-earnings-growth (PEG) ratio en discounted cashflow. Iedere methodiek heeft zijn voor- en nadelen. Bij de keuze van een methode is het belangrijk te kijken welke methode het beste past in de gegeven situatie. Als het gaat om het monitoren van de waardeontwikkeling van een bedrijf is de meest toegepaste methode de PEG ratio. Deze PEG ratio kan ook gehanteerd worden voor het beoordelen van de waardeontwikkeling van een MKB onderneming. Een bedrijf dat voornamelijk verwacht in de toekomst waarde op te bouwen, kan het beste gewaardeerd worden middels de methode van discounted cashflow. Hierbij worden toekomstige kasstromen contact gemaakt. Waak er echter voor dat er geen luchtkastelen gebouwd worden.

Het belangrijkste, ongeacht de methode van waardering: de winstgevendheid van de onderneming en hoe die behaald wordt. Om de rentabiliteit in zijn algemeenheid te |

meten wordt vaak een opbrengstcijfer gerelateerd aan een balanscomponent of aan de omzet. Door deze ratio te vergelijken met die van andere ondernemingen, en met die van dezelfde onderneming op andere tijdstippen, worden nadere signalen verkregen over de rentabiliteit. Denk hierbij bijvoorbeeld aan ratio's als winst gedeeld door de omzet en winst gedeeld door totale activa (return on assets). Andere belangrijke ratio's kunnen zijn:

❖ **Return on Equity (ROE)**

Deze ratio geeft de rentabiliteit op het geïnvesteerde vermogen weer. Door een te laag eigen vermogen, voortvloeiend uit afboeking van goodwill of veel achtergestelde leningen, kan deze ratio snel misleidend worden. Berekening: winst gedeeld door netto eigen vermogen.

❖ **Return on Invested Capital (ROIC)**

Dit is de EBIAT (earnings before interest after taxes) gedeeld door het gemiddeld geïnvesteerd vermogen. Dit geeft aan hoeveel rendement er wordt gemaakt op het gemiddeld geïnvesteerd vermogen. Het gemiddeld geïnvesteerd vermogen kan het beste berekend worden door: $(\text{balanstotaal 1 januari} + \text{balanstotaal 31 december}) / 2$.

❖ **Nettowinst per medewerker**

Geeft een indruk van de rentabiliteit per medewerker. Deze personeelsratio kan goed gebruikt worden in de nadere vergelijking van bedrijven en trends.

10 wijze lessen bij het investeren

Graag geef ik de lezers van dit ebook enkele lessen mee vanuit mijn ruim 25-jarige ervaring (waarvan de laatste 15 jaar als directeur/oprichter van Antea) met het investeren in MKB-bedrijven. Het is onmogelijk om dit in enkele woorden samen te vatten, maar mogelijk hebt u hier toch iets aan. Ik zal dit in willekeurige volgorde en puntsgewijs doen. Ik zal me beperken tot de Top-10:

1. Heb nooit haast

Geduld is een schone zaak. Zowel bij het aangaan van participaties als gedurende de participatieperiode is haast een slechte raadgever. Als investeerder werkt de tijd vaak in je voordeel. Als de onderneming in kwestie haast heeft en jij niet leidt dit tot een betere deal. Heb nooit haast met exits. Participeren in bedrijven is een lange termijn-bezigheid. Bij een korte termijn-horizon kun je je beter beperken tot beleggen op de beurs;

2. Bij twijfel niet inhalen

Als je twijfelt moet je afzien van de investering. Laat je onderbuik-gevoel de doorslag geven, hoezeer de cijfers of externe adviseurs je ook zeggen het wel te moeten doen. Andersom: als je onderbuik-gevoel je zegt het wel te moeten doen, maar het due diligence-onderzoek geeft anders aan, zie er dan vanaf;

3. Wees niet te gretig

Ik zie veel investeerders transacties doen omdat ze zo nodig een deal willen doen. Pas hiervoor op. Doe alleen deals waar je 100 % achter staat en niet omdat je al een tijdje droog staat;



Robert De Boeck
Directeur en oprichter Antea



[@RobertDeBoeck](https://twitter.com/RobertDeBoeck)

4. **Liefde maakt blind**

Doe altijd due diligence-onderzoek. Ik zie veel informals investeren zonder serieus onderzoek te doen. Het is altijd zaak anderen naar het bedrijf in kwestie te laten kijken. Je kunt zelf verblind raken en beïnvloed worden door het enthousiasme van de ondernemer. Het is dan goed objectieve buitenstanders te raadplegen en te vragen de diepte in te duiken (o.a. accountants, juristen en fiscalisten);

5. **Hou tegengestelde belangen in het achterhoofd**

Vergeet nooit uit het oog, dat de ondernemer in kwestie altijd andere belangen heeft dan de investeerder. De ondernemer heeft er belang bij om de investeerder aan boord te halen en heeft de natuurlijke neiging om zaken positiever voor te stellen dan ze zijn en problemen te bagatelliseren. Ook op het gebied van waardering speelt deze tegenstelling. De ondernemer wil een zo hoog mogelijke waardering om daarmee een zo beperkt mogelijke verwatering te hebben. Als investeerder wil je een zo laag mogelijke instapwaardering en een zo groot mogelijk belang;

6. **Rendement begint bij een goede inkoop**

Ondernemers komen vaak met mooie waarderingsrapporten aanzetten van deskundigen. Gooi deze onmiddellijk in de prullenbak. Deze gaan bijna altijd uit van de zogenaamde Discounted Cash Flow-methode (DCF). Als je hier intrapt en op deze waardering instapt maak je nooit rendement. Immers, deze methode maakt de prognoses van het bedrijf contant. Met andere woorden, als de prognoses uitkomen heb je er al voor betaald. Bovendien heb ik in 25 jaar zelden ondernemingen gezien die beter presteren dan vooraf voorspeld door de ondernemer. De prognoses van de ondernemer en zijn corporate finance adviseur zijn bijna altijd te rooskleurig (zie ook punt 5);

7. **Pay-for-performance**

Als prognoses wel uitkomen of sprake is van overperformance beloon de ondernemer daar dan ook voor. Mocht je er met de ondernemer of diens adviseur niet uitkomen wat betreft waardering denk dan aan variabele constructies als een earn-out, opties of agiolening (waarbij een lening bij het behalen van een bepaalde performance wordt omgezet in agio op de aandelen van de investeerder zonder dat dit leidt tot een groter belang) om het gat tussen vraag en aanbod te overbruggen;

8. Zorg voor spreiding

Leg niet al je eieren in 1 mandje. Spreiding is cruciaal. Probeer het bedrag dat je beschikbaar hebt om te investeren te spreiden over zo'n 10 investeringen. Als de investeringsbedragen daarmee te klein worden overweeg dan niet rechtstreeks te investeren in MKB-bedrijven, maar dit via een fonds als Antea te doen. Op de site van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen⁹ vind je meerdere van dit soort MKB-participatiefondsen. Voordeel van dergelijke investeerders is naast de spreiding en de professionaliteit dat zij in sommige gevallen gebruik kunnen maken van Regeling Groeifaciliteit van RVO (Rijksdienst voor Ondernemend Nederland), waarmee 50 % van het risico van de investering door de overheid wordt afgedekt. Antea is een door de RVO geaccrediteerde investeerder;

9. Hou de exit in eigen hand

Zorg dat wanneer je tot verkoop wilt overgaan, je niet geblokkeerd wordt door de ondernemer. De ondernemer zal bij aanvang altijd roepen dat-ie ook een horizon heeft van 5 tot 7 jaar en met de investeerder op termijn wil meeverkopen. Hij zal immers sociaal wenselijk gedrag vertonen om de investeerder niet af te schrikken. Vaak is hem dit door zijn adviseur ingefluisterd. In de praktijk valt die medewerking aan een exit vaak tegen, waardoor de ondernemer vaak de enige gegadigde is voor het belang van de investeerder. Strategische partijen hebben vaak alleen maar interesse in een 100%-belang en niet in een deelbelang. Dit zal leiden tot een waardedrukkend effect voor het aandelenbelang van de investeerder. Voorkom dit door een zogenaamde drag-along clause met de ondernemer overeen te komen welke inhoudt dat wanneer een gegadigde 100% van de aandelen voor waarde X wilt kopen en jij wilt tegen die prijs verkopen, de ondernemer de keuze heeft: of jou uitkopen tegen prijs X of meeverkopen tegen prijs X. Een dergelijke drag-along clause is standaard bij professionele investeerders;

10. Management, management en management

Er zijn drie dingen belangrijk bij investeren in het MKB: management, management en management. Iedereen zegt en erkent dat dit belangrijk is, maar besteedt hier in het due diligence-onderzoek (te) weinig aandacht aan. Voorkom dit en doe uitgebreid onderzoek naar het verleden van een manager/ondernemer. Historisch presteren zegt het meest over toekomstig presteren. Iemand met 12 ambachten en 13 ongelukken zal bij de volgende case niet ineens een briljante performance laten zien. Duik in het CV, check de achtergronden en doe mogelijk zelfs een assessment door een deskundige. Bij Antea is dit laatste inmiddels standaard-onderdeel van onze due diligence.

