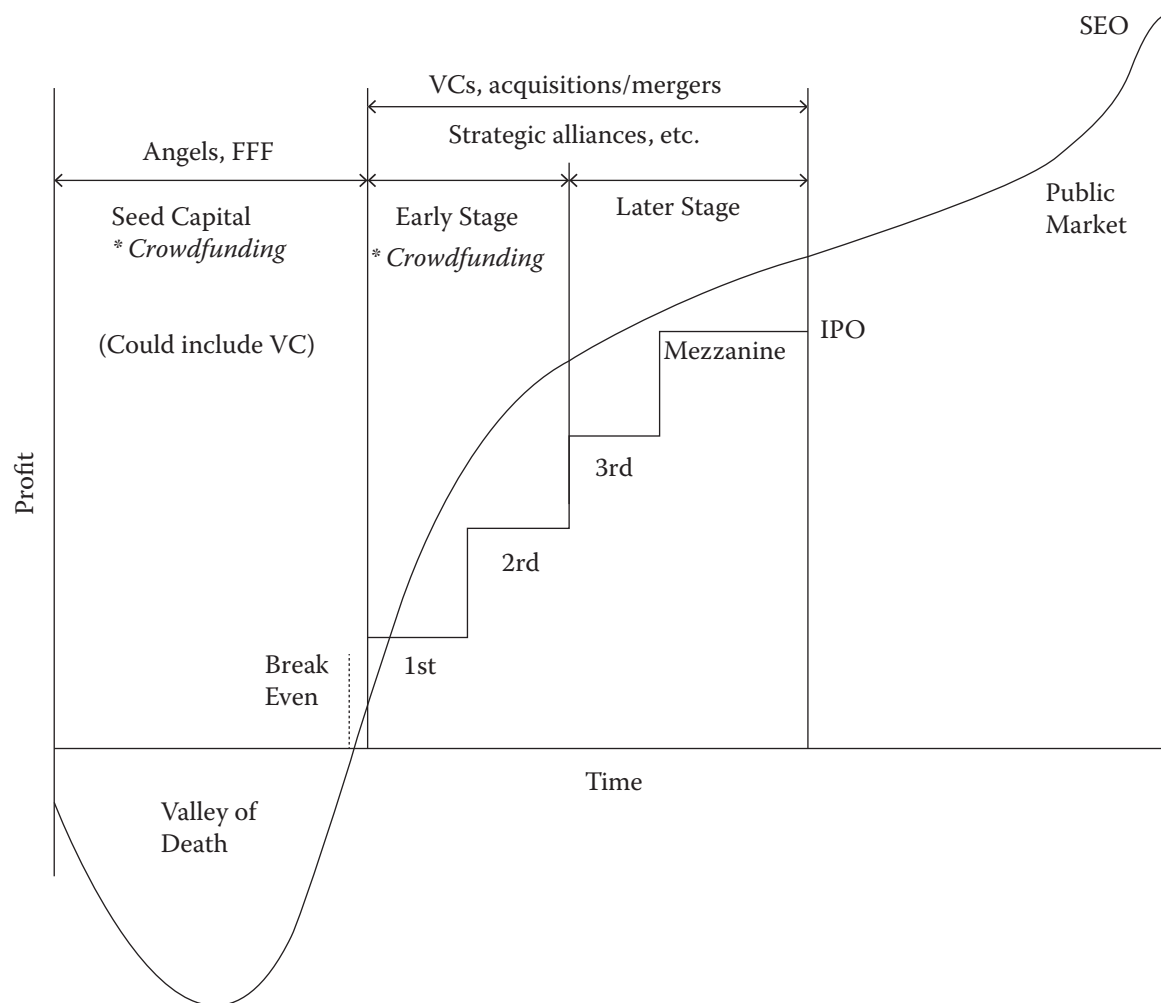


Financiering en treasury: NA DE ENGELEN EN FFF

Financiering als onderdeel van het werkveld van de controller staat de laatste jaren in de belangstelling. Terughoudende banken nopen ondernemingen (en daarin meestal de controller) naar alternatieve financieringsvormen te zoeken om investeringsprojecten te financieren en de gewenste groei te bewerkstelligen. Crowdfunding en venture capital lijken daarbij van totaal verschillende orde. Waar crowdfunding een misschien typerend 'sociale financieringsvorm' zou mogen worden genoemd, is venture capital wellicht een meer typerend 'kapitalistische financieringsvorm'. Is dit ook iets voor u?

