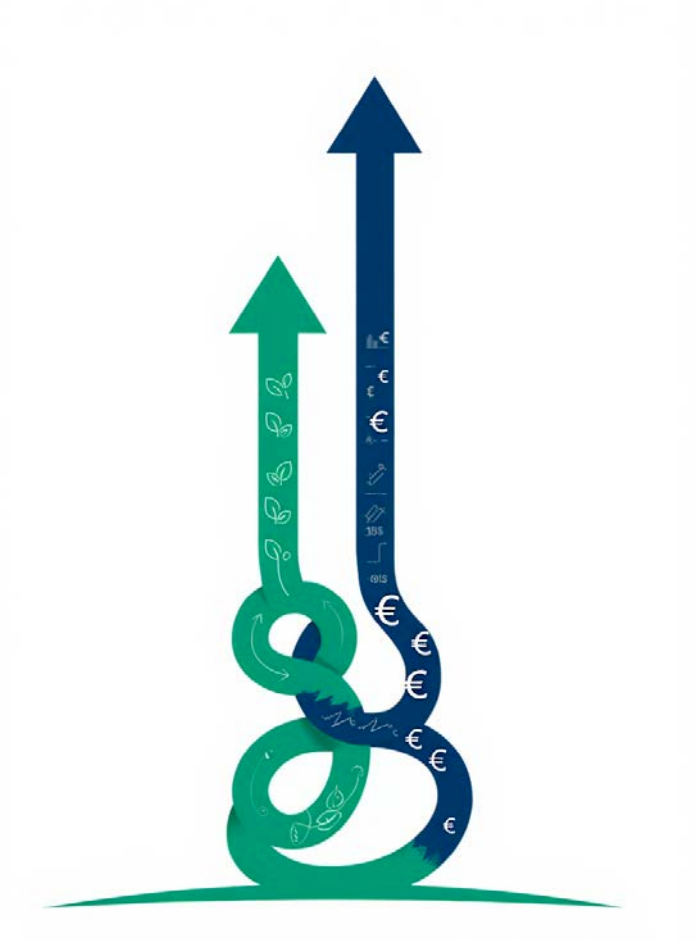


Opschaling van sociale ondernemingen:

Het verenigen van impact- en rendementsdoelstellingen van investeerders



Hiltje van Doorn

April 2026

Erasmus Universiteit Rotterdam

Impact Centre Erasmus

Executive program Corporate Social Responsibility

Voorwoord

In 2025 besloot ik na een carrière in het bankwezen en onderwijs een nieuwe professionele richting in te slaan en ging mij te verdiepen in de wereld van ESG en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Om mijn theoretische kennis te verdiepen startte ik met de opleiding Corporate Social Responsibility aan Impact Centre Rotterdam.

Parallel hieraan startte ik bij Knop Om B.V, een steward-owned sociale onderneming die zich inzet om energiearmoede aan te pakken. Zowel het concept sociale ondernemingen als de governance structuur steward-owned waren voor mij nieuw. De combinatie van impactgedreven werken in een financieel gezonde onderneming is interessant. De homo economicus uit mijn academische scholing is duidelijk aan vernieuwing toe!

Tegelijkertijd riep deze combinatie wel vragen op. Hoe kunnen sociale ondernemingen, die winst primair aanwenden voor het vergroten van maatschappelijke impact, zich financieren wanneer zij willen opschalen? In de beginfase wordt financiering vaak gevonden via vrienden, familie en subsidies. Voor substantiële groei zijn echter professionele investeerders nodig. Sluiten de traditionele risico-rendementseisen van externe financiers wel aan bij ondernemingen die hun winstuitkering beperken ten gunste van hun missie?

Deze spanning tussen maatschappelijke doelstellingen en financiële rendementsverwachtingen vormt de kern van deze paper. In dit onderzoek verken ik op welke wijze financieringsbehoeften van sociale ondernemingen in de opschalingsfase verenigbaar zijn met de doelstellingen van vermogensverschaffers.

Graag wil ik een aantal personen bedanken die een bijdrage hebben geleverd aan de totstandkoming van dit onderzoek.

Allereerst gaat mijn dank uit naar mijn begeleider, Emiel Gieles, die mij gedurende het gehele onderzoeksproces heeft voorzien van positief motiverende feedback en waardevolle ondersteuning, waardoor ik telkens weer een stapje verder werd geholpen.

Daarnaast wil ik de investeerders bedanken die hebben meegewerkt aan de interviews. Hun bereidheid om inzichten en ervaringen te delen heeft het mogelijk gemaakt om de theoretische kaders te toetsen aan de praktijk.

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	1
1. INLEIDING, PROBLEEMSTELLING EN ONDERZOEKSVRAGEN	4
1.1 Inleiding	4
1.2 Probleemstelling	4
1.3 Onderzoeksvragen	5
2. ONDERZOEKSMETHODE	6
2.1 Werkwijze	6
2.2 Reflectie	6
3. BESTAANDE LITERATUUR	7
3.1 Sociale ondernemingen definiëren	7
3.2 Welke financieringsbehoeften hebben sociale ondernemingen in de verschillende fasen van groei?	8
3.3 Welke uitdagingen ervaren sociale ondernemingen bij het verkrijgen van externe financiering?	11
3.4 Samenvatting	13
4. FINANCIERINGSVORMEN	15
4.1 Crowdfunding	15
4.2 Leningen	16
4.3 Eigen vermogen	16
4.3.1 Social Impact Bonds (resultaatfinanciering)	17
4.3.2 Aligned impact model	18
4.3.3 Investment cap	19
4.4 Steward-owned	19
4.5 Samenvatting	20
5. RESULTATEN VAN INTERVIEWS	22
5.1 Motieven en investeringsfase	22
5.1.1 Motieven	24
5.1.2 Investeringsfase	24
5.2 Financieringsvoorwaarden- en strategieën	25
5.2.1 Impact gerelateerde investeringsvoorwaarden	25
5.2.2 Rendementsverwachtingen en investeringshorizon	26
5.3 Barrières en opschaling	26
5.3.1 Interne barrières	26
5.3.2 Financieringsbelemmeringen	27
5.4 Impact en rendement	28
5.4.1 Impactmeting	28
5.4.2 Mission drift en revenue drift	29
5.4.3 Beloningsstructuur van fondsmanagers	29
5.5 Samenvatting	30
6. CONCLUSIES	31

7. AANBEVELINGEN EN REFLECTIE	32
7.1 Voor sociale ondernemingen	32
7.2 Voor investeerders	32
7.3 Voor overheid	32
7.4 Voor vervolgonderzoek	33
8. LITERATUURLIJST	34
9. BIJLAGEN	36
Bijlage A: Groeifasen McKinsey	36
Bijlage B: Interviewvragen	37

1. Inleiding, probleemstelling en onderzoeksvragen

1.1 Inleiding

Sociaal ondernemerschap neemt een steeds belangrijkere plaats in binnen de economie. Deze ondernemingen onderscheiden zich op verschillende vlakken van zowel reguliere ondernemingen als goede doelenorganisaties. Waar reguliere ondernemingen in toenemende mate aandacht besteden aan de effecten van hun activiteiten op brede welvaart, blijft winstmaximalisatie de primaire doelstelling. Bij sociale ondernemingen staat het realiseren van maatschappelijke impact voorop en worden winsten ingezet om deze impact verder te vergroten. Bij goede doelenorganisaties staat impact eveneens voorop, maar ontbreekt een winstdoelstelling.

Uit dit onderzoek blijkt dat de verenigbaarheid tussen financieringsbehoeften en rendementsdoelstellingen niet wordt gerealiseerd via één dominant model, maar afhankelijk is van de mate van alignment tussen onderneming en investeerder, waarbij factoren als de fase van de onderneming, het risicoprofiel en de aard van het businessmodel bepalend zijn voor welke financieringsvorm passend is.

1.2 Probleemstelling

Terwijl reguliere ondernemingen ernaar streven om met hun activiteiten de winsten en daarmee de belangen van aandeelhouders te maximaliseren, zijn sociale ondernemingen impactgedreven, en streven zij ernaar om met hun activiteiten impact te maximaliseren. Uit een onderzoek voor de Social Enterprise Monitor (2024)¹ blijkt dat twee op de drie onderzochte sociale ondernemingen financiering zoeken, waarbij opschaling de belangrijkste reden is om externe financiering aan te vragen. Waar bij reguliere ondernemingen de doelstellingen van de onderneming en verschaffers van vermogen parallel lopen, sluiten de doelstellingen en rendementsverwachtingen van financiers niet noodzakelijkerwijs aan bij die van sociale ondernemingen.