The American Way

Startups in Nederland snakken naar investeerders. Het zijn vooral de zogeheten 'early stage startups' die op zoek zijn naar een seed investering. Startups met een prototype, eventueel de eerste klanten, maar nog niet de echte tractie of een miljoen omzet op jaarbasis. Helaas zijn er maar weinig investeerders in Nederland die in deze fase investeren. De redenen die vaak worden aangegeven zijn een te hoog risico, slechte informatie en onduidelijkheid over of deze startup überhaupt het 'omslagpunt' weet te bereiken. Toch zijn er een aantal zeer succesvolle nieuwe seed investeerders. Wat maakt dat deze investeerders succesvol zijn en het wel aandurven? Ze hebben een meer Amerikaanse aanpak en ze zorgen voor goede en snelle informatie.

Tussen de Amerikaanse aanpak en de meer Europese aanpak zit een filosofische kloof. Wanneer iemand met een Amerikaanse aanpak investeert in een early stage startup, accepteert hij dat de kans op mislukking groot is. Hij accepteert dat in zijn portfolio het merendeel zal falen, maar door veel risico te nemen, is hij ervan overtuigd dat een klein percentage van zijn investeringen dit ruimschoots goed maakt. Dit worden de nieuwe Instagrams, Ubers en Twitters. Een traditionele investeerder durft vaak pas te investeren wanneer er overtuigend bewijs is dat de bedrijven een passend rendement zullen generen op de investering. Deze voorzichtige benadering garandeert echter een matig rendement.

Waarom eigenlijk? Het is niet zo dat het Amerikaanse type belegt in iets waarvan hij denkt dat het slecht is. Ze weten gewoon dat de kans op succes beperkt is en dat de overlevingskans van startups beperkt is.



Sergio Torres &
Bastiaan Burgwal
Founders @ Sparkholder

 [@SergioTorresMi](https://twitter.com/SergioTorresMi)

 [@PBBurgwal](https://twitter.com/PBBurgwal)

Daarom gaan ze opzoek naar dat bedrijf met het potentieel om enorm groot te worden (om zo ook de onvermijdelijke verliezen te kunnen dekken), en ze nemen stappen om er snel achter te komen of het scenario realistisch is of een sprookje. De vraag voor hen is niet: “Hoe zeker ben ik ervan dat deze investering het gewenste rendement gaat halen?” maar “Hoeveel kunnen wij ons veroorloven om te verliezen op een bepaalde investering?” Als een investering faalt, dan willen ze dat deze investering zo snel mogelijk faalt.

Dit Amerikaanse type doet dit als volgt: Hij investeert kleine beetjes in verschillende jonge ondernemingen. De bedrijven die in een vroeg stadium niet voldoen aan hun belofte krijgen geen follow up (meestal rond de 60% van het portfolio). De bedrijven die dan nog veelbelovend zijn krijgen nog een ronde van funding. De overgebleven 40% krijgt zo'n 70% van het budget aan funding. Door deze benadering wordt het kaf snel van het koren gescheiden en krijgen de potentiële harde groeiers extra funding tot hun beschikking. Dit Amerikaanse type begrijpt ook heel duidelijk de stelling “never throw good money after bad” en durft zijn verlies te nemen, zodat zijn focus blijft op de ondernemingen die wel ‘the next big thing’ kunnen worden.

De andere aanpak

Daarentegen bekijkt de traditionele (vaak Europese en meer risico averse) investeerder iedere investering afzonderlijk. Degenen met de positieve kasstromen krijgen

„De Europese investeerder wil dat iedereen een winnaar is. De Amerikaan gaat voor de ‚big bets’ en stoot andere investeringen snel af.”

de investering. Degenen die dat niet kunnen laten zien krijgen geen geld. Vanwege de aanpak dat ieder idee een winnaar moet zijn komen de ‚big bets’ er niet doorheen, omdat het erg moeilijk is om betrouwbare, gedetailleerde financiële prognoses voor dit soort onzekere ideeën te realiseren. Daarnaast verspreidt de traditionele investeerder de gewenste investeringen volledig aan het begin van het traject. In beginsel ziet dit er uit als een veilige, voorzichtige portefeuille. Maar weet de traditionele investeerder daadwerkelijk welk rendement hij gaat maken? Hoe ziet dat er in de praktijk uit? Vaak maakt iedere entiteit wel omzet. Rond de 50% heeft een positief rendement, meestal zo'n 20% draait break-even en 30% maakt verlies. Meestal ziet niks er dramatisch uit. Wanneer iemand vervolgens gaat proberen om van zijn hele portfolio winnaars te maken, stapt hij in twee verscholen misvattingen. Ten eerste het is zelden zo dat elke inzet loont ook al ben je een conservatieve belegger. Hierdoor is het dekken van de verliezen met de successen beperkt. Daarnaast wordt er vaak meer tijd besteed aan de slecht

draaiende investeringen dan aan de succesvolle. Ten tweede, wat gebeurt er als een idee in de portefeuille doorbreekt? Omdat Amerikaanse type haar investeringen in kleinere stappen maakt, is ze uiteindelijk in staat te verdubbelen op de ideeën met een aanzienlijk potentieel. Er is geld beschikbaar om de echte pareltjes van meer funding te voorzien. De ieder-idee-moet-een-winnaar-worden-investeerder heeft al haar geld al aan het begin uitgegeven en moet dus toezien hoe hij ofwel gaat verwateren wanneer het bedrijf externe funding aantrekt, ofwel hoe het bedrijf in moeilijkheden komt wanneer het geen extra funding weet te vinden.

Structurele informatie van groot belang

Een andere succesfactor van investeerders in de early stage bedrijven is ervoor te zorgen dat er goede en snelle informatie beschikbaar is, waardoor onderbouwde beslissingen genomen kunnen worden.

Het is voor de investeerder belangrijk dat hij de informatie op een structurele manier ontvangt en snel kan vergelijken met de rest van de portefeuille. Een product dat hierbij kan helpen is Sparkholder¹⁰. Het biedt real-time informatie over MKB bedrijven, bijvoorbeeld aan investeerders en banken.

De les hier is duidelijk . Als je investeert in startups en bent op zoek naar rendement, denk dan aan de Amerikaanse manier van beleggen. Zorg voor goede en snelle informatie, investeer een beetje om daarna je

veronderstellingen te testen. Meet de voortgang van de onderneming en de uitvoering van de projecten en niet hoe snel ze commerciële resultaten kunnen realiseren. Kijk ook naar hoe snel ze de vitale informatie kunnen aanleveren zoals bijvoorbeeld de klant-interesse in het idee en technologische haalbaarheid. Als laatste breidt je enkel de investering uit in de winnaars en neem zo snel mogelijk afscheid van de verliezers. Dit betekent ook dat je 70% van je portfoliogelden moeten bewaren voor deze 2^e financieringsronde. Dit gaat ervoor zorgen dat je straks wellicht in het nieuwe Twitter investeert!



„Er zijn altijd investeringen die falen. Zorg dat deze zo snel mogelijk falen, zodat je funding en tijd kunt toekennen aan investeringen die wel succesvol kunnen worden.”

Genoeg geld!

Als zelfs het NOS Achtuur Journaal het over crowdfunding heeft, dan 'dreigt' deze vorm van financieren echt mainstream te worden. Na de succesverhalen uit de VS en Groot-Brittannië, breekt deze vorm van financieren ook in Nederland steeds meer door.

Ruim 15 jaar geleden, toen ik nog bankier was, stond ik aan de wieg van ABN AMRO Informal Investment Services. We introduceerde een offline platform, waarbij we investeerders en ambitieuze ondernemers met een kapitaalbehoefte bij elkaar brachten. Het ging daarbij om wat wij noemden 'slim geld'. De investeerder, die vaak een achtergrond had als succesvol ondernemer, bracht niet alleen geld in, maar stelde ook zijn kennis en netwerk beschikbaar aan de ondernemers.