Paul Claes: De taak van de controller is veelomvattend. In deze rubriek gaan wij meestal in op de meest typische controlaspecten als prestatiemeting, -management en het gebruik of de effecten van beheerstechnieken en -instrumenten. Het vakgebied Financiering is echter minstens een zo belangrijke

taak van de controller, getuige de prominente plaats van een vak als (Corporate) Finance in de curricula van controllersopleidingen. Nu de banken nog steeds terughoudend blijven in het verstrekken van 'reguliere' kredieten, ondanks allerlei stimuleringsmaatregelen vanuit de overheid, is het voor de con-



Note: VC = venture capital, FFF = family, friends and fools, IPO = initial public offering, SEO = seasoned equity offering

Figuur 1. Fasen van ondernemingsontwikkeling (bron: Cumming en Johan, 2009 in Tomczak en Brem, 2013)

troller van belang om naar alternatieve financieringsvormen te kijken die buiten de kapitaalmarkt om gaan om toch de groeiplannen van de organisatie te verwezenlijken en daarbij de ondernemingsdoelstellingen te realiseren. In dit artikel ga ik daarom in op recente onderzoeken naar twee alternatieve financieringsvormen die buiten de kapitaalmarkt om gaan: crowdfunding en venture capital. (Hoe) blijft de controller met deze financieringsvormen ‘in control’? In figuur 1 is de ondernemingsontwikkeling in de tijd weergegeven waarin deze financieringsvormen het meest voor de hand liggen. Deze vormen hoeven echter niet tot deze fasen beperkt te blijven (hoewel venture capital dan vaak onder de noemer van *private equity* wordt gebruikt).

Tomczak en Brem (2013) beschrijven het Crowdfunding Investment Model, waarin stapsgewijs uiteen wordt gezet welke keuzes en overwegingen moeten worden gemaakt bij deze vorm van financiering. De rol van controller wordt duidelijk door de te maken keuzes in het doorlopen van dit proces.

Over het gebruik van venture capital beschrijf ik het onderzoek van Croce, Martí en Murtinu (2013). Hebben venture capitalists een toegevoegde waarde voor de onderneming? En is dat altijd zo? Voor het antwoord op die vraag zal ik de onderzoeken van Martí, Menéndez-Requejo en Rottke (2013) en Tan, Huang en Lu (2013) erbij betrekken.

Met het lezen van deze artikelen krijgt u handvatten aangereikt om u te helpen het gebruik van crowdfunding of venture capital te overwegen en in te zetten in uw eigen organisatie.

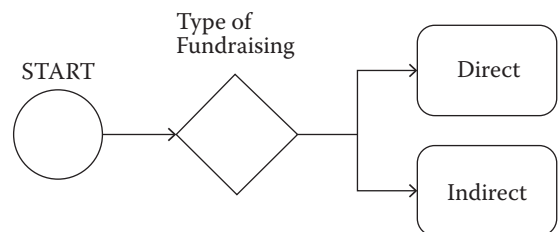
Crowdfunding

Uit diverse berichten in de media (*BNR, het Financieele Dagblad, De Financiële Telegraaf* enzovoort) blijkt een groeiende belangstelling voor crowdfunding als alternatieve financieringsvorm voor (nieuw op te zetten) ondernemingen (in breed uiteenlopende bedrijfstakken zoals zelfs biowetters, wielerploegen en filmproducties).¹ Uit onderzoeken en data die Tomczak en Brem (2013) gebruiken lopen cijfers uiteen. Zo komen ze tot een modus van ongeveer 70 investeerders per project met een gemiddelde inleg van \$71 en gemiddelde projectgrootte van \$5000. Uit andere data die zij hebben, blijken met name kleinere investeringen problemen te hebben om financiering te verkrijgen door traditionele kredietverschaffers, waardoor crowdfunding een reële optie is om projecten te kunnen uitvoeren en groei of lancering van een

nieuw product/nieuwe dienst te realiseren. In het eerste halfjaar is in Nederland bijvoorbeeld € 23 miljoen opgehaald voor ruim 900 projecten (gemiddelde project derhalve ruim € 25.000).²