Uit cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek (2024)² blijkt dat sociale ondernemingen vaker dan gemiddeld moeite hebben met de toegang tot financiering. Onderzoek van Santos, Pache en Birkholz (2015)³ laat zien dat hybride organisaties, zoals sociale ondernemingen, kwetsbare organisaties zijn en ondanks aangetoonde maatschappelijke impact, risico lopen op interne spanningen en mission drift, doordat het verenigen van de impact doelstelling in combinatie met financiële duurzaamheid een uitdaging vormt. Mission drift verwijst naar het fenomeen waarbij een organisatie afdrijft van haar oorspronkelijke sociale of maatschappelijke doelstelling en meer prioriteit gaat geven aan commerciële belangen of financiële winst.⁴

Tegelijkertijd groeit de aandacht van vermogensverschaffers voor maatschappelijk verantwoord investeren. Er ontstaan steeds meer impactinvesteerders en impactfondsen die streven naar zowel financieel als maatschappelijk rendement. Dit creëert kansen voor sociale ondernemingen, maar roept ook de vraag op welke financieringsvormen het meest geschikt zijn om zowel de maatschappelijke doelstellingen van de onderneming als de belangen van

¹ Social Enterprise Monitor 2023-2024 (2024): Ondernemers met oplossingen voor Nederland: hoe staan ze ervoor?

² Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). (2024). *Financieringsmonitor 2023: De zoektocht naar financiering*.

³ Santos, F., Pache, A. C., & Birkholz, C. (2015). Making hybrids work: Aligning business models and organizational design for social enterprises. pag 37, *California Management Review*

⁴ Bruder, I. M. (2025). From mission drift to practice drift: Theorizing drift processes in social enterprises and beyond. *Organization Studies*, 46(3).

de vermogensverschaffer te realiseren. Een deel van deze impact investeerders streeft daarbij naar marktconforme rendementen.

Bij een investering in een sociale onderneming verloopt groei vaak niet volgens het klassieke 'hockeystick'-patroon. Hierbij wordt een periode van beperkte groei, gevolgd door een plotselinge sterke toename in omzet of winst. Dit vraagt een andere benadering van investeerders.

Deze overwegingen leiden tot de volgende hoofdvraag:

Op welke wijze zijn financieringsbehoeften voor opschalingsdoelstellingen van sociale ondernemingen te verenigen met rendementsdoelstellingen van vermogensverschaffers?

Het onderzoek richt zich met name op financiering met eigen vermogen voor het opschalen van de onderneming. Hiervoor is gekozen omdat het rendement op eigen vermogen samenhangt met het winstpotentieel van de onderneming. Sociale ondernemingen laten hun winst (grotendeels) ten goede komen aan de missie in plaats van aan investeerders. Bij vreemd vermogen is het rendement niet afhankelijk van de winst, maar van het vermogen van de onderneming om voldoende operationele cashflow te genereren om aan rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. De spanning tussen financieel en impact rendement manifesteert zich daarom met name bij financiering met eigen vermogen.

1.3 Onderzoeksvragen

Ter beantwoording van de hoofdvraag zijn de volgende onderzoeksvragen geformuleerd.

1. Wat wordt verstaan onder sociale ondernemingen?
2. Welke financieringsbehoeften hebben sociale ondernemingen in verschillende fasen van groei?
3. Welke uitdagingen ervaren sociale ondernemingen bij het verkrijgen van externe financiering?
4. Welke financieringsvormen maken het mogelijk voor sociale ondernemingen om te schalen met een balans tussen maatschappelijke impact en financieel rendement?

Deze onderzoeksvragen vormen de basis voor de opbouw van het theoretisch kader en de analyse in de volgende hoofdstukken.

2. Onderzoeksmethode

2.1 Werkwijze

Voor dit onderzoek is allereerst literatuuronderzoek uitgevoerd. Hierbij is gebruik gemaakt van wetenschappelijke databases zoals Google Scholar en publicaties van relevante organisaties. Er is gezocht op termen als “sociale ondernemingen”, “impact investeren”, “mission drift” en “opschalen”.

Om de bevindingen uit dit literatuuronderzoek te toetsen aan de praktijk, zijn vervolgens zes semigestructureerde interviews afgenomen met fondsmanagers van impactfondsen. De respondenten zijn geselecteerd omdat zij als investeerders direct ervaring hebben met de financiering- en managementuitdagingen waarmee sociale ondernemers worden geconfronteerd bij het opschalen.

Bij de selectie van respondenten is bewust gekozen voor variatie. Hoewel alle geïnterviewden actief zijn of waren als impactinvesteerder, verschillen zij in achtergrond, investeringsfocus en type financiering. Dit biedt een breed perspectief op de uitdagingen rondom financiering van sociale ondernemingen.

De interviews zijn opgenomen en getranscribeerd met behulp van Notebook LM. De analyse is uitgevoerd aan de hand van een thematische analyse, waarbij de thema's zijn gebaseerd op het theoretisch kader. Het onderzoek beperkt zich primair op de Nederlandse context, hoewel sommige geïnterviewde investeerders ook internationaal actief zijn.

2.2 Reflectie

Een beperking van dit onderzoek is het relatief beperkte aantal geïnterviewde investeerders. Hoewel bewust is gekozen voor variatie in type fondsen, kapitaalbron en investeringsstrategie, blijft de steekproef klein en daarmee niet representatief voor de gehele impact investeringsmarkt.

De resultaten geven daarmee vooral inzicht in patronen en verschillen tussen typen investeerders, maar laten zich slechts beperkt generaliseren. Tegelijkertijd sluit deze aanpak aan bij het doel om inzicht te verkrijgen in afwegingen van investeerders met betrekking tot de balans tussen impact en financieel rendement.

3. Bestaande literatuur

In dit hoofdstuk wordt het theoretisch kader geschetst voor de analyse van de financiering en opschaling van sociale ondernemingen. Eerst wordt afgebakend wat onder een sociale onderneming wordt verstaan. Vervolgens wordt ingegaan op financieringsbehoeften in verschillende groeifasen en barrières die sociale ondernemingen ervaren bij het aantrekken van extern kapitaal.

3.1 Sociale ondernemingen definiëren

Bij het begrip sociale ondernemingen wordt vaak gedacht aan organisaties met activiteiten in het sociale domein, zonder een financieel duurzaam verdienmodel. Ondernemingen zoals Tony Chocolonely, Dopper en Yumeko laten echter zien dat sociaal ondernemerschap wel degelijk kan samengaan met een winstgevend businessmodel. Wat wordt dan eigenlijk verstaan onder sociaal ondernemerschap?

In de wetenschappelijke literatuur bestaat geen universele definitie van sociaal ondernemerschap. Choi en Majumdar (2014)⁵ geven aan dat het concept een essentially contested concept is, wat inhoudt dat er geen consensus bestaat over de betekenis. Zij stellen daarom voor om sociaal ondernemerschap te conceptualiseren als een clusterconcept met meerdere componenten, waarbij sociale waarde creatie de enige verplichte component is.

Dat het definiëren van sociale ondernemingen niet eenvoudig is, blijkt eveneens uit een literatuuronderzoek van Glasbeek, Wickert en Schad (2024)⁶ waarin 156 originele definities van sociaal ondernemerschap zijn geanalyseerd. Deze definities laten uiteenlopende interpretaties zien. Opvallend is dat daarbij ook geregeld gebreken in de definitie zichtbaar worden, zoals omschrijvingen die het begrip herhalen in plaats van verduidelijken.

Voor dit onderzoek wordt voor het definiëren van sociale ondernemingen uitgegaan van de werkdefinitie van de Sociaal-Economische Raad (SER, 2015)⁷. Sociale ondernemingen worden omschreven als zelfstandige ondernemingen die een product of dienst leveren en primair en expliciet een maatschappelijk doel nastreven, dat wil zeggen een maatschappelijk probleem willen oplossen.

De definitie van de SER is gebaseerd op die van de Europese Commissie⁸, die vijf centrale kenmerken van sociale ondernemingen geeft:

1. De onderneming houdt zich voortdurend bezig met een economische activiteit, zoals de productie en/of levering van goederen en/of diensten.
2. De onderneming streeft expliciet en primair een sociaal doel na dat de samenleving ten goede komt.
3. De onderneming stelt beperkingen aan de verdeling van winsten en/of activa, zodat de sociale doelstelling boven de winstdoelstelling staat.

⁵ Choi en Majumdar (2014), Social entrepreneurship as an essentially contested concept: Opening a new avenue for systematic future research

⁶ Glasbeek, Wickert en Schad (2024), Evaluating definitions of societal entrepreneurship: a rulebook from the philosophy of science.