Er is meer dan bancaire financiering

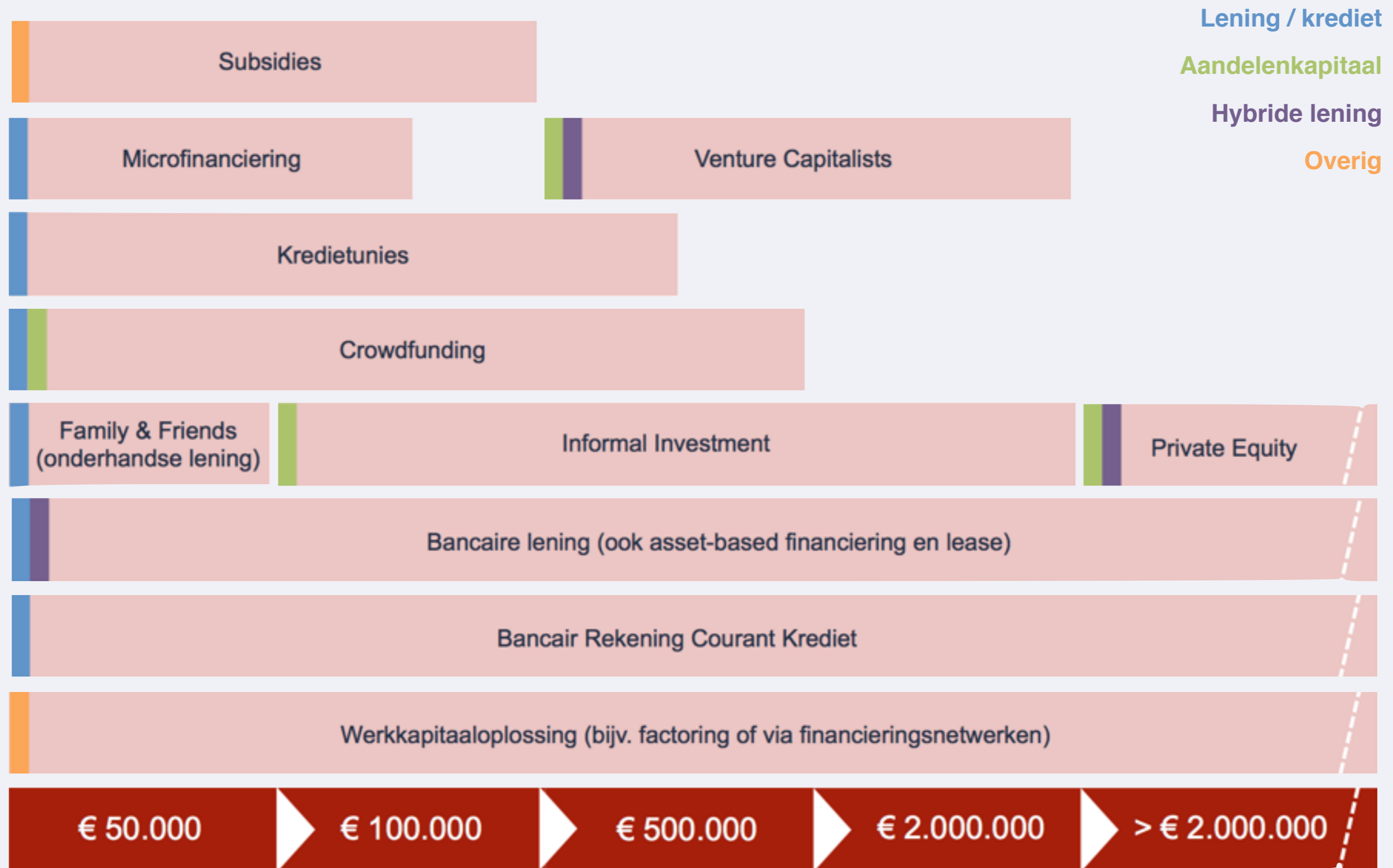
Informal Investment Services bestaat nog steeds en is slechts één van de vele financieringsmogelijkheden die ter beschikking staat aan de ondernemer met een goed idee of de ondernemer die op zoek is naar groeikapitaal of werkkapitaal. Het is maar goed ook dat de ondernemer steeds meer keuze heeft, want onder druk van wet- en regelgeving zijn banken steeds minder scheutig in het verstrekken van krediet.

Voor zowel investeerders als ondernemers is het goed om te weten dat er meer dan bancaire financiering is. Ter inspiratie volgt op de volgende pagina een niet uitputtend overzicht van alternatieven.



Pascal Spelier
Blogger over financiële
innovatie @ finno.nl





Ik begin bij de financieringsbehoefte uit hoofde van werkkapitaal. Sinds 2002 laat Flinger het geld in ondernemersland sneller rollen. Flinger zorgt ervoor dat u als ondernemer uw uitstaande facturen sneller betaald

krijgt en dus snel over extra financiële ruimte beschikt. Via een online platform maakt u kortingsafspraken met uw debiteuren. De geboden korting is de incentive voor de debiteur om sneller te betalen. Sinds april jongstleden

zijn de kosten voor de ondernemer om de debiteuren sneller betaald te krijgen (de korting die wordt weggegeven) verlaagd naar gemiddeld 5,5%. Daarmee zijn de kosten bij Flinger lager dan een regulier bankkrediet. Het principe van 'cut out the middleman' (in casu de bank) werkt.

Haak de 'crowd' aan

Ook bij crowdfunding wordt de intermediaire rol van banken overgeslagen. Investeerders (spaarders/beleggers) worden online rechtstreeks in contact gebracht met ondernemers die op zoek zijn naar een financiering. Vaak betreft het risicodragend vermogen. Wereldwijd is Kickstarter een groot crowdfunding-platform, maar ook Nederland telt inmiddels vele marktplaatsen voor geld, bijvoorbeeld Symbid, Sprowd, CrowdAboutNow, Geldvoorelkaar en share2start.

Overigens heeft ook de traditionele financiële sector crowdfunding ontdekt. ABN AMRO was met Seeds de eerste Nederlandse bank die zich in de wereld van 'believers' van ondernemingsplannen stortte en inmiddels maakt verzekeraar De Amersfoortse veel reclame met haar platform Doorgaan.nl. De Amersfoortse zegt hiermee terug te gaan naar de kern van verzekeren: mensen helpen door te doen. Een rationale die ik overigens niet zie en niet begrijp. Maar het initiatief juich ik van harte toe.

Informal en formal investment

Crowdfunding richt zich vooral op risicodragend vermogen en ook informal investors doen dat. Deze informele investeerders, ook wel business angels genoemd, investeren kapitaal, maar zetten ook hun kennis en netwerk in. ABN AMRO heeft al sinds jaar en dag Informal Investment Services. Daarnaast zijn er platformen en netwerken zoals Wekomenerwel, MoneyMeetsIdeas en InvestorMatch.

Via platformen en beurzen zoals NEOS en NPEX vind het geld van meer professionele beleggers en investeerders zijn weg naar ondernemers, die op zoek zijn naar kapitaal. Via de beurs van NPEX is inmiddels ruim EUR 230 miljoen (!) opgehaald door MKB-bedrijven. Ook steeds meer rijke familiebedrijven investeren, al dan niet via participatiemaatschappijen, in ondernemingen.

Voor goede ideeën is er altijd geld

Hoewel banken minder eenvoudig geld verstrekken, ben ik ervan overtuigd dat er voor goede ondernemingen met een goed perspectief en ondernemers met goede ideeën altijd geld is. En dankzij het internet is de toegang tot allerlei alternatieven er alleen maar eenvoudiger op geworden. Hopelijk bied ik met dit schrijven enig overzicht. Veel succes met investeren en ondernemen!

Innovatieve startups

Investeerdere wordt altijd als eerste gevraagd, “waar let je op?”. Ook nu weer in het kader van dit ebook Investeren in het MKB. Het antwoord op die vraag verschilt echter naar gelang de ondernemingsfase waarin je instapt. Ik zal deze vraag daarom beantwoorden vanuit de fase waarin ik vroeger en de laatste jaren vanuit SCN verband ben ingestapt: “from scratch” investeren in innovatieve startups.

Relevantie van de klantwaardepropositie

Het eerste basis criterium waaraan een startup moet voldoen, is dat het duidelijk en begrijpbaar moet zijn welk probleem van wie de onderneming met haar beoogde product/marktcombinatie denkt op te lossen. Hierbij dient men te letten op waarom dat een belangrijk probleem zou zijn, of de doelgroep zich (al) bewust is van dat probleem en welk offer in ruime zin (geld, aanvankelijk ongemak, “switchkosten”, et cetera) deze doelgroep bereid zou moeten zijn te brengen voor die oplossing. Oftewel, de hardheid van de ‘netto’ waardepropositie voor de klant. Tweede vraag is of dat probleem een probleem is dat regelmatig terugkeert, voor een grote groep gebruikers. Zo richt SCN zich op innovaties in sectoren liefde/veilige seks/gezondheid, reizen en werken. Dit zijn in ieder geval “recurring contexten” die altijd blijven voor ongeveer iedereen. Derde vraag is hoe die doelgroep dat probleem nu oplost, welke marktpartijen pijn gaan krijgen als de oplossing er gaat komen en welke grotere ontwikkelingen er in de markt en daarbuiten de komende jaren plaats gaan vinden die van invloed op deze vragen kunnen zijn.