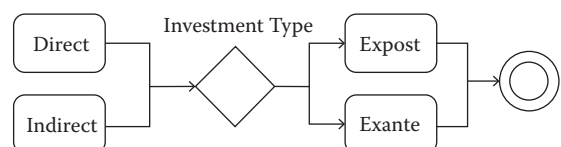
Tomczak en Brem (2013) hebben op basis van literatuuronderzoek een model ontwikkeld waarin het investeringsproces wordt vastgelegd waar geldverstrekker en geldvrager mee te maken krijgen. Dit proces geeft inzicht in de keuzes waar de controller rekening mee zal moeten houden bij het overwegen om van crowdfunding gebruik te maken. Hiermee kan de organisatie bij het doorlopen van dit proces en daarmee de financiering van het project ‘in control’ blijven bij de te maken keuzes. Het model bestaat uit vijf delen die ik hieronder achtereenvolgens zal beschrijven.

De eerste keuze die moet worden gemaakt betreft het type fundraising. Bij de directe vorm legt de geldvrager direct contact met de geldgevers, bijvoorbeeld via hun eigen website, zonder tussenpersoon of platform (zoals crowdfunding.org, kickstarter.com, geldvoorelkaar.nl, de indirecte vorm).



Figuur 2. Deel 1 Crowdfunding Investment Model (CIM): type fundraising (bron: Tomczak en Brem, 2013)

Nadat deze keuze is gemaakt, wordt in deel 2 van het model het investeringstype bepaald. Van *expost* funding is sprake als bijvoorbeeld een prototype, blauwdruk of voorlopig ontwerp al aanwezig is, maar met fabricage wordt gewacht tot de financiering rond is. Bij *exante* wordt eerst financiering gezocht alvorens enige uitvoering aan het product wordt gegeven (bijvoorbeeld omdat het maken van een prototype niet mogelijk is).

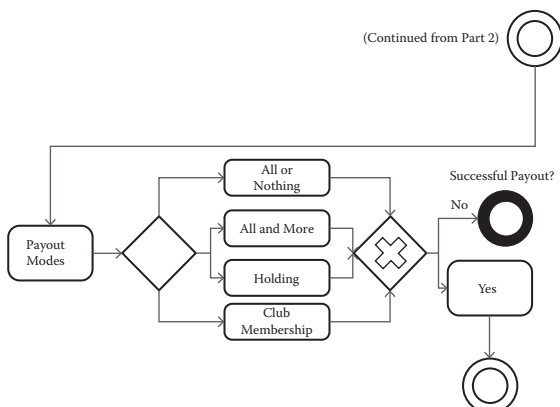


Figuur 3. Deel 2 CIM: investeringstype

In deel 3 van het model (zie figuur 4) gaat het om de beschikbaarstelling (uitbetaling) van het verzamelde geld aan de geldvrager. Dit geldt alleen voor de indirecte methode (immers, bij de directe methode wordt het geld direct door de vrager zelf opgehaald). De 'all or nothing'-methode houdt in dat de geldvrager alleen geld krijgt als het gewenste bedrag geheel is opgehaald. Indien deze grens niet wordt gehaald, wordt alles aan de 'crowd' teruggestort. Dit zorgt ervoor dat de geldvrager een realistisch bedrag vraagt, omdat bij een te hoog bedrag het risico bestaat dat dit niet wordt gehaald en de geldvrager met lege handen blijft staan en het project geen doorgang kan vinden. Daarnaast voorkomt het fraude; het idee hierachter is dat er bij een redelijk hoog vraagbedrag voldoende potentiële deelnemers zullen zijn die de goede bedoelingen van de geldvrager onderzoeken.

Een andere methode is die van 'holding'. Hierbij zet het crowdfundingplatform een dochteronderneming op als een holding voor ieder van de projecten die zij hebben. Deze holding acteert dan min of meer als enige investeerder richting geldvrager, naast andere traditionele geldgevers op de kapitaalmarkt. Crowdfunders hebben hierbij een participatie in de holding, in plaats van direct in de geldvragende onderneming.

De 'all and more'-methode stelt het geld sowieso aan de geldvrager beschikbaar, zelfs als de gestelde grens niet wordt gehaald. Om willekeur in het te vragen bedrag door geldvragers in te perken, vragen de platforms die deze methode hanteren verschillende 'fees'. Deze komen erop neer dat indien een grens *niet* wordt gehaald, de 'fee' *hoger* is dan wanneer de grens wel wordt gehaald/overschreden.