⁷ SER, z.d., *Sociale ondernemingen: een verkennend advies*, pag 26, geraadpleegd 15 september 2025.

⁸ European Commission 2015, *A map of social enterprises and their eco-systems*, pag 11, geraadpleegd op 15 september 2025

4. De onderneming is onafhankelijk van de overheid en andere traditionele non-profit organisaties.
5. Er is sprake van inclusieve governance, gekenmerkt door participatieve en/of democratische besluitvormingsprocessen.

Dit sluit aan bij het clusterconcept van Choi en Majumdar (2014), waarin sociale waarde creatie centraal staat en de overige componenten worden geconcretiseerd via aanvullende kenmerken.

Om de verschillen tussen sociale ondernemingen, reguliere ondernemingen en goede doelenorganisaties verder te duiden maakt Social Enterprise NL⁹ onderscheid tussen typologieën van ondernemingen op basis van doelstelling, inkomsten en winstverdeling (Figuur 1).

Goede doelen <i>alleen impact</i>		Sociale ondernemingen <i>impact voorop</i>			Reguliere ondernemingen <i>financiën voorop</i>	
Puur donatie of subsidies	Donaties, subsidies en inkomsten uit de markt	> 50% inkomsten uit de markt	Winst volledig geherinvesteerd	Winst beperkt uitgekeerd	MVO+ in de kern van het bedrijf	Puur financieel gedreven
						
Maatschappelijke waarde				Financiële waarde		

Figuur 1: Goede doelen, sociale ondernemingen en reguliere ondernemingen
bron: Social Enterprise NL

De scheidslijnen tussen deze typologieën zijn in de praktijk minder strikt dan het schema doet vermoeden. Het overzicht laat zien dat ook binnen elke categorie nuances bestaan.

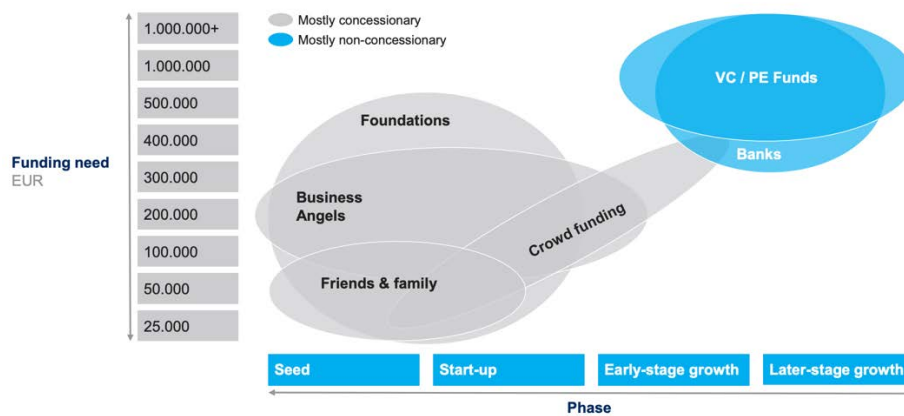
3.2 Welke financieringsbehoeften hebben sociale ondernemingen in de verschillende fasen van groei?

Ondernemingen doorlopen verschillende fasen van groei, startend met een idee tot aan volwassenheid. In deze periode van groei veranderen de financieringsbehoeften en zijn er verschillende typen aanbieders van kapitaal.

McKinsey & Company (2016)¹⁰ onderscheidt vier groeifasen voor sociale ondernemingen tot volwassenheid (zie bijlage A) en koppelt deze fasen aan verschillende financieringsvormen, zoals weergegeven in Figuur 2.

⁹ Social enterprise NL z.d., Sociale ondernemingen: wat zijn het? www.social-enterprise.nl/over-sociaal-ondernemen/wat-is-het/, geraadpleegd op 16 september 2025).

¹⁰ McKinsey & Company (2016) Scaling the impact of the social enterprise sector.



*Figuur 2: groeifasen ondernemingen,
Bron: McKinsey, Scaling the impact of the social enterprise sector*

Sociale ondernemingen hebben in de beginfase vaak toegang tot zogenoemd ‘vriendelijk geld’, afkomstig van vrienden en familie, business angels en subsidies, die veelal de missie van de onderneming willen ondersteunen. De verschaffers van dit startkapitaal leggen over het algemeen weinig druk op groei en opschaling.

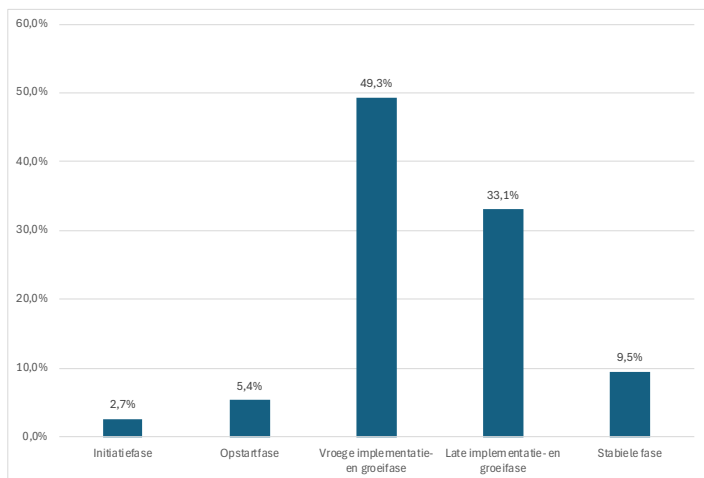
Ondernemingen die vervolgens willen opschalen, moeten toegang krijgen tot de volgende financieringscategorie. Volgens McKinsey beschikken weinig financiers in deze fase over de capaciteit en investeringsmodellen om de intensieve bedrijfsbegeleiding of coaching te bieden die sociaal ondernemers nodig hebben. Dit gat tussen “vriendelijk geld” en ‘professionele financiering’ kan een obstakel vormen om voorbij de start-up of vroege groeifase te groeien.

Venture capital, private equity en banken die bereid zijn om grotere bedragen te investeren, bieden doorgaans wel intensieve ondersteuning. Hiervoor moeten ondernemingen echter al een bepaalde mate van groei hebben doorgemaakt om aantrekkelijk te zijn voor deze kapitaalverstrekken. Volgens McKinsey kunnen bij investeringen onder de €500.000 euro de kosten van professionele ondersteuning niet worden gecompenseerd door het verwachte rendement. De vraag is of het gebrek aan aanbod van vermogen wordt veroorzaakt door deze kosten of door het hoge risicoprofiel.

Deze financieringskloof beperkt zich echter niet tot sociale ondernemingen, maar is ook zichtbaar bij reguliere ondernemingen. Volgens McKinsey blijven de financiële resultaten van sociale ondernemingen ook achter bij reguliere ondernemingen. Een mogelijke verklaring hiervoor is het door Vladasel, Parker, Sloof & van Praag (2024)¹¹ beschreven revenue drift. Revenue drift is het fenomeen waarbij een organisatie onbedoeld meer prioriteit gaat geven aan sociale of maatschappelijke doelstellingen waardoor commerciële belangen of financiële winst in gevaar komen. Professionele ondersteuning zou kunnen helpen deze balans te verbeteren. Interessant zou zijn om te onderzoeken of de constatering uit 2016 over financiële resultaten anno 2026 nog steeds geldt.

¹¹ Vladasel, Parker, Sloof & van Praag (2024) Revenue drift, incentives, and effort allocation in social enterprises

Voor de Social Enterprise Monitor 2023-2024¹² hebben 148 sociaal ondernemers met een hoofdkantoor in Nederland een vragenlijst ingevuld. Het merendeel van de respondenten geeft aan dat hun onderneming zich in de vroege of late implementatie- en groeifase bevindt.