Start @ the end

In die exercitie trachten we een beeld te schetsen van het landschap over 3-5 jaren en in kaart te brengen welk type grotere marktspeelers om welke strategische motieven de „oplossing” van de onderneming in kwestie en de daarbij in te tekenen marktpositie zouden willen acquireren. Zo maken we een analyse van wat wij noemen het “strategisch exitpotentieel”.



Henk Ceha
Directeur en investeerder @
Smart Capital Network

 [@HenkCeha](https://twitter.com/HenkCeha)

Van daaruit redeneren we terug naar wat er moet gebeuren om daar te komen. Daarin spelen zaken als het kunnen bouwen van Intellectueel Eigendom en andere toetredings- en kopieerdrempels eveneens een belangrijke rol. Het “spreadsheet management” in elk business plan laten we eigenlijk in eerste instantie links liggen, ten eerste omdat prognoses toch nooit uitkomen en overigens vaak niet kloppen, ten tweede omdat het vinden van het juiste verdienmodel (basis voor prognoses) vaak een proces is dat een startup door moet, maar dat altijd gevonden wordt als de waardepropositie voor de klant maar hard en relevant genoeg is. Of je dan vervolgens in staat bent om deze ook te realiseren binnen de tijd die je gegeven is, in technische en organisatorische zin, hangt af van (a) voldoende funding en (b) het tempomanagement.

Funding en ‘doorrolpotentieel’

Ten aanzien van dat eerste (voldoende funding) is het relevant te beseffen dat de fase van idee tot marktrijp product en marktrijpe onderneming, een andere type investeerder vergt, dan de fase vanaf marktrijp tot cashflowpositief en betekenisvolle marktpositie. Maar beide type investeerders hebben elkaar nodig. Verdergaande samenwerking tussen deze categorieën van investeerders, waarin beide categorieën elkaar ruimte laten voor goed rendement, is essentieel om succes van innovaties in Nederland te versnellen op een manier zoals dat in het buitenland vaak al per direct met veel meer geld wordt gedaan (zie ook [dit artikel](#)). Probeer vooraf daarom goed in te schatten of de onderneming en

„Startups met een harde waardepropositie vinden altijd een verdienmodel”

ondernemers waarin je investeert ook geschikt zijn om latere rondes aan te kunnen en ander type investeerders aan te trekken, zodat je kunt ‘doorrollen’.

Tempomanagement

De tweede valkuil, tempomanagement, hangt natuurlijk samen met voldoende funding hebben, maar ook met de ondernemerskwaliteit. Een ondernemer kan nog zo goed zijn in bepaalde producten, markten of management-disciplines; dé succesfactor voor dit soort startups is tempomanagement: continu parallel werken in plaats van sequentieel (gebruikelijk), 6 scenario's tegelijk hebben lopen, in plaats van eerst 1 proberen en als die mislukt de volgende. Het vooraf overzien wat welk scenario wanneer vraagt, over de gehele linie van de bedrijfsvoering. In mijn ervaring zijn deze eigenschappen minder aanwezig bij iemand die vanuit een corporate management functie een startup begint waarin hij alles zelf moet doen. Dat geldt ook voor jonge academici met een irrealistisch beeld van zichzelf en de wereld. Aan een jonge academicus die zelf bijv. uit een hard werkend ondernemersnest komt kleven deze risico's minder. Sterke ondernemers werken parallel en zijn vanuit een overzicht in control. Daarom zijn vrouwen met een avontuurlijke mannelijke kant, zulke goede ondernemers.

Iedereen een angel

Een angel investor is een Angelsaksische aanduiding voor een private investeerder die idealiter een achtergrond heeft als ondernemer. Angels zijn vaak de eerste 'buitenstaanders' die investeren in een startup. Ze kiezen startups waar ze niet alleen geld maar vaak ook ervaring aan toe kunnen voegen.

Angels zijn in Nederland schaars. In de VS zijn er veel ondernemers die zelf op deze manier weer investeren. In de VS gaat het vaak om investeringen van honderdduizenden euros die door één individu worden gedaan. Nederlandse angels zijn minder kapitaalkrchtig. Maar ze kunnen in kennis en netwerk wel veel toevoegen aan een startup.

Helaas is angel investeren niet voor iedereen. Je hebt kennis van zaken, lef en veel geld nodig. Startups zitten vaak niet te wachten op investeringen beneden de 50.000 euro. Dat maakt dat 'angel-investeren' in Nederland nog onderontwikkeld is. Startups zijn vaak nog huiverig om in plaats van met één grote investeerder met een groepje kleinere investeerders in zee te gaan. Ze overzien de consequenties niet en kunnen het proces om meerdere investeerders tegelijk tot een deal te laten komen vaak niet leiden. Maar nieuwe ontwikkelingen brengen hier verandering in.

Leapfunder heeft een convertible note - een converteerbare obligatie - ontwikkeld, waarmee iedereen makkelijk en met kleinere bedragen kan investeren in startups. Zo wordt een groep van investeerders verbonden aan een startup: 'Network Funding'.



Merien ten Houten
CIO @ Leapfunder



[@mertenhou](https://twitter.com/mertenhou)

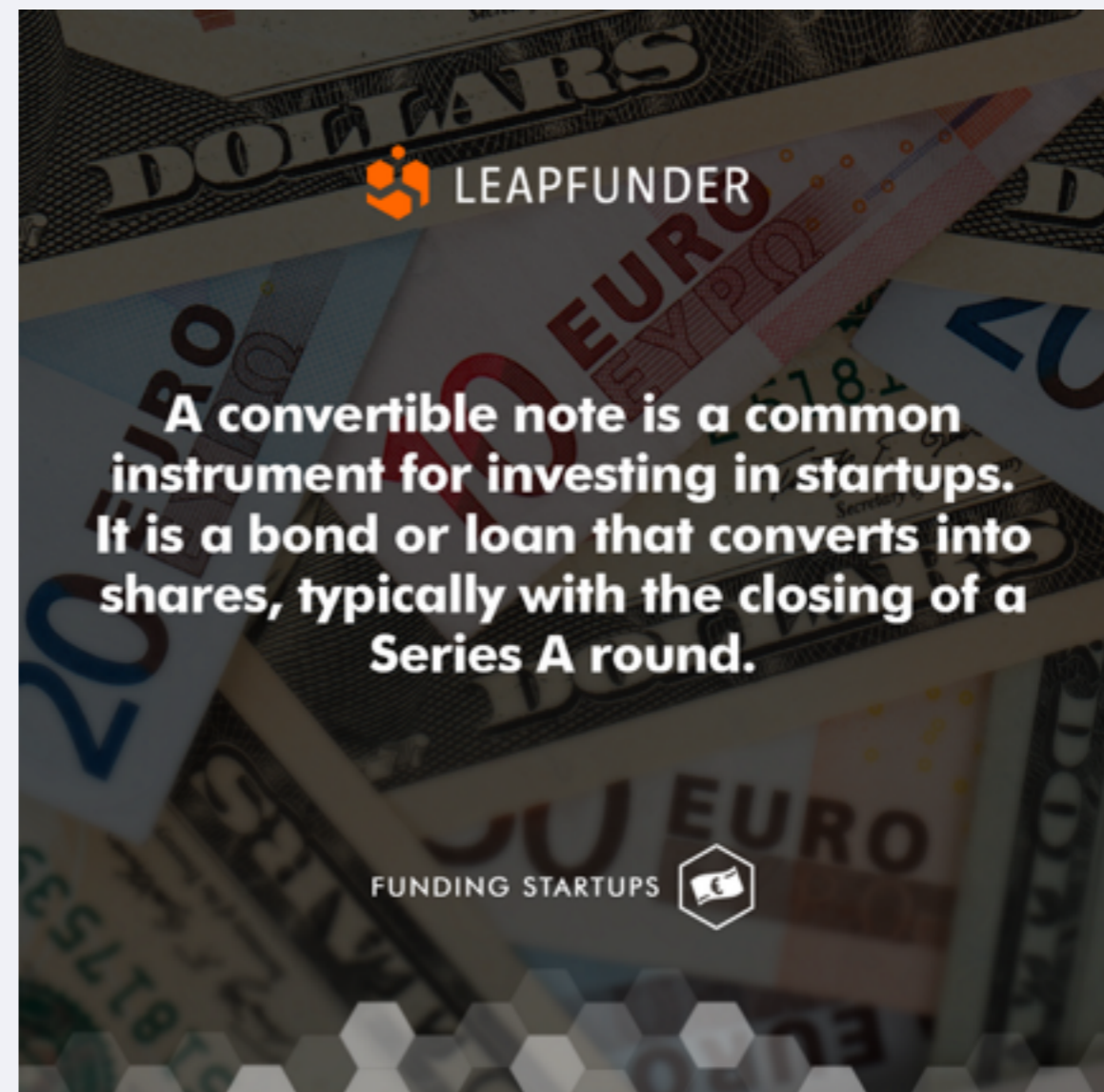
Waardering

Belangrijkste struikelblok bij het doen van een investering is vaak de waardering van het bedrijf. Bij startups gaat het vaak om een bedrijf met een goed idee, een sterk team en een prototype. Maar geen geld en absoluut geen garantie op succes. Wat is zo'n bedrijf waard? Investeerders willen vaak wel een groot belang, maar nooit een te groot belang in het bedrijf. Als investeerder wil je geen 90% van de aandelen. Dan zullen de ondernemers niet meer gemotiveerd zijn om voor een bescheiden vergoeding dag en nacht te werken om het bedrijf een succes te maken. Maar het risico dat je als investeerder neemt is groot, dus een te klein belang is ook niet aantrekkelijk.