Figuur 4. Deel 3 CIM: pay-outmogelijkheden

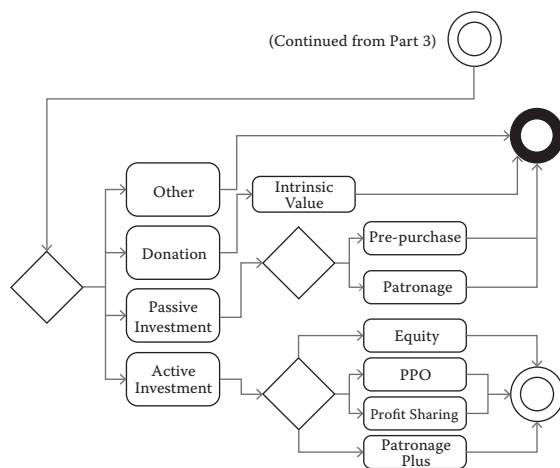
De laatste methode is die van 'club membership'. Deze methode is ontstaan door investeerders de kans te geven direct invloed op de onderneming uit te oefenen, maar niet te hoeven voldoen aan wet- en regelgeving die rond effectenuitgifte bestaat omdat geen officiële aandelen worden uitgegeven. De investeerder wordt lid en geen aandeelhouder. De wetgever kan hierover nog wel eens een discussie met de onderneming beginnen, omdat de scheidslijn wazig is.

Indien de 'pay-out' aan de geldvrager niet succesvol is (afhankelijk van gekozen methode), eindigt het model met de donkere cirkel.

Indien wel wordt uitbetaald, bestaan er drie methoden waarop de crowdfunders kunnen participeren: passieve investering, actieve investering of donatie. Dit zijn althans de drie methoden die Tomczak en Brem uit de literatuur weten te benoemen, waarbij zij aangeven dat er ongetwijfeld ruimte bestaat voor andere methoden ('other'; zie figuur 5).

De passieve investering, waarbij de investeerder zich niet bemoeit met de geldvrager, betreft ongeveer 60 procent van alle crowdfundinginitiatieven. Actieve investeringen maken 30 procent deel uit van de initiatieven, waar crowdfunders dus als soort aandeelhouders wel een platform wordt geboden om zich met de geldvrager te bemoeien. De donatievorm vindt vooral ingang bij charitatieve en non-profitprojecten.

Aangezien er bij donaties en 'other' niet echt een beloning wordt gesteld of onbekend is anders dan



Figuur 5. Deel 4 CIM: investeringsmogelijkheden

bijvoorbeeld een sociaal doel (bijvoorbeeld door te kunnen zeggen dat zij aan iets hebben bijgedragen – een intrinsieke beloning), eindigt bij deze vormen van participatie het model.

Zoals gesteld, bestaat het overgrote deel van crowdfunding echter uit actieve of passieve investeerders die wel een beloning verlangen op hun deelname. Deze beloning is daarbij vaak onderworpen aan de mogelijkheden die door de wet- en regelgever worden geboden.

Een mogelijke beloning is ‘patronage’, waarbij de investeerders een cadeau of product van de geldvrager krijgen. Zo kunnen investeerders bijvoorbeeld bij crowdfunding van muziek deze als tegenprestatie gratis downloaden. Een andere beloning kan zijn dat de investeerder het te ontwikkelen product eerder mag bestellen en krijgt geleverd voordat het voor het grote publiek beschikbaar komt. Voor een passieve investeerder gaat het derhalve eigenlijk ook meer om de eer en de glorie om een bijdrage aan iets nieuws te leveren, dan om geldelijk gewin. Aangezien hier niets meer op volgt, eindigt voor hen dan ook hier het model.

Hiertegenover staan de ‘equity-based’ beloningen. Hierbij krijgen crowdfunders een aandelenbelang, hoewel dit in de Verenigde Staten niet is toegestaan volgens de Securities Act uit 1933. De verwachting is overigens wel dat de wetgeving zal worden aangepast aan het opkomende fenomeen crowdfunding. Het voert echter te ver om hier dieper op in te gaan. In Europa bestaan deze en overige methoden zoals ze in figuur 5 zijn genoemd wel, waarbij de crowdfunder een daadwerkelijke monetaire beloning krijgt voor zijn deelname. Private Placement Offer (als de crowd

‘Voor een passieve investeerder gaat het meer om de eer en de glorie om een bijdrage aan iets nieuws te leveren, dan om geldelijk gewin’