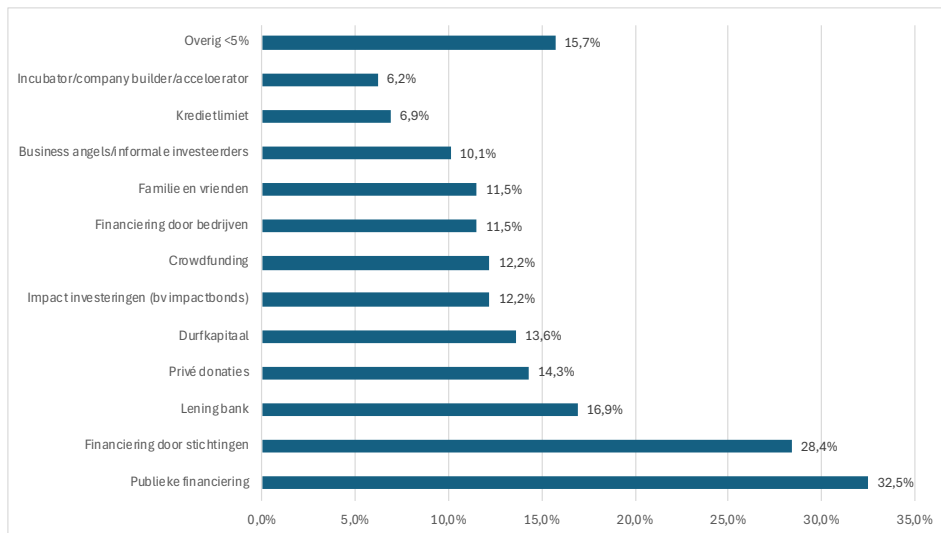
Figuur 3: Ondernemingsfase sociale ondernemingen
bron: Social Enterprise Monitor 2023-2024

De gemiddelde omzet van sociale ondernemingen bedroeg in 2023 €2.245.322 en meer dan de helft van deze sociale ondernemingen maakt winst of draait break-even. Volgens de definitie van RVO¹³ is er sprake van een microbedrijf bij een omzet kleiner dan € 2 miljoen. Dit laat zien dat het merendeel van de sociale ondernemingen dat deelnam aan dit onderzoek relatief klein is.

Ongeveer twee op de drie onderzochte sociale ondernemingen zoekt financiering. Belangrijkste reden die wordt aangegeven is opschaling (56,6%). Er bestaat bij deze ondernemingen dus een duidelijk financieringsbehoefte.

Uit Figuur 4 blijkt dat het merendeel van de aangevraagde financiering door sociale ondernemingen naar publieke financiering en financiering door stichtingen gaat, terwijl slechts 13,6% betrekking heeft op durfkapitaal. Uit het onderzoek blijkt niet waarom sociale ondernemingen deze keuze maken, noch of er sprake is van een mogelijke mismatch tussen vraag en aanbod.

¹³ Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO). (z.d.). *Wanneer heeft u een mkb-bedrijf?* Geraadpleegd op 1 februari 2026, van <https://www.rvo.nl/onderwerpen/subsidiespelregels/ez/mkb-verklaring#wanneer-heeft-u-een-mkb-bedrijf%3F>



Figuur 4: Aangevraagde financiering afgelopen 12 maanden
bron: Social Enterprise Monitor 2023-2024

3.3 Welke uitdagingen ervaren sociale ondernemingen bij het verkrijgen van externe financiering?

Het European Social Enterprise Network¹⁴ heeft barrières die ondernemingen ervaren bij het aantrekken van externe financiering onderzocht. De resultaten zijn weergegeven in Figuur 5. Een tekort aan de aanbodkant van de vermogensmarkt wordt als een belangrijk barrière ervaren voor het aantrekken van kapitaal. Deze worden weergegeven door “beperkte beschikbaarheid van financieringsbronnen” en “onvoldoende aantal investeerders/financiers die investeren in sociale ondernemingen”.



Figuur 5: Barrières voor het aantrekken van financiering.
Bron: European Social Enterprise Monitor 2023-2024.

¹⁴ The State of Social Enterprise in Europe: European Social Enterprise Monitor 2023-2024. The Hague, The Netherlands, Euclid Network – the European Social Enterprise Network, 2025.

Om groei te realiseren zijn naast financiering ook andere factoren bepalend. Bloom en Smith¹⁵ (2010) hebben het Scalpers-model ontwikkeld om te analyseren onder welke voorwaarden sociale ondernemingen kunnen opschalen. Groei wordt hierbij gedefinieerd als een toename van maatschappelijke impact als gevolg van de activiteiten van de onderneming. Er worden zeven verschillende veranderkrachten ('drivers') geïdentificeerd.

1. Personeel: de capaciteit om de juiste mensen aan te trekken en te ontwikkelen.
2. Communicatie: het effectief overbrengen van de missie, activiteiten en impact van de organisatie.
3. Samenwerkingen: het opbouwen van strategische partnerschappen die bijdragen aan groei en impact.
4. Lobbyactiviteiten: het beïnvloeden van beleid of regelgeving ter ondersteuning van de missie.
5. Inkomensgeneratie: het vermogen om stabiele inkomstenstromen te creëren ter financiering van de groei.
6. Opscaling van het model: het vermogen om succesvolle modellen op te schalen of te kopiëren naar andere contexten.
7. Stimuleren van marktwerking: het creëren of beïnvloeden van marktomstandigheden om maatschappelijke impact te vergroten.

Hoe effectiever een onderneming deze veranderkrachten kan aanwenden, hoe beter zij in staat is om te groeien.

De vijfde factor is de mate waarin een onderneming in staat is om een inkomensstroom te genereren, nu of in de toekomst. Hiermee kan de onderneming haar operationele kosten financieren vanuit de eigen kasstroom en is zij beter in staat om extern groeikapitaal aan te trekken, wat noodzakelijk is voor opschaling.

Spiess-Knafl en Jansen (2014)¹⁶ onderscheiden voor de externe financiering van sociale ondernemingen drie typen investeerders. Ten eerste investeerders zonder rendementsverwachtingen, zoals donoren en stichtingen, die primair financieren vanuit een impact doelstelling. Ten tweede investeerders met een verlaagde rendementsverwachting, waarbij impact en financiële doelstellingen worden gecombineerd. Ten derde zijn er investeerders die sociale ondernemingen beoordelen op vergelijkbare criteria als reguliere ondernemingen.

In de opschalingsfase is de toegang tot de derde categorie investeerders vaak het meest uitdagend. De beperkte winstuitkering kan een belemmering vormen om een marktconform rendement te realiseren. Ondernemers en financiers moeten daarom op zoek naar passende matches, waarbij de doelstellingen van de onderneming en die van financiers op het gebied van impact en financieel rendement op elkaar aansluiten.

Santos et al. (2015) maken onderscheid tussen verschillende typen sociale ondernemingen door te kijken naar de wijze waarop zij waarde creëren en hoe de commerciële activiteiten

¹⁵ Bloom, P. N., & Smith, B. R. (2010). Identifying the drivers of social entrepreneurial impact: Theoretical development and an exploratory empirical test of SCALERS. *Journal of social entrepreneurship*, 1(1), 126-145

¹⁶ Spiess-Knafl, W & Jansen, S.A. (2014). Social Enterprises and the financing of different scaling strategies. *Emerging research directions in social entrepreneurship*, 5, 67 - 80

samenhangen met zogenoemde spillover. Spillover is de mate waarin de economische activiteiten doorwerken in maatschappelijke impact. Winst is gedefinieerd als de waarde die de onderneming creëert voor haar eigenaren en impact als de waarde die wordt gecreëerd voor de samenleving als onderdeel van haar missie.

Er worden twee typen sociale ondernemingen onderscheiden:

1. Ondernemingen met automatische waarde spillover:
sociale waarde ontstaat direct bij het leveren van het product of de dienst
(bijvoorbeeld zonnepanelen)
2. Ondernemingen met contingente waarde spillover:
sociale waarde ontstaat alleen onder bepaalde voorwaarden, zoals
gedragsverandering of voortdurende ondersteuning (bijvoorbeeld microfinanciering)

Doordat bij ondernemingen met automatisch waarde spillover winst en impact direct samen tot stand komen, kunnen deze ondernemingen aantrekkelijker zijn voor impactinvesteers dan ondernemingen met contingente waarde spillover. Dit onderscheid is relevant voor de mate waarin impact en financieel rendement met elkaar kunnen worden verbonden.

3.4 Samenvatting

Een universele definitie van sociale ondernemingen bestaat niet. In de wetenschappelijke literatuur wordt sociaal ondernemerschap beschouwd als een begrip waarover geen consensus kan bestaan, maar waarbij sociale waarde creatie als onmisbare kern wordt gezien.

De bevindingen uit de Social Enterprise Monitor 2023-2024 sluiten aan bij het rapport van McKinsey & Company (2016). Hoewel een groot deel van de sociale ondernemingen winstgevend is of break-even draait, is het merendeel relatief klein en bevindt het zich in een vroege of late implementatie- en groeifase. Ook blijkt dat sociale ondernemingen voor financiering nog in belangrijke mate zijn aangewezen op publieke middelen en stichtingen. Dit bevestigt dat de overgang van 'vriendelijk geld' naar meer professionele, marktconforme financiering niet vanzelfsprekend is en er sprake is van een financieringskloof. Dit kan de verdere groei en impactontwikkeling van sociale ondernemingen beperken.