Door converteerbare obligaties uit te geven stelt de startup het waarderingmoment uit. De investeerder koopt obligaties - een schuld papier - van de startup. Die schuld wordt later omgezet in aandelen. Op het moment van de omzetting krijgt de investeerder een korting op de waarde die dan is vastgesteld. Deze korting is de beloning voor het extra risico dat hij heeft gelopen door te investeren in een vroege fase.

Investeren in startups is leuk. Bij geen enkele andere investering heb je zoveel contact met de ondernemers die het moeten maken als bij startup investeringen. Natuurlijk is het ook moeilijk. Maar dankzij moderne network funding platformen is het nu wel toegankelijk voor een grote groep. Misschien ook iets voor u?

„Belangrijkste struikelblok bij het doen van een investering is vaak de waardering van het bedrijf.”



Karakterschets van een succesvolle ondernemer

Bij Sprout zien we elke week tientallen ondernemers en businessplannen voorbij komen. We weten dat daarvan uiteindelijk maar een klein percentage ècht slaagt. Wij zijn daarom als redactie getraind in het doorprikken van (te) mooie marketingverhalen en zien waar potentie zit. Dat zit 'm voor ons niet zozeer in het doorrekenen van businessplannen, maar vooral in de persoon van de ondernemer. Een checklist voor het karakter van een succesvolle ondernemer.

1. Hoe 'beziel'd is de ondernemer; ofwel: wat is de motivatie, de why?

Ik vind het altijd belangrijk om te weten waarom een ondernemer een bedrijf is gestart. Is het iemand die vooral geld wil verdienen of heeft hij een hoger doel? Wil hij iets veranderen in de wereld? Als iemand uit eigen ervaring (of van anderen in een markt) weet: in dit vakgebied kan iets beter, loopt iets helemaal niet goed of mist iets, dan is dat een sterke pré. Dit kun je testen door te vragen naar de 'why' achter het bedrijf: waarom heeft het bedrijf bestaansrecht, waarom zouden mensen klant worden? Daarnaast: wat wil de ondernemer persoonlijk uit het bedrijf halen, wat drijft hem? En heeft hij er alles voor over om het bedrijf te laten slagen? Om dat mooie gezegde maar eens aan te halen: an entrepreneur needs to eat, breathe, sleep his company.

2. Wat is de geschiedenis van de ondernemer?

Het is interessant om te zien welke historie een ondernemer heeft. Daarmee bedoel ik niet een studie, maar meer life experience en ondernemerservaring. Is het iemand al met meer eigen bedrijven bezig geweest? En zoja, waren die succesvol? Heeft hij – bijvoorbeeld op LinkedIn – referenties die hem aanprijzen over eerder gedaan werk? Kun je eerder werk of eerdere bedrijven bekijken? Dit kan je inzicht geven in wat voor persoon je voor je hebt. Een saleskanon dat alles wat los en vast zit kan verkopen? Of iemand die zeer gedreven, ervaren en geconnect is in een specifiek vakgebied? Als ik een ondernemer tref zonder LinkedIn of zonder enige businessachtergrond, ben ik bij voorbaat al wantrouwend.

Foto: Peter Arno Broer



Karin Huslage
Hoofdredacteur @ Sprout



[@KarinHuslage](https://twitter.com/KarinHuslage)

3. Hoe sterk is het team?

Een goede ondernemer valt of staat met zijn team. Je kunt immers nooit alles in je eentje doen, zeker niet in een groeiend bedrijf. Weet de ondernemer het juiste talent te vinden en aan zich te binden? Weet hij ze zo aan te sturen dat ze allemaal op één lijn staan, en weet hij het beste uit zijn mensen te halen? Een goede bedrijfscultuur is misschien wel de belangrijkste – en meest onderschatte – factor voor een goedlopend bedrijf.

4. Weet de ondernemer zijn plan te verkopen?

Een hele simpele check: kan een ondernemer in één zin zijn concept uitleggen? Zo niet, dan moet hij daar onmiddellijk aan gaan werken. Een goede ondernemer kan zelfs aan zijn hoogbejaarde oma of kleuterbuurmeisje uitleggen wat hij doet. Anders a) deugt het plan niet of b) heeft de ondernemer zelf niet eens voor ogen wat zijn salespropositie is. Dit is zeer belangrijk voor marketing, word of mouth en verkoop. Hierbij mag niet gelogen of (sterk) overdreven worden, het verhaal naar klanten moet eerlijk en oprecht zijn. Er zijn al genoeg fraudeurs op deze aardbol.

5. Heeft hij nagedacht over de langere termijn?

Leuk als de ondernemer nu geld verdient, maar hoe houdt hij dat vast? En hoe blijft zijn bedrijf doorgroeien? Waar ziet hij mogelijkheden, zijn er meer markten om in te stappen of (aanvullende) producten/diensten op te zetten? Een ondernemer moet inschattingen kunnen maken voor zijn bedrijf, ook financieel, om in de toekomst succesvol te blijven.

6. Heeft hij inzicht in de markt?

Een ondernemer moet eigengereid zijn en vooral blijven volhouden met zijn eigen idee – ook als het niet goed gaat. Maar hij moet geen oogkleppen op hebben. Dit betekent dat hij een goed overzicht moet hebben van wat er in een markt gedaan wordt, wie de concurrenten zijn, waar klanten behoefte aan hebben, etc. Anders is hij een product voor zichzelf aan het maken in plaats van voor klanten.

7. Is hij niet te koppig?

Enige koppigheid is goed, maar ik spreek helaas ook vaak ondernemers die een bord voor hun kop hebben. Die niet openstaan voor kritiek, voor visies van anderen, voor alles wat afwijkt van hun idee. Dan is mijn aandacht snel weg, want zo iemand komt zelden verder dan zijn eigen vriendenkring als klant. Een goede ondernemer hoort wat anderen aan feedback hebben en gebruikt dat ten goede voor zijn bedrijf. Tenslotte veranderen markten en verdienmodellen.

Top 5 juridische issues bij investeringen

Bij het doen van een investering in een onderneming spelen tal van juridische aspecten een rol. In deze bijdrage zal ik ingaan op vijf van de belangrijkste juridische issues. Hier volgen ze in willekeurige volgorde:

1. Koopprijsmechanismen

De koopsom kan in één keer of in delen worden betaald. Ook kan de koopsom afhankelijk zijn van toekomstige prestaties (earn-out). Dit laatste wordt veel gebruikt om een verschil in waardering tussen koper en verkoper te overbruggen. In de praktijk leidt een earn-out regelmatig tot juridische geschillen over de afrekening. Bij een earn-out zal de verkoper doorgaans enige inspraak verlangen bij het te voeren beleid na de transactie om zo te voorkomen dat bijvoorbeeld door verkoop van activiteiten de grondslag van de earn-out (vaak omzet of winst) wordt aangetast.

Bij het bepalen van de koopsom kan een onderscheid gemaakt worden tussen een systeem van koopprijsaanpassingen achteraf op basis van balanscorrecties (*closing accounts*) of een systeem dat uitgaat van een vaste koopsom gebaseerd op de laatste balansdatum (*locked-box*). Bij kleinere transacties wordt veelal gekozen voor de locked-box variant omdat hiermee de kosten van het opstellen van een tussentijdse balans per datum transactie worden bespaard.

2. Garanties

Over de garanties wordt vrijwel altijd het langst en meest intensief onderhandeld. Investeerders verlangen toezeggingen van de verkoper of - bij uitgifte van aandelen - van de bestaande aandeelhouders over de staat van de onderneming.