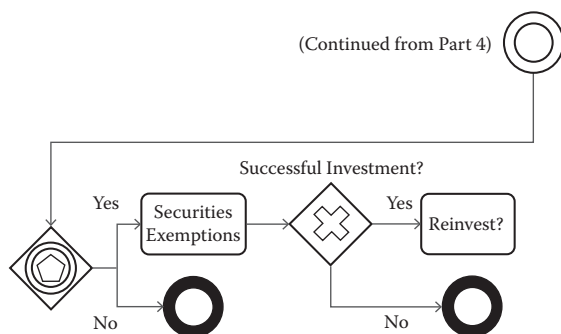
vooral uit bekenden bestaat), winstdeling en Patronage Plus (niet alleen de ‘cadeautjes’, maar ook een geldelijke vergoeding) zijn andere methoden waarbij een monetaire vergoeding wordt gegeven aan de crowdfunder.

De monetaire vergoedingen die crowdfunders als actieve investeerders krijgen, leiden tot het laatste deel (5) van het CIM (figuur 6). Dit deel is vooral ingegeven door wet- en regelgeving. Het hele model is samengevat in figuur 7.

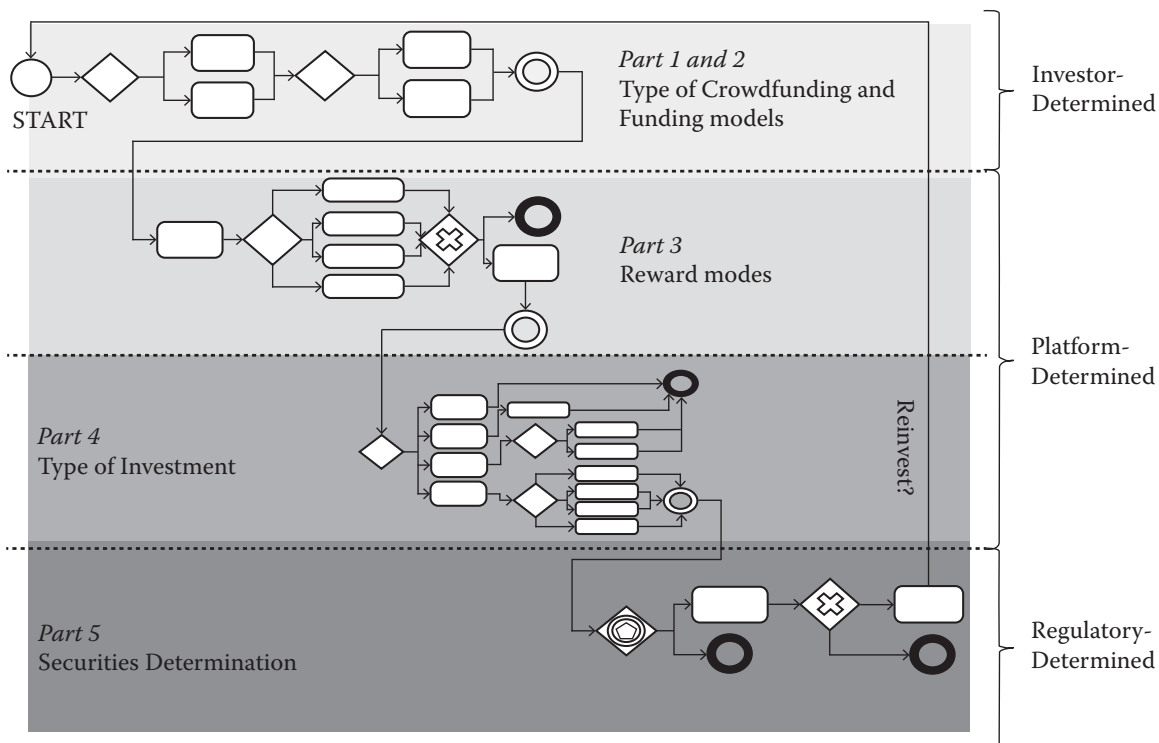
Uit het gehele model blijkt dat indien een organisatie crowdfunding overweegt, de controller op vele facetten zijn kennis en vaardigheden zal kunnen en moeten inzetten om het succesvol te maken. Het idee rond crowdfunding lijkt ‘innovatief’ en ‘avontuurlijk’, maar het proces wijst uit dat de controller continu op zijn hoede moet zijn om de juiste afwegingen tussen de alternatieven te maken, om tijdens het proces ‘in control’ te blijven en daardoor voldoende middelen ‘op te halen’, om daarmee het investeringsproject waarvoor de *funding in de crowd* wordt gezocht succesvol te maken en daarmee een bijdrage te leveren aan het realiseren van de groeiplannen van de organisatie.