De financieringsbarrières van sociale ondernemingen lijken niet uitsluitend te worden veroorzaakt door een tekort aan beschikbaar kapitaal, maar ook door de mate waarin het businessmodel van de onderneming aansluit bij de verwachtingen van externe financiers. Het Scalers-model laat zien dat financiële duurzaamheid samenhangt met meerdere veranderkrachten binnen de organisatie.

Met name in de overgang van start-up naar vroege groeifase blijkt sprake van een financieringskloof. De belemmeringen liggen niet alleen aan de aanbodzijde van kapitaal, maar ook in de mate waarin ondernemingen in staat zijn stabiele inkomsten te genereren en hun organisatie professioneel in te richten.

Om op te schalen hebben ondernemingen vaak externe financiering nodig, die verder gaat dan wat donoren en stichtingen kunnen bieden. Investeers met verlaagde rendementsverwachting lijken in de opschalingsfase het meest kansrijk voor sociale ondernemingen om deze financiering te verkrijgen.

Ondernemingen met automatisch waarde spillover, waarbij winst en impact direct samen tot stand komen, kunnen aantrekkelijker kunnen zijn voor impactinvesteerdere dan ondernemingen met contingente waarde spillover.

Deze inzichten vormen de basis voor de analyse van financieringsvormen in het volgende hoofdstuk.

4. Financieringsvormen

In dit hoofdstuk wordt onderzocht op welke wijze verschillende financieringsvormen, in combinatie met governance- en incentive-structuren, bijdragen aan opschaling met behoud van een balans tussen maatschappelijke impact en financieel rendement.

Om te groeien van de start-up fase naar de early-stage growthfase zal de onderneming, naast interne financiering, extern vermogen moeten aantrekken. Voor sociale ondernemingen betreft deze groei zowel output (de directe diensten, producten of activiteiten van de onderneming) als impact (de maatschappelijke verandering die de output teweegbrengt). Wanneer deze niet op elkaar aansluiten, kan sprake zijn van mission drift of revenue drift.

De financieringskloof, zoals ook beschreven in de literatuur over sociale ondernemingen (McKinsey & Company, 2016), en verschillen in rendementsverwachtingen maken duidelijk dat traditionele financieringsvormen niet altijd goed aansluiten bij de kenmerken en doelstellingen van sociale ondernemingen. Met traditionele financieringsvormen worden hierbij met name bancaire leningen en equity-investeringen met marktconforme rendementsverwachtingen bedoeld.

De onderstaande financieringsinstrumenten laten zien op welke manieren in de praktijk wordt geprobeerd deze spanning tussen impact en financieel rendement te overbruggen.

4.1 Crowdfunding

Crowdfunding biedt sociale ondernemingen toegang tot kapitaal via een brede groep particuliere investeerders, vaak gefaciliteerd door online platforms. In Figuur 2 is te zien dat crowdfunding een brugfunctie kan vervullen tussen start-up fase en de early-stage growthfase.

Via crowdfunding halen ondernemers financiering op bij een grote groep mensen (de “crowd”) waarbij de individuele investering vaak relatief klein is, maar de totale financiering kan oplopen tot substantiële bedragen. Financiering kan plaatsvinden in de vorm van vreemd vermogen, eigen vermogen of voorverkoop. De ondernemer bepaalt zelf financieringsvoorwaarden en doelstellingen. Er bestaan diverse crowdfunding platforms, waarvan sommige zich expliciet richten op impactgedreven ondernemingen, zoals Crowdfunder¹⁷ en Invesdor¹⁸.

De spanning tussen impact en rendement is bij crowdfunding doorgaans minder uitgesproken dan bij meer professionele investeringsvormen. Particuliere investeerders worden vaak mede gedreven door betrokkenheid bij of sympathie voor de missie, waardoor financiële optimalisatie niet de dominante motivatie is. Tegelijkertijd kent crowdfunding duidelijke beperkingen op het gebied van schaal en professionalisering. De beschikbare kapitaalvolumes zijn vaak onvoldoende voor de gewenste opschaling, en strategische begeleiding ontbreekt doorgaans.

Crowdfunding lijkt dan ook vooral passend in vroege stadia. Impactdoelstellingen zijn bij deze vorm van financiering relatief vrijblijvend, terwijl het missie verhaal juist een belangrijke aantrekkingskracht vormt voor investeerders. Het niet behalen van impactdoelstellingen heeft op de onderzochte platforms geen directe gevolgen voor de financiering van de onderneming.

¹⁷ <https://crowdfunder.nl/> geraadpleegd 25/02/2026

¹⁸ <https://www.invesdor.nl/> geraadpleegd op 25/02/2026

Door de gefragmenteerde aard van het kapitaal aanbod kunnen zowel revenue drift als mission drift een risico vormen.

Dit illustreert dat bij crowdfunding als financiering de alignment tussen impact en rendement in vroege fasen vaak minder formeel is geborgd.

4.2 Leningen

Bij leningen is het rendement vooraf vastgelegd in de vorm van een rentepercentage dat onafhankelijk is van de resultaten van de onderneming. Binnen de financieringsvoorwaarden van vreemd vermogen kunnen impactdoelstellingen expliciet worden opgenomen. Wanneer bepaalde impact doelstellingen worden behaald, kan er een korting op de rente worden toegepast.

Zonder dat de financier formele zeggenschap krijgt, kan deze via dergelijke voorwaarden, zoals rentekortingen of prestatieafhankelijke uitbetalingsstructuren, indirect invloed uitoefenen op de keuzes van de ondernemer. Daarnaast kan door tranchering van leningen, gekoppeld aan impact doelstellingen, impact worden geïntegreerd in de financieringsvoorwaarden. Tranchering houdt in dat een totaal leningsbedrag in tranches beschikbaar wordt gesteld, waarbij een volgende tranche alleen wordt vrijgegeven wanneer aan vooraf bepaalde (impact) doelstellingen is voldaan.

Afhankelijk van de fase waarin de onderneming zich bevindt, kan financiering met vreemd vermogen een uitdaging zijn, met name wanneer het operationeel resultaat nog onvoldoende is om aan de rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen.

Hierdoor blijft de directe koppeling tussen impact en financieel rendement beperkt, maar kunnen via contractuele voorwaarden wel prikkels worden ingebouwd om impact te stimuleren.

4.3 Eigen vermogen

Het rendement voor de verschaffers van eigen vermogen wordt bepaald door de winstgevendheid en opbrengst bij exit. Met het aantrekken van nieuw eigen vermogen veranderen de zeggenschapsverhoudingen binnen de organisatie.

Bij sociale ondernemingen worden winsten beperkt uitgekeerd en in principe geherinvesteerd ten bate van de te bereiken impact. Hierdoor kan een spanningsveld ontstaan met nieuwe investeerders. Sociale ondernemingen gaan een stap verder dan reguliere ondernemingen met een ESG-doelstelling, doordat winstuitkering expliciet wordt beperkt. Wanneer een primair investeerder focust op financieel rendement, zullen de belangen tussen investeerder en sociaal ondernemer niet volledig parallel lopen.

Het risico op mission drift neemt toe (Santos et al., 2015) wanneer de investeerders bij het beoordelen van rendement onvoldoende rekening houden met impact en de druk op de sociale onderneming toeneemt om financieel rendement te realiseren.

Om dit risico te beperken kunnen sociale ondernemingen governance-structuren opnemen in de financieringsvoorwaarden, die kunnen bijdragen aan de verenigen van maatschappelijk impact en financieel rendement.

Hieronder worden een aantal financieringsinstrumenten toegelicht. Deze instrumenten sluiten aan bij de in het theoretisch kader beschreven variatie in investeerders (Spiess-Knafl, 2014),

variërend van impactgedreven financiers tot partijen die marktconform rendement nastreven. Governance-structuren fungeren hierbij als mechanisme om de belangen van investeerder en onderneming op elkaar af te stemmen.

4.3.1 Social Impact Bonds (resultaatfinanciering)

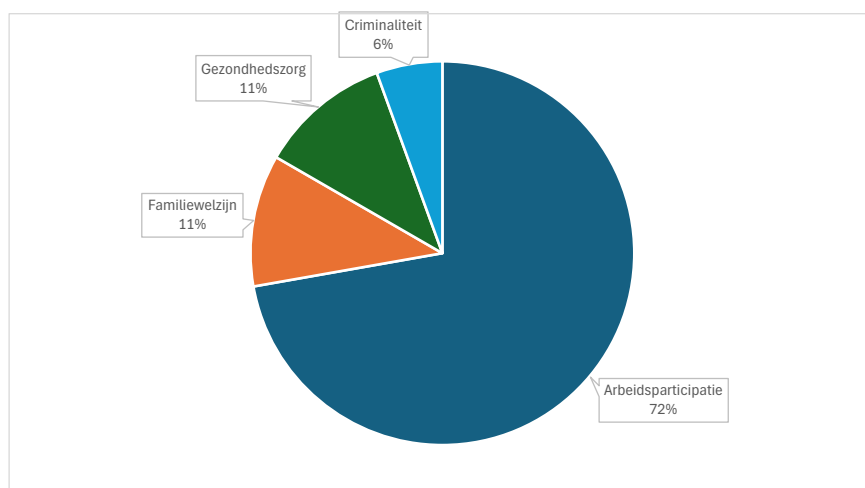
Social Impact Bonds (“SIB’s”) zijn een financieringsvorm waarbij private investeerders kapitaal verstrekken om een maatschappelijk probleem aan te pakken.¹⁹ Terugbetaling, inclusief rendement, vindt uitsluitend plaats als vooraf vastgestelde impactdoelstellingen worden behaald.