Sjoerd Mol
Advocaat @ Benvaor

 [@SjoerdMol](https://twitter.com/SjoerdMol)

Voorkomen moet worden dat er lijken in de kast liggen. Daarnaast worden vaak zekerheden gevraagd zoals een bankgarantie, depotbedrag (*escrow*) of pandrecht om zich op te verhalen indien een garantie geschonden wordt. Het verkrijgen van zekerheden is lastig als de investering plaatsvindt door een uitgifte van aandelen. Zekerheden van de doelwitvennootschap zijn immers een sigaar uit eigen doos.

In het verlengde van de garanties ligt het due diligence onderzoek. Een investeerder zal zijn risico's bij de transactie zoveel mogelijk proberen te beperken door een due diligence onderzoek te doen. Dit kan bijvoorbeeld op financieel, fiscaal, juridisch of technisch gebied. Het belang van het due diligence onderzoek wint terrein als er slechts beperkte garanties en/of zekerheden verstrekt kunnen worden.

3. Dealstructuur

De dealstructuur bij een investering kan zeer eenvoudig zijn: de doelwitvennootschap heeft één soort aandelen en doet een uitgifte hiervan aan de investeerder. De praktijk is doorgaans complexer. Er wordt vaak met verschillende soorten aandelen en/of leningen gewerkt, zoals cumulatief preferente aandelen (voor een deels vast rendement) of preferente aandelen met liquidatierechten (waarmee investeerders bij voorrang een uitkering uit de verkoopopbrengst bij een exit krijgen). Ook kunnen verschillende soorten aandelen gebruikt worden om te variëren in stemverhoudingen.

Daarnaast is de financiering van een transactie een complicerende factor. Als een bestaande aandeelhouder wordt uitgekocht door een koop/verkoop transactie, wordt de hiervoor benodigde koopsom vaak deels bancair gefinancierd. Ook is het niet ongebruikelijk dat de verkoper een gedeelte van de koopsom terugleent om de financiering sluitend te krijgen (*vendor loan*). De standaard structuur hiervoor is dat een koopholding wordt opgericht (vaak een B.V.) die de aandelen van de doelwitvennootschap koopt. De doelwitvennootschap trekt bankfinanciering aan en financiert hiermee een dividenduitkering aan de koopholding of leent de aangetrokken financiering door (*debt pushdown*). De koopholding gebruikt deze financiering om samen met de middelen die de investeerder (en eventueel de verkoper) heeft verschaft de koopsom te voldoen. Na de transactie gaat de koopholding met de doelwitvennootschap een fiscale eenheid aan om zo de rentelasten van de bankfinanciering te kunnen verrekenen met het resultaat van de doelwitvennootschap. Aansprakelijkheid ligt op de loer als bij de financiering de uiterste grenzen worden opgezocht. De doelwitvennootschap dient – ook als het wat tegenzit – nog goed in staat te zijn aan haar verplichtingen te voldoen.

4. Zeggenschap

Het zal vaak zijn dat een investeerder niet alle aandelen verwerft maar een gedeelte daarvan. Daarmee komt de vraag

op wie het in de onderneming voor het zeggen heeft. Een investeerder wil vaak vetorechten op een aantal belangrijke terreinen. Hierover zullen afspraken worden vastgelegd in de aandeelhoudersovereenkomst en eventueel tevens in de statuten. Daarnaast wensen investeerders in sommige gevallen het recht te hebben een commissaris te benoemen.

In situaties waar snel een impasse kan ontstaan in de besluitvorming – bijvoorbeeld in een joint-venture structuur met twee 50% aandeelhouders – is het verstandig bepalingen in de aandeelhoudersovereenkomst op te nemen die regelen hoe je omgaat met een blijvend verschil van mening over de bedrijfsvoering (*deadlock mechanisms*).

5. Exit

Er zijn maar weinig investeerders die in een bedrijf stappen voor de eeuwigheid. Het zal normaal gesproken toch de bedoeling zijn het belang na verloop van tijd weer te verkopen. Dit kan door verkoop aan een strategische of financiële koper of door een beursgang. Een koper zal in veel gevallen enkel geïnteresseerd zijn in overname van alle aandelen en niet slechts een gedeelte daarvan. Als onenigheid ontstaat tussen de investeerders en overige aandeelhouders over het moment van verkoop of de hoogte van het bod, komt het erop aan wat hierover is afgesproken in de aandeelhoudersovereenkomst. Deze aandeelhoudersovereenkomst bevat veelal het recht voor investeerders om, mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan, de andere aandeelhouders te dwingen hun aandelen mee te verkopen (*drag along*). Het spiegelbeeld hiervan is het recht van een aandeelhouder om mee te mogen verkopen om zo te profiteren van een lucratieve verkoop (*tag along*).

Van het management wordt vaak verlangd dat het ten minste een aantal jaren of tot het realiseren van een exit in functie blijft ('samen uit, samen thuis'). Soms wordt bij het instappen van een investeerder van het management het commitment gevraagd om bij een toekomstige verkoop nog 1 of 2 jaar als manager aan te blijven mocht een toekomstige koper dat verlangen.

Tot slot

Het is zaak om bij het doen van een investering in een onderneming je goed juridisch te laten bijstaan. Uiteraard heeft dit een kostprijs, maar als je hiermee behoed wordt voor grote juridische risico's of je uitgangspositie bij een conflict of exit sterk wordt verbeterd, verdient dit zich terug.

De deal afronden

Is de afronding van een fusie, overname of investering het begin of het einde van een proces? Opmerkelijke vraag. Maar toch een vraag waar veel ondernemingen mee te maken krijgen als ze een bedrijf (deels) overnemen of (deels) overgenomen worden. In het overname-proces is de focus voornamelijk gericht op de waarde en de vastlegging van de rechten en plichten op het moment van en na de fusie/overname (bijv. garantiestellingen of 'earn-out'). Echter, tijdens dit proces is er weinig aandacht voor de vereisten en verlangens na fusie/overname/investering, bijvoorbeeld wat zijn de grondslagen voor verslaggeving (wanneer treft men een voorziening voor dubieuze debiteuren), de frequentie en wijze van interne rapportage (wordt relevante informatie periodiek en tijdig verstrekt of is dit alleen de jaarrekening voor de externe financier) en hoe sterk zijn de interne controles ingericht (heeft men de organisatie 'in de grip'). De praktijk wijst uit dat na het sluiten van de 'deal', eerder genoemde voorbeelden voor uitdagende verrassingen kunnen zorgen.

Bij (snel) groeiende ondernemingen ligt de focus voornamelijk op de commerciële activiteiten, omzet, marketing en marges, en is er (geregeld) minder aandacht voor de (financieel) administratieve organisatie van de onderneming. Zolang de onderneming niet afhankelijk is van anderen, bijv. externe financiering, en er voor zorg draagt dat belasting aangiften en sociale premies correct en volledig worden afgedragen kan dit een geruime tijd goed gaan. Echter, na een fusie/overname kunnen ook andere elementen een rol gaan spelen.



Henri Rinck
*Financial Accounting Advisory
Services @ EY*

 [@EYNewsNL](https://twitter.com/EYNewsNL)

Voorbeelden van zulke elementen die een rol kunnen spelen zijn:

- ❖ Het moment van omzet-verantwoording. Is dit bijvoorbeeld bij tekenen contract of bij levering, en hoe strikt worden de debiteuren betaaltermijnen nageleefd. Is er een incasso procedure?
- ❖ De overname is tot stand gekomen door gebruik te maken van externe financiering. Hierdoor zal er meer gestuurd gaan worden op cash-flow met eventueel als gevolg een striktere maandelijkse rapportage (incl. overlopende activa/passiva).
- ❖ Door de fusie, overname of investering zullen dagelijkse werkzaamheden toenemen. Maar heeft men wel goede 'grip' op de eigen organisatie, bijvoorbeeld hoe is het proces van inkopen (budget, bestellen, autorisatie, ontvangst en betaling) geregeld. Vaak zal na een fusie/overname de focus op kosten toenemen en zal er meer aandacht aan het proces besteed moeten worden.
- ❖ Vastlegging van de activa. Zijn deze goed geregistreerd en heeft men een goed overzicht. Overnames kennen ook verliezers, die zouden kunnen menen dat men recht op meer heeft (bijv. laptop van de zaak).

Bovengenoemde voorbeelden komen na een fusie/overname/investering vaak voor doordat de (snel) groeiende onderneming de afgelopen jaren minder aandacht heeft besteed aan de 'administratieve organisatie' en de daaraan gekoppelde controles.

„Bij (snel) groeiende ondernemingen ligt de focus voornamelijk op de commerciële activiteiten, omzet, marketing en marges, en is er (vaak) minder aandacht voor de (financieel) administratieve organisatie van de onderneming.”