Venture capital

Naast crowdfunding is venture capital (VC) een andere alternatieve financieringsvorm waarvoor de organisatie buiten de kapitaalmarkt om terecht kan. Zoals uit figuur 1 blijkt, is dit ook een financieringsvorm die vroeg in het bestaan van een organisatie kan worden ingezet, maar zoals in de inleiding gemeld ook in een later stadium (zie bijvoorbeeld



Figuur 6. Deel 5 CIM: actieve investering/afroding



Figuur 7. Crowdfunding Investment Model (Tomczak en Brem, 2013)

enkele jaren geleden de venture capitalists die de ontmanteling van Stork inzetten, een meer dan 100-jarig bedrijf). Ik zal me in deze bijdrage echter tot het early-stage venture capital beperken in het MKB, in aansluiting op mijn eerdere bijdragen in MCA in 2008 en 2009. Uit die bijdragen bleek namelijk, dat midden- en kleinbedrijven die bij hun start gebruik maakten van venture capital een professioneler management control systeem hadden dan start-ups die dat niet hadden. Vraag is dan uiteraard of dat weer tot betere prestaties leidt. Dit is waar het artikel van Croce, Martí en Murtinu (2013) over gaat.

Zij schrijven dat VC als meest geschikte financieringsvorm wordt beschouwd voor 'entrepreneurial firms'. De venture capitalists spelen een rol in het screeningproces om de 'krenten uit de pap te pikken' alsmede in het monitoren van de onderneming na de investering. Zij bieden waardevolle diensten als coaching, mentoring en toegang tot *investment bankers*, hetgeen weer positieve signalen kan geven. Daarnaast kunnen ondernemingen die met VC worden gefinancierd gebruik maken van het netwerk van de venture capitalist. Echter, een onderzoeksvraag die in de loop der jaren is blijven liggen, be-

treft de causaliteit tussen aanwezigheid van VC en de ondernemingsprestatie. Betere prestaties zouden verklaard kunnen worden door het goede screeningproces van venture capitalists. Hierbij is het dan weer interessant om te zien of het resultaat blijvend beter is dan ondernemingen zonder VC, of dat het effect na verloop van tijd wegeeft (het 'value-adding effect'). Het onderzoek van Croce et al. probeert hier antwoord op te vinden met behulp van data van 696 ondernemingen uit België, Finland, Frankrijk, Italië, Spanje en het Verenigd Koninkrijk, waarvan er 267 met VC zijn gefinancierd.

Croce et al. stellen dat het in de literatuur gangbaar is om de prestaties van 'entrepreneurial firms' te meten op basis van productiviteitsgroei. Na literatuuronderzoek over 'screening' en 'value-added' komen zij tot de volgende hypothesen:

- H1: De productiviteitsgroei van VC-ondernemingen is hoger dan die van niet-VC-ondernemingen vóór de eerste investeringsronde.
- H2: De productiviteitsgroei van VC-ondernemingen is hoger dan die van niet-VC-ondernemingen in de holdingperiode.
- H3: De productiviteitsgroei van VC-ondernemingen

zal niet dalen na de exit van de venture capitalist.
H4: De productiviteitsgroei van VC-ondernemingen is hoger dan die van niet-VC-ondernemingen in de eerste twee jaar na de eerste VC-ronde.

De hypothesen zijn vervolgens getoetst met data uit de VICO-dataset, die informatie bevat over VC-gefinancierde bedrijven en niet-VC-gefinancierde bedrijven (maar die wel potentieel hebben voor venture capitalists). De bedrijven hierin (i) bestaan nog geen twintig jaar, (ii) waren bij oprichting onafhankelijk (dus geen onderdeel van een ander bedrijf) en (iii) hebben activiteiten in hightech manufacturing of dienstverlening. De data betreffen daarnaast bedrijven die nog steeds bestaan, maar ook die in de afgelopen twintig jaar zijn gestart maar failliet zijn gegaan of zijn overgenomen. Er zijn cross-checks gedaan met andere databases om zeker te zijn van juiste data.