Een SIB is geen obligatielening, zoals de naam doet vermoeden, maar een overeenkomst tussen drie partijen: private investeerders, sociale ondernemer (uitvoerder) en de overheid of non-profitorganisatie (outcome payer). Tussen deze drie partijen worden afspraken gemaakt over de te behalen doelstellingen en impactresultaten. De sociale ondernemer gebruikt de financiering om bij te dragen aan de oplossing van een maatschappelijk probleem. De outcome payer betaalt de investeerder terug, inclusief rendement, als de afgesproken doelen worden behaald. Wanneer deze doelen niet worden behaald, lopen de investeerders het risico hun investering (gedeeltelijk) te verliezen. De doelen worden doorgaans vastgesteld en gemonitord door een onafhankelijke partij.

Met een SIB worden ondernemingen gefinancierd die een maatschappelijk probleem oplossen, waarbij het financiële risico verschuift van de outcome payer, vaak een overheid of non-profitorganisatie, naar de investeerder. Impact en rendement worden hierbij niet alleen moreel, maar ook contractueel met elkaar verbonden. Deze sterke contractuele koppeling maakt de SIB vooral geschikt voor missies met duidelijk meetbare uitkomsten en een bewezen aanpak, waarbij de maatschappelijke impact zich vertaalt in een financieel voordeel voor de outcome payer.

De kosten van het opzetten van SIB’s zijn relatief hoog, doordat het een complex instrument is waarbij meerdere partijen betrokken zijn. Sinds de eerste SIB in Nederland in 2013 zijn in totaal 18 SIB’s uitgegeven. In Figuur 6 is te zien dat de meeste SIB’s gericht zijn op het bevorderen van arbeidsparticipatie en daarmee bijdragen aan maatschappelijke kostenbesparingen.

¹⁹ https://socfin.nl/wp-content/uploads/2024/10/Rapport-SFNL-2024_v7_per-pagina.pdf



Figuur 6: Thema's Nederlandse SIB's

Bron: Social Finance NL²⁰

De SIB laat zien dat alignment kan worden bereikt door financieel rendement afhankelijk te maken van impactrealisatie. Tegelijkertijd is deze financieringsvorm alleen geschikt wanneer er een duidelijk financieel voordeel is voor de outcome payer. Daarnaast vereist de opzet van een SIB, gezien de complexiteit en kosten van het opzetten van de juridische structuur, een zekere schaalgrootte.

Hiermee vormt de SIB een vorm van alignment, waarbij impact en rendement volledig contractueel aan elkaar zijn gekoppeld.

4.3.2 Aligned impact model

Een manier om spanning tussen impact en financieel rendement te adresseren is het Aligned Impact Model ("AIM"). Binnen dit model worden impact en financieel rendement voor de investeerder onlosmakelijk met elkaar verbonden. De *carry*, de prestatiebeloning van fondsmanagers, wordt hierbij afhankelijk gemaakt van zowel impactdoelstellingen als financieel rendement. Voorafgaand aan de investering, worden impact-KPI's vastgesteld en gemonitord, veelal door een onafhankelijke impactexpert.

Een voorbeeld hiervan is Rubio Impact Ventures²¹, waar de *carry* alleen wordt uitgekeerd wanneer 100% van de impact-KPI's wordt behaald. Wanneer deze doelen niet worden gerealiseerd, maar er wel financiële winsten is, wordt deze uitgekeerd aan een goededoelenorganisatie. In andere varianten van het AIM geldt dat een minimumpercentage van de impact-KPI's moet worden behaald voordat de *carry* (gedeeltelijk) wordt uitgekeerd. Boven deze drempel kan de *carry* pro-rata meegroeien met de impactprestatie. Vanaf dat punt schaalde de *carry* evenredig mee met de impact. Boven een bepaald niveau (bijvoorbeeld 80%) komt de fondsmanager in aanmerking voor de volledige *carry*. Ananda VC²² begint bijvoorbeeld met het opbouwen van *carry* wanneer ten minste 60% van de impact-KPI's én het financiële rendement behaald worden.

²⁰ Social Finance NL: https://socfin.nl/wp-content/uploads/2024/10/Rapport-SFNL-2024_v7_per-pagina.pdf

²¹ <https://rubio.vc/impact/>

²² <https://ananda.vc/mission-alignment-made-clear-inside-anandas-impact-termsheet/>

Door financieel rendement conditioneel te koppelen aan impactprestatie worden impact en winst complementair in plaats van substitueerbaar. Dit reduceert de prikkel voor investeerders om uitsluitend op financiële optimalisatie te sturen. Het model is met name relevant voor ondernemingen waarbij sociale waarde niet automatisch voortvloeit uit commerciële activiteiten (contingente spillover), aangezien daar het risico op mission drift groter is (Santos et al., 2015).

Tegelijkertijd heeft het AIM haar beperkingen. Het vereist meetbare impactindicatoren en brengt extra transactiekosten met zich mee, aangezien deze indicatoren vaak door een derde partij moeten worden opgesteld en gevalideerd.

Het Aligned Impact Model laat zien dat van opschalingsfinanciering en rendementsdoelstellingen verenigbaarheid zijn wanneer er bewuste governance keuzes gemaakt worden. Hiermee vormt het AIM een mechanisme waarbij alignment wordt bereikt door financiële prikkels direct te koppelen aan impactprestaties.

4.3.3 Investment cap

Bij een investment cap wordt vooraf een maximumrendement afgesproken dat investeerders kunnen realiseren. Alle winsten boven de cap vloeien terug naar de missie.²³ Een multiple van drie keer betekent bijvoorbeeld dat de investeerder een maximaal rendement behaalt van 200%: de investeerder ontvangt zijn initiële investering terug en maximaal twee keer zijn investering als rendement.

Waar traditionele equity financiering onbeperkte upside mogelijk maakt en daarmee prikkels kan creëren voor groeistrategieën met het risico op missiondrift, begrenst een investment cap expliciet de financiële opbrengst. De spanning tussen impact en rendement wordt hier dus niet opgelost door impact direct aan rendement te koppelen, maar door het financiële rendement te limiteren. Tegelijkertijd blijft het rendement primair financieel gemeten. Impactrendement is doorgaans geen directe voorwaarde voor winstuitkering, maar het herinvesteren van winst in de onderneming ten bate van impact wordt wel een logische consequentie.

Het beperkte upside-potentieel kan traditionele investeerders afschrikken, aangezien het risico vergelijkbaar blijft met reguliere equity-investeringen. Een investment cap is dan ook met name geschikt voor investeerders met een expliciete impactdoelstelling.

Hiermee vormt de investment cap een mechanisme waarbij alignment wordt bereikt door het beperken van financieel rendement.

4.4 Steward-owned

Steward-ownership is geen financieringsvorm, maar een governance structuur waarbij zeggenschap en economisch eigendom van elkaar worden gescheiden. Er zijn verschillende manieren om steward-ownership in te richten, maar in basis wordt gewerkt met verschillende categorieën aandelen met uiteenlopende rechten. Investeerders houden aandelen met economische rechten, terwijl de stemrechten zijn ondergebracht bij zogenaamde stewards, bijvoorbeeld in een stichtingsstructuur, die de missie van de onderneming borgen.

²³ <https://www.duurzaam-beleggen.nl/2025/12/08/tommytomato-versterkt-missie-met-investering-van-lifetree-fund/>

De spanning tussen impact rendement en financieel rendement wordt hierbij niet via financiële prikkels, maar via zeggenschap gestuurd en juridisch verankerd in de governance van de onderneming. Hierdoor wordt de kans kleiner dat commerciële belangen de missie domineren onder druk van investeerders: stewards behouden de strategische controle, terwijl investeerders financieel participeren zonder doorslaggevende zeggenschap.