De afronding van een fusie/overname/investering is daarom vaak het begin van een nieuw proces. Een proces waar de onderneming zich op kan voorbereiden door aandacht te besteden aan de huidige administratieve organisatie, de belangrijke controles en het opzetten van heldere periodieke rapportages met aandacht voor zowel de winst & verliesrekening alsmede voor belangrijke balansposten.

Investor readiness

Ondernemers zullen creatiever moeten worden als zij op zoek gaan naar serieuze alternatieven voor bankfinanciering. Maar zijn ondernemers ook klaar voor die alternatieve vormen van financiering? In dit artikel delen de auteurs hun ervaring.

De BV Nederland moet innoveren en profiteert nog te weinig van de kennis die er wordt ontwikkeld. Jammer, juist omdat de Nederlandse wetenschap van wereldklasse is. Waar gaat het dan mis? Wetenschap is niet altijd gelijk aan innovatie, en innovaties leiden niet altijd tot economisch rendement. Deel van deze uitdaging ligt in het feit dat het niet makkelijk is om aan financiering te komen. De beschikbaarheid van voldoende kapitaal zal echter van doorslaggevende betekenis zijn voor de mate waarin ondernemers in staat zullen zijn kansen te verzilveren. Hoewel het de vraag is in hoeverre alternatieve financieringsbronnen nog steeds 'alternatief' zijn, zien we in de praktijk dat er nog steeds sprake is van enige koud watervrees om deze bronnen van kapitaal aan te trekken. Op zich begrijpen we dat wel, want op een aantal punten is een euro van een bank inderdaad een wezenlijk andere euro dan wanneer deze van Venture Capital (VC) oftewel durfkapitaal afkomstig is. Het is dus voor ondernemers van groot belang dat zij bekend zijn met de karakteristieken die deze vorm van financiering met zich meebrengt.

Durfkapitaal is niet op elke vraag het juiste antwoord. Dat hoeft ook helemaal niet. Belangrijker is dat waar het een rol kán spelen de ondernemer het in zijn overweging meeneemt. Aangezien het 'bankkrediet denken' nog steeds centraal staat bij de meeste ondernemers is dit zeker nog geen vanzelfsprekendheid.



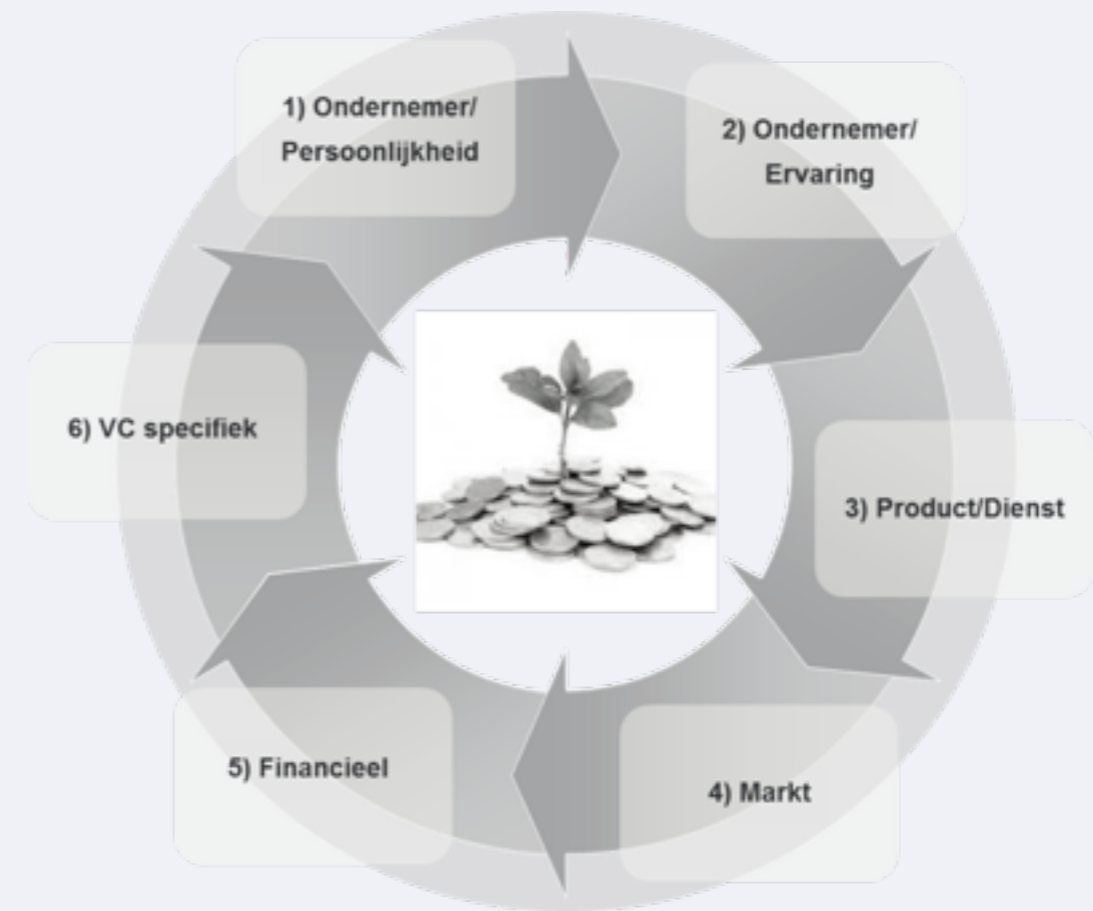
Tom Paffen &
Wilco Schoonderbeek
Venture Capital Professionals
@ PPM Oost

 [@OostNV](https://twitter.com/OostNV)

Voor een gezond ‘innovatie-ecosysteem’ zijn publieke én private investeerders nodig. Klinkt logisch, de praktijk is echter weerbarstiger. Gemiddeld genomen zijn de financiële rendementen voor durfkapitaal laag en het risico hoog. Geen ideale combinatie. Private partijen staan dan ook niet te trappelen om te investeren in innovaties. Men wacht liever tot het bedrijf een bepaalde volwassenheid heeft bereikt. Vandaar dat in de onzekere beginfase het veelal fondsen zijn met publieke middelen zijn die (co)investeren. Wanneer is een onderneming interessant voor investeerders? Wanneer is er sprake van ‘investor readiness’? Wanneer ontstaat een win-win. Op die vraag is geen eenduidig antwoord te formuleren. Dat zal afhangen van de fase waarin de onderneming zich bevindt. Het zal ook per investeerder verschillen. Investeerders zijn er in vele soorten en maten. Sommige richten zich op een specifieke sector (bijvoorbeeld AgroFood of HighTech), anderen richten zich op een specifieke fase of situatie (bijvoorbeeld early stage of turnaround). Wel is het mogelijk om een aantal aspecten te benoemen die nagenoeg altijd centraal staan bij de beoordeling van een onderneming door investeerders. Deze aspecten worden in het figuur hiernaast weergegeven.

Conclusie

Gezien het veranderende financieringslandschap en de nieuwe positie van banken zullen ondernemers zullen zich in toenemende mate richten op participatiemaatschappijen. Het aantrekken van durfkapitaal vergt van ondernemers echter andere voorbereiding dan dat bij bankfinanciering



het geval was. Durfkapitaal investeerders kennen een compleet ander business model dan banken. Wederzijdse duidelijkheid omtrent ‘investor readiness’ is daarbij in het voordeel van zowel onderneming als investeerder. En sturen op ‘Investor Readiness’ is geen eenmalige actie maar een continue proces waarbij financiering - net als onder meer personeel, huisvesting en kennis – slechts een middel voor een onderneming is om zich verder te ontwikkelen. Uiteindelijk heeft de onderneming een Investor Relations afdeling maar ook een start-up moet zich goed voorbereiden voor de pitch op de zeepkist. Er is de afgelopen tijd veel veranderd voor wie financiering wil aantrekken. Wat blijft is dat wie financiering zoekt zich goed dient voor te bereiden, en dat zal in de toekomst niet anders zijn.

Verschil in groei

“Prediction is very difficult, especially if it’s about the future” zei de beroemde Deense natuurkundige Niels Bohr. Dat geldt voor onderzoekers maar ook voor ondernemers. Het avontuur begint met een idee over een toekomst die onzeker is. Door het idee uit te voeren maken onderzoekers, net als ondernemers, een nieuwe toekomst. Ondernemers, vooral de snelle groeiers onder hen, zijn zeer belangrijk voor de economie en de werkgelegenheid van Nederland. De maatschappelijke erkenning van en belangstelling voor deze groep blijft nog wel eens achter. Ten onrechte.