Ten aanzien van H1 blijkt dat de Total Factor Productivity (TFP – een variabele die meerdere groei-maatstaven omvat) voor VC-bedrijven niet significant afwijkt van niet-VC-bedrijven, waardoor geconcludeerd kan worden dat H1 niet kan worden bevestigd en venture capitalists geen voordeel behalen uit hun screeningcapaciteiten.

H2 en H3 gaan in op de productiviteitsgroei nadat de venture capitalist geld in het bedrijf heeft gestoken. Hieruit zou dan de toegevoegde waarde van een venture capitalist moeten blijken voor een onderneming. Deze hypothesen worden wel bevestigd. Zowel tijdens als na de financiering met VC hebben en behouden de ondernemingen een significant hogere productiviteit dan niet-VC-gefinancierde bedrijven. Dit is mede te verklaren met de bevindingen uit het artikel van Davila, Foster en Oyón (2009) die ik in mijn bijdrage uit 2009 beschreef, waaruit bleek dat het ontstaan van een agencyrelatie (agent-principaal door financiering van een venture capitalist) een belangrijke (positieve) bijdrage levert aan het ontwerp en de implementatie van een management control systeem.

H4 kan ook worden bevestigd, waaruit nogmaals de toegevoegde waarde van VC blijkt. Zowel op de korte als lange termijn wordt er een hogere productiviteitsgroei gerealiseerd dan door soortgelijke niet-VC-gefinancierde ondernemingen. De bevindingen van deze auteurs staan daarmee over het algemeen in lijn met eerdere onderzoeken.

Conform crowdfunding, blijkt ook uit dit onderzoek van Croce et al. dat de rol van de controller niet onderschat mag worden bij gebruikmaking van VC als financieringsvorm. In relatie met het artikel van Davila et al. (2009) blijkt een venture capitalist dus vermoedelijk een professionaliseringslag in te brengen in de vorm van meting en monitoring van prestaties resulterend in hogere maar ook robuuste groeicijfers. De controller zal in eerste instantie in de informatiebehoefte van de 'buitenstaande' venture capitalist moeten gaan voorzien, en ook zijn kennis en vaardigheden moeten inzetten om zelf aan het stuur te blijven en niet te veel op de venture capitalist te leunen/steunen. Na diens vertrek zal het interne beheerssysteem ingebed moeten blijven in het gedrag van de medewerkers, waarvoor de controller de verantwoordelijkheid draagt in het ontwerp van het prestatie-managementsysteem, maar dan zonder de hete adem/hulp van de venture capitalist. Hiervoor zal de controller sterk in de schoenen moeten staan om te voorkomen dat medewerkers de 'tucht' van de venture capitalist met zijn investeringstermijn van (gemiddeld ongeveer) vijf jaar bij vertrek zien als dat de kat nu van huis is.

Venture capital en cultuureffecten

Wat in aanvulling op het voorgaande nog interessant is om te melden, zijn de resultaten van twee andere onderzoeken met betrekking tot VC. De lezer heeft nu wellicht het beeld gekregen dat VC een wondermiddel zou zijn. Een onderzoek van Martí, Menéndez-Requejo en Rottke (2013) over gebruik van VC in Spaanse familiebedrijven bevestigt dit beeld wellicht, maar mede vanuit een ander perspectief. Als de venture capitalist namelijk geen meerderheidsbelang heeft in de onderneming, kan het risicoaverse gedrag van familiebedrijven tot conflicten leiden tussen de managementculturen van de bestaande en de nieuwe aandeelhouders, hetgeen groei kan beperken. De onderzoekers vonden ook daadwerkelijk een lagere groei bij familiebedrijven waar de venture capitalist een minderheidsbelang had. Ondernemingscultuur kan dus een belangrijke rol spelen in het succes van VC.

Tan, Huang en Lu (2013) gebruikten een 'matched sample' om het effect van een VC-investering te meten bij bedrijven die genoteerd waren op de *Small and Medium-Sized Enterprises Board* in China. Zij vonden geen enkel positief effect van VC op noch een initial public offering, noch betere opera-

tionele prestaties. Integendeel: VC-ondernemingen waren zelfs vaker ondergewaardeerd bij de IPO ten opzichte van niet-VC-ondernemingen in combinatie met inferieure operationele prestaties, zowel voor als na de IPO. Hun resultaten wijken daardoor af van de doorgaans positieve relatie tussen VC en prestaties, waardoor wellicht naast ondernemingscultuur (zie onderzoek van Martí et al.) ook de nationale cultuur een rol kan spelen bij succes van VC-financiering. Ook dit zijn derhalve aspecten die de controller in ogenschouw dient te nemen bij het overwegen van VC. Het is dus niet per definitie een wondermiddel!