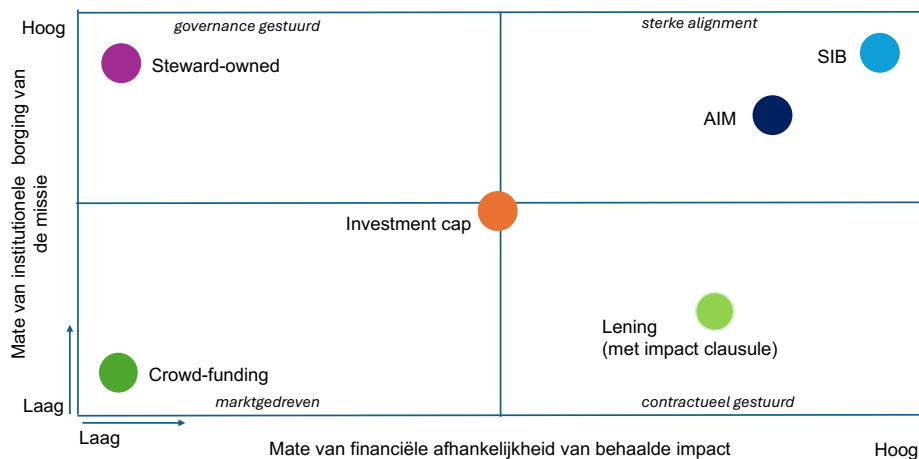
De kracht van steward ownership ligt in de structurele borging van de missie, met name bij opschaling of wisseling van aandeelhouders. Tegelijkertijd kan beperkte zeggenschap investeerders terughoudend maken om te investeren, gezien het risico dat deze investeerders lopen.

De samenstelling van de stewards is cruciaal voor het houden van toezicht op het beleid van de onderneming en erop toe te zien dat zowel mission drift als revenue drift voorkomen worden. Hiermee vormt steward-ownership een mechanisme waarbij alignment wordt bereikt via governance in plaats van financiële prikkels.

4.5 Samenvatting

Verschillende financieringsvormen dragen in meer of mindere mate bij aan het verenigen van de maatschappelijk impactrendement en financieel rendement.

Om opschaling mogelijk te maken zijn er voor zowel ondernemingen als financiers een aantal financierings- en governance-structuren beschikbaar waarin maatschappelijke impact en financieel rendement met elkaar in lijn kunnen worden gebracht. Hierdoor kan de missie beter worden geborgd en kunnen mission drift en revenue drift worden beperkt. De mate van alignment wordt in belangrijke mate bepaald door de inrichting van governance- en beloningsstructuren, zoals weergegeven in Figuur 7.



Figuur 7: overzicht financieringsinstrumenten

De figuur laat zien dat financieringsvormen voor sociale ondernemingen kunnen worden geplaatst langs twee dimensies: de mate waarin financieel rendement afhankelijk is van het realiseren van impact en de mate waarin de maatschappelijke missie is geborgd in de governance-structuren.

Deze indeling maakt duidelijk dat de balans tussen impact en rendement op verschillende manieren kan worden vormgegeven. In sommige financieringsvormen ligt de nadruk op contractuele afspraken, waarbij financieel rendement direct afhankelijk wordt gemaakt van het behalen van impactdoelstellingen, zoals bij SIB en AIM. In andere gevallen wordt de missie

vooral geborgd via de inrichting van de governance van de onderneming zelf, zoals bij steward-ownership.

De figuur laat daarnaast zien dat deze benaderingen elkaar kunnen aanvullen. Een sterke borging van de missie in de governance kan een minder directe koppeling tussen impact en financieel rendement opvangen, terwijl een sterke contractuele koppeling juist minder afhankelijk is van governance. De hoogste mate van alignment ontstaat wanneer beide samenkomen.

5. Resultaten van interviews

In dit hoofdstuk worden de resultaten gepresenteerd van afgenomen diepte-interviews met fondsmanagers van impact fondsen. De interviews zijn afgenomen op basis van een semigestructureerde vragenlijst (zie bijlage B), waarin onder meer aandacht is besteed aan investeringsmotieven, financieringsinstrumenten, rendementsverwachtingen, ervaren barrières en de spanning tussen maatschappelijke impact en financieel rendement. De interviews richten zich primair op equity investeringen.

Uit de interviews blijkt dat investeerders geen eenduidige definitie hanteren van sociaal ondernemen en in sommige gevallen ook niet bekend zijn met de term. Dit betekent echter niet dat zij geen beeld hebben van het concept. De focus ligt in de praktijk op het realiseren van impact, waarbij dit begrip breed wordt ingevuld. Zoals in paragraaf 5.1.1 wordt toegelicht, varieert deze invulling van ESG-gedreven investeringen tot ondernemingen waarbij impact direct voortvloeit uit het product of de dienst.

De resultaten uit de interviews worden in dit hoofdstuk afgezet tegen het theoretisch kader uit hoofdstuk 3 en de in hoofdstuk 4 beschreven financieringsmechanismen, met als doel te onderzoeken in hoeverre de in de literatuur beschreven spanningen en modellen terugkomen in de praktijk.

5.1 Motieven en investeringsfase

De geïnterviewde partijen zijn allen impactinvesteerders, maar verschillen onderling in hun strategische oriëntatie en herkomst van kapitaal. De inzichten worden conform afspraak geanonimiseerd weergegeven.

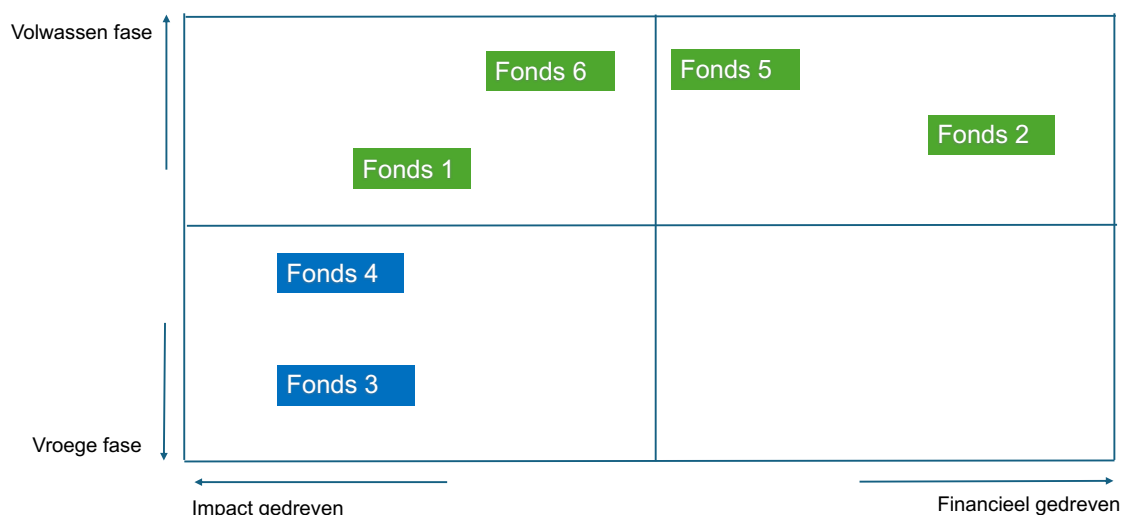
Tabel 1 op deze en de volgende pagina geeft een overzicht van de achtergrond en positionering van de geïnterviewde investeerders. De variatie tussen de fondsen maakt het mogelijk om verschillen in investeringsstrategieën en benaderingen van impact en rendement te analyseren.

Type fonds	Investeringsfocus	Kapitaalbron	Investerings- strategie
Fonds 1 Evergreen impact Fonds	Maatschappelijke impact centraal	Privaat	Geen vaste einddatum; lange investeringshorizon; nadruk op duurzame groei en missieontwikkeling
Fonds 2 Family office	ESG-gedreven investerings	Privaat	Marktconform rendement bij investerings
Fonds 3 Publiek impact fonds	Oplossen van sociale/maatschappelijke problemen	Publiek geld, subsidies, donaties	Impact leidend in investeringsbeslissingen; vaak regionaal georiënteerd, meer regionale focus
Fonds 4 Publiek investeringsfonds	Maatschappelijke transitie en marktfalen	Publiek	(Co-)financiering in de fase waar private partijen terughoudend zijn; vaak onbezwezen producten; marktconforme rendementseis
Fonds 5 Buy-out fonds	Volwassen bedrijven met schaalpotentieel waarbij de impact dan toeneemt	Privaat	Overname en professionalisering van bedrijven om impact en groei te versnellen

Type fonds	Investeringsfocus	Kapitaalbron	Investerings- strategie
Fonds 6 Steward-owned fonds	Ondernemingen met missiegeborgde governance	Privaat	Scheiding tussen zeggenschap en economisch eigendom; focus op lange termijn en missiebehoud, volwassen bedrijven

Tabel 1: Overzicht en achtergrond van de geïnterviewde investeerders

Om de onderlinge verschillen tussen de fondsen verder te duiden, zijn de investeerders in Figuur 8 gepositioneerd langs twee dimensies: de mate waarin impact of financieel rendement centraal staat en de fase waarin zij investeren. Deze dimensies sluiten aan bij de in hoofdstuk 4 beschreven benadering, waarin financieringsvormen worden geanalyseerd op basis van de relatie tussen impact en rendement en de mate van alignment. De positionering is gebaseerd op de in de interviews beschreven investeringsfocus, rendementsverwachtingen en investeringsstrategie.