Hoe vaak heb ik al niet startende ondernemers in gedachten beoordeeld (“die gaat het helemaal maken” of “denk niet dat dit iets gaat worden”) en zat ik er helemaal naast. Daarom is het voor onderzoekers belangrijk te ontdekken wat ondernemers succesvol maakt en of er patronen zijn te ontdekken omtrent toekomstig succes van ondernemers.

Bij het Amsterdam Center for Entrepreneurship (ACE) proberen we uitkomsten van zulk onderzoek, onder andere door Entrepreneurship Updates, te delen met beleidsmakers, ondernemers en financiers. Zodat zij ook kunnen leren van het onderzoek. De Entrepreneurship Update is één van de instrumenten van het Amsterdam Center for Entrepreneurship (ACE) om resultaten van onderzoek voor een groter publiek toegankelijk te maken.

De teksten in dit artikel zijn afkomstig uit de Entrepreneurship Update “Waarom groeien sommige bedrijven sneller dan andere?” van Mirjam van Praag en Gerben van Dijk. Op de volgende pagina’s de belangrijkste patronen uit dit onderzoek.



Erik Boer
*Director @ Amsterdam Center
for Entrepreneurship*

 [@ACE_Amsterdam](https://twitter.com/ACE_Amsterdam)

Waarom groeien sommige bedrijven sneller dan andere?

“Uit literatuuronderzoek blijkt dat enkele strategische kenmerken onderscheidend zijn voor snelgroeiende bedrijven: expliciete groeiambitie, innovatie door ontwikkeling van nieuwe producten/diensten en nieuwe markten, samenwerking en een sterke internationale oriëntatie vanaf het begin (‘born global’).

❖ Groeiambitie

Snelgroeiende bedrijven hebben een meer dan gemiddelde groei-georiënteerde visie en ze blijken een sterkere drive te hebben voor groei. Bovendien leggen ze hun groeidoelstellingen vaker op schrift vast in bedrijfsplannen of bedrijfsstrategieën.

❖ Innovatie

Verschillende studies tonen aan dat het ontwikkelen en verkopen van nieuwe producten en diensten aanzienlijke invloed heeft op bedrijfsgroei. Snelle groeiers zijn innovatiever dan hun minder goed presterende collega's. Onderzoek toont aan dat productinnovatie de grootste invloed heeft op groei (vergeleken met andere vormen van innovatie). Ook het verkopen van bestaande producten in nieuwe markten, nationaal of internationaal, is van invloed op de omzetgroei van een bedrijf. Snelle groeiers zijn actiever in marktontwikkeling.

❖ Samenwerking

Snelle groeiers gaan vaker samenwerkingsverbanden aan met andere bedrijven en ze hebben een groter

netwerk. Overigens zijn deze bevindingen in lijn met onderzoek waaruit blijkt dat succesvolle ondernemers sociaal intelligenter zijn dan minder succesvolle ondernemers.

❖ Internationalisering

Het grootste deel van de snelle groeiers in Nederland behaalt een gedeelte van haar omzet uit export. En meer dan de helft van deze bedrijven exporteert naar meer dan 10 landen. Een kwart behaalt meer dan 50% van de omzet uit export. Meer dan een derde heeft ook minstens één buitenlandse vestiging. Verder heeft een ruime meerderheid één of meer mensen in het managementteam met internationale ervaring en de internationale oriëntatie dateert vaak vanaf de oprichting van de onderneming.

❖ Persoonlijke kenmerken van de ondernemer

Uit onderzoek blijkt dat er diverse sterke verbanden zijn tussen de karakteristieken van de ondernemer en bedrijfsgroei. Dezelfde karakteristieken vertonen ook een sterke samenhang met andere prestatie-indicatoren voor ondernemers zoals winst, inkomen en overlevingsduur. Dit is niet onverwacht. De ondernemer kan nogal bepalend zijn als rolmodel, beslisser en extern boegbeeld van de organisatie. De factoren die een sterk verband blijken te hebben met groei zijn groeiambitie en allerlei vormen van menselijk kapitaal zoals opleiding, ervaring en leeftijd. Er is een sterk positief verband tussen groeimotivatie van ondernemers en daadwerkelijke groei. Klinkt tautologisch maar is toch relevant: de groei is kennelijk expliciet beoogd en overkomt de

ondernemer niet. Onderzoek geeft aan dat groeiambitie waarschijnlijk zelfs de belangrijkste verklarende factor is voor snelle groei.

Problemen en kansen voor snelle groeiers

Naast de persoonlijke kenmerken van een ondernemer kunnen ook omgevingsfactoren een grote rol spelen in het behalen van bedrijfsgroei. Bijvoorbeeld of een bedrijf zich in een groeiemarkt bevindt en of een bedrijf aan voldoende kapitaal en het juiste personeel kan komen kunnen het succes van de onderneming beïnvloeden.

Menselijk kapitaal is belangrijk voor een bedrijf om snelle groei te kunnen realiseren, zeker in een kenniseconomie. De beschikbaarheid van gekwalificeerd personeel vormt een belangrijk knelpunt voor snelle groeiers. Ook hebben snelle groeiers meer academisch geschoold personeel in dienst dan niet-snelle groeiers. Als we het hebben over gekwalificeerd personeel dan is dat voor snelle groeiers vaker dan gemiddeld hoger opgeleid personeel: gemiddeld heeft ongeveer een derde (36%) van de werknemers bij snelle groeiers een HBO of WO opleiding. Bij 'doorsnee' MKB bedrijven ligt dat percentage onder de 10%.

Voor de volledige tekst van de Entrepreneurship Update, bronvermeldingen en alle andere Updates zie <http://www.ace-amsterdam.org/research/publications/>

Nawoord

Graag bedanken we alle co-auteurs van dit ebook. De inbreng van deze experts is een zeer grote verrijking voor dit ebook en tevens biedt het de lezer leerzame lessen. Alle co-auteurs hebben geschreven over hun eigen vakgebied, van 'juridisch' tot aan 'investeren in startups' en van hoe 'herken je een goede ondernemer' tot aan 'due diligence'. Op deze manier hebben we getracht u een kijkje in de keuken van verschillende experts te geven, die op de een of andere wijze allemaal betrokken zijn bij investeringen in MKB bedrijven.

We hopen dat dit ook voor u nuttig is gebleken en dat dit ebook een handvat kan bieden bij het doen van investeringen in MKB bedrijven, van investeren in de bakker op de hoek tot aan investeren in de startup die 'the next big thing' gaat worden. We hebben veel plezier gehad in het samenstellen en schrijven van dit ebook en we hebben tevens geprobeerd zelf te leren van de experts. Dat betekent dat we ook in onze software, www.sparkholder.com, proberen om alle facetten te grijpen van het investeren en monitoren van MKB bedrijven. Op deze manier kunnen we onze software elke dag een stukje beter maken, waardoor het voor u als investeerder of financier mogelijk is om real-time inzicht te krijgen in uw portfolio. Samen kunnen we het MKB een stukje sterker maken.

Mocht u vragen hebben over dit ebook of over de door ons ontwikkelde investment-software, dan horen wij uiteraard graag van u. Veel succes met investeren en ondernemen!

Het team van Sparkholder



Links & bronnen

Verwijzingen

1. a) <http://www.ondernemerschap.nl/index.cfm/1,99,0,0,html/Prestaties-MKB>
b) http://metaalunie.nl/Portals/1/Bestanden/Rapport_commissie%20Hoek_MKB_Financiering.pdf
2. <http://www.vno-ncw.nl/SiteCollectionDocuments/Meer%20informatie/Persbericht%20Re-inventing%20Business%20-%20Stichting%20Management%20Studies.pdf>
3. http://businessmodelgeneration.com/downloads/business_model_canvas_poster.pdf
4. http://www.mindtools.com/pages/article/newSTR_66.htm
5. Gebaseerd op eigen berekeningen op basis van 'small firm risk'
6. http://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_08.htm
7. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
8. <http://www.mbaknol.com/strategic-management/parenting%E2%80%93fit-matrix/>
9. www.nvp.nl
10. www.sparkholder.com

Een productie van



SPARKHOLDER

*„Real-time information about
non-listed companies”*

www.sparkholder.com

Met medewerking van

ACE

Antea

Benvalor

Capital Waters

EY

[finno]

gerty.co

Leapfunder

PPM Oost

Smart Capital Network

Sprout

www.ace-amsterdam.org

www.antea.nl

www.benvalor.com

www.capitalwaters.nl

www.ey.com

www.finno.nl

www.gerty.co

www.leapfunder.com

www.ppmoost.nl

www.smartcapitalnetwork.nl

www.sprout.nl

Ontwerp cover

Pieter Dirkzwager, Vormgever

www.pieterdirkzwager.nl