Conclusie

Sinds het uitbreken van de crisis in Nederland verschijnen er met grote regelmaat artikelen in de media over de weerstand die het (grotere) MKB ondervindt bij het verkrijgen van financiering door traditionele vermogensverschaffers als banken om uitbreiding of nieuwe initiatieven/activiteiten te financieren. De benodigde financieringsbehoefte kan behalve met een interne blik (door bijvoorbeeld beter werkkapitaalbeheer) toch nog steeds extern verkregen worden. Met deze bijdrage ben ik ingegaan op twee in populariteit toenemende bronnen die buiten de kapitaalmarkt om gaan: crowdfunding en venture capital. Beide bronnen blijken hun voordelen te hebben en dienen derhalve door de controller serieus in overweging te worden genomen om in de financieringsbehoefte te voorzien. Echter, successen uit het verleden geven geen garantie voor de toekomst. Achter crowdfunding zit een proces waarin de controller een belangrijke rol speelt om latere problemen te voorkomen. De keuzes die in het proces gemaakt moeten worden, zal de controller tegen elkaar moeten afwegen in de business case. De ene keus heeft namelijk verderstreckende gevolgen dan een andere keus, waardoor de organisatie een stuk zeggenschap kan kwijtraken. Hoe hip crowdfunding ook mag klinken, de controller moet zich vooral niet te veel laten afleiden van de gevaren! Ook bij het gebruik van venture capital moet de controller zich niet te veel laten leiden door gepubliceerde successen. Een venture capitalist kan de controller ech-

ter wel bijstaan in de professionalisering van het management control systeem, naast andere beschreven voordelen van financiering door een venture capitalist. Hierbij zal een gezonde wisselwerking tussen venture capitalist en de controller essentieel zijn om de organisatie ervan te verzekeren dat zowel ten tijde van als ook na het uittreden van de venture capitalist de organisatie 'in control' is en blijft, maar dan zonder de tucht van een venture capitalist. Met de artikelen in deze bijdrage heeft het vakgebied Financiering voor de controller wellicht een nieuw perspectief erbij gekregen om veelbelovende investeringsprojecten doorgang te laten vinden, ondanks gebrek aan financiering vanuit de kapitaalmarkt. Na de business angels (de engelen) en family, friends and fools (FFF) kan de controller met deze vormen wellicht toch weer een hoger doel gaan nastreven!

Noten

- 1 Bijvoorbeeld 'Enthousiasme over nieuw krediet' (*het Financieele Dagblad*, 9 juli 2014) en 'Bij bedrijven en goede doelen wint crowdfunding snel aan populariteit' (*het Financieele Dagblad*, 22 juli 2014).
- 2 <http://www.crowdfunding.nl/crowdfunding-op-weg-naar-mainstream/> geraadpleegd 5 augustus 2014.

Literatuur

- ~ Claes, P.C.M. (2008). Early-stage Management Control, *MCA*, 12 (6), 17-22.
- ~ Claes, P.C.M. (2009). Ondernemerschap en innovatie in control, *MCA*, 13 (7), 30-35.
- ~ Croce, A., J. Martí en S. Murtinu (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value-added' effect? *Journal of Business Venturing*, 28, 489-510.
- ~ Martí, J., S. Menéndez-Requejo en O. Rottke (2013). The impact of venture capital on family businesses: Evidence from Spain, *Journal of World Business*, 48, 420-430.
- ~ Tan, Y., H. Huang en H. Lu (2013). The Effect of Venture Capital Investment – Evidence from China's Small and Medium-Sized Enterprises Board, *Journal of Small Business Management*, 51 (1), 138-157.
- ~ Tomczak, A. en A. Brem (2013). A conceptualized investment model of crowdfunding, *Venture Capital*, 15 (4), 335-359.

Paul Claes is universitair docent accounting, Vrije Universiteit Amsterdam en tevens Lector Master Finance & Control bij NCOI Universiteit.