Figuur 8: Overzicht geïnterviewde fondsen

De fondsen laten zich niet langs één duidelijke lijn ordenen. De geïnterviewde publiek gefinancierde fondsen (blauw) bevinden zich vaker in de vroege fasen en positioneren zich meer aan de impactkant, terwijl de privaat gefinancierde fondsen (groen) zich vaker richten op latere fasen en sterker sturen op financieel rendement.

Tegelijkertijd is er geen sprake van een strikte scheiding. Verschillende fondsen combineren impact en rendement op uiteenlopende manieren en nemen daarbij een positie in die past bij hun strategie. Zo hanteren sommige fondsen een langere tijdshorizon en verschuift hun focus gedurende de levenscyclus van een onderneming, terwijl andere fondsen juist een meer consistente positionering aanhouden.

De figuur maakt daarmee inzichtelijk dat impact investeren geen uniform model volgt, maar bestaat uit verschillende benaderingen die naast elkaar bestaan. Dit sluit aan bij de in hoofdstuk 4 beschreven variatie in financieringsmechanismen en laat zien dat alignment tussen impact en rendement in de praktijk op verschillende manieren wordt vormgegeven.

5.1.1 Motieven

De motieven van de fondsen laten zien dat impact en rendement in verschillende verhoudingen worden gecombineerd. Publiek gefinancierde fondsen positioneren zich nadrukkelijk meer als impactgedreven en richten zich expliciet op het adresseren van marktfalen. Hierbij zijn zij bereid een lager of meer onzeker rendement te accepteren, mits de maatschappelijke meerwaarde substantieel is.

Daarnaast zijn er fondsen die zich expliciet richten op systeemverandering, bijvoorbeeld via investeringen in duurzaamheidstransities. Deze fondsen accepteren hogere risico's, maar behouden een expliciete rendementsdoelstelling.

Privaat gefinancierde fondsen opereren vaker vanuit impact- en rendementsdoelstellingen, waarbij impact fungeert als een selectiecriteria binnen een financieel gedreven investeringsstrategie. Bij enkele fondsen is een hybride positionering zien, waarin impact en rendement als onderling afhankelijk worden beschouwd: impact legitimeert de investering, terwijl financieel rendement noodzakelijk is voor continuïteit.

Niet alle impactinvesteerders uitsluitend zoeken naar ondernemers die vanuit een sociale missie zijn gestart. Het buy-out-fonds investeert juist ook in bestaande, soms "bruine" bedrijven (zoals in de olie- en gasindustrie) om deze via technologische innovatie te verduurzamen. Hierdoor ontstaat een ander type hybride organisatie waarbij de impact door de investeerder wordt toegevoegd aan een bewezen businessmodel

Uit de interviews bleek dat impact door sommige investeerders op verschillende manieren wordt geïnterpreteerd, variërend van ESG-doelstellingen in het tot stand komen van product of dienst tot het realiseren van impact door het aanbieden van een product of dienst als doel. Deze variatie benadrukt dat impact op verschillende manieren wordt geïnterpreteerd binnen investeringsstrategieën.

5.1.2 Investeringsfase

De verschillen in motieven komen ook terug in de fase waarin fondsen investeren. Publiek gefinancierde fondsen zijn doorgaans actief in eerdere fasen van de ondernemingscyclus, waar risico's hoger zijn en financiering beperkt beschikbaar is. Zij vervullen daarmee een aanjaagfunctie, onder meer door investeringen in vroege groei of in innovatieve, nog onvolwassen markten en producten.

Privaat gefinancierde fondsen stappen over het algemeen later in, wanneer er sprake is van aantoonbare tractie en een beter voorspelbaar rendement. Dit geldt in het bijzonder voor fondsen die sturen op marktconforme rendementen.

Tegelijkertijd is hier ook sprake van variatie binnen deze patronen. Sommige fondsen combineren vroege instap met de mogelijkheid tot vervolginvesteringen, terwijl andere zich richten op volwassen ondernemingen via buy-outs en opschaling. In de meeste gevallen positioneren fondsen zich als lange termijn partners in de groei van de onderneming.

De investeringsfase lijkt daarmee in belangrijke mate bepaald te worden door de verwachte rendementsvereisten en risico's in verschillende fasen. Dit sluit aan bij het theoretisch kader geschetst door Spiess-Knafl en Jansen (2014), waarin is beschreven dat verschillende typen investeerders actief zijn in verschillende fasen van de ondernemingscyclus en daarbij uiteenlopende verwachtingen hebben ten aanzien van rendement en impact.

5.2 Financieringsvoorwaarden- en strategieën

De fondsen maken gebruik van equity of equity-achtige instrumenten, zoals converteerbare leningen. In sommige gevallen wordt uitsluitend met equity gewerkt, terwijl andere fondsen een combinatie hanteren van equity en (converteerbare) schuldinstrumenten.

Vooral in vroege fasen wordt door enkele investeerders vreemd vermogen met marktconforme rentevergoedingen als risicovol gezien voor de onderneming, omdat ondernemingen in deze fase doorgaans niet voldoende cashflow genereren om aan de rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen.

Een onderscheidend instrument dat door één van de fondsen wordt ingezet, is een Technical Assistance (TA)-lening tot maximaal €50.000 tegen 0% rente. Dit instrument is gericht op de professionalisering van ondernemingen, bijvoorbeeld op het gebied van governance en managementinformatie, alvorens over te gaan tot een equity investering. Het gebruik hiervan wijst erop dat beperkingen in organisatorische capaciteit een belangrijke verklaring vormt voor de beperkte toegang tot financiering bij sociale ondernemingen, en sluit aan bij het Scalpers-model (Bloom & Smith, 2010), waarin managementcapaciteit en organisatieontwikkeling als randvoorwaarden voor groei worden gezien.

5.2.1 Impact gerelateerde investeringsvoorwaarden

Impact wordt op verschillende wijzen geborgd, variërend van expliciet contractueel vastgelegde voorwaarden tot meer impliciete integratie via ESG-criteria. Deze variatie weerspiegelt de verschillende manieren waarop alignment tussen impact en financieel rendement in de praktijk wordt vormgegeven.

Sommige fondsen werken met tranchering, waarbij investeringen gefaseerd worden gedaan, wanneer vooraf vastgestelde impact-KPI's worden behaald. In deze gevallen is impact direct gekoppeld aan meetbare output en het behalen van mijlpalen, zoals een aantal verkochte producten of gerealiseerde CO₂-reductie. Dit sluit aan bij financieringsvormen waarin impact contractueel wordt gekoppeld aan financiële consequenties, zoals beschreven in hoofdstuk 4.

Andere fondsen maken hun vervolgfianciering afhankelijk van de mate waarin de onderneming haar impact doelstellingen behaald en haar missie weet om te zetten in resultaten. Daarnaast zijn er ook fondsen die impact benaderen via ESG-criteria in het productieproces, zonder expliciete koppeling tussen impact en financieringsvoorwaarden.

Over het algemeen geldt echter dat impact, in de breedste definitie, een noodzakelijke voorwaarde is voor investeringsbeslissingen. Sectoren waarin impact zich moeilijk laat vertalen naar korte termijn KPI's, zoals biodiversiteit, zouden daardoor een beperktere toegang kunnen hebben tot private financiering.

Hieruit blijkt dat de mate waarin impact contractueel wordt verbonden aan financiële consequenties per fonds verschilt. Slechts bij één van de geïnterviewde fondsen is de beloning van de fondsmanager gekoppeld aan het gerealiseerde impactrendement, wat aansluit bij het Aligned Impact Model uit hoofdstuk 4.

Bij geen van de respondenten is er een cap op het maximaal te behalen rendement. Bij het op te zetten stewardfonds wordt in de toekomst een investmentcap van maximaal 20% IRR gehanteerd. Het evergreenfonds past alleen een cap toe bij investeringen in steward-owned ondernemingen investeringen. Wanneer de cap behaald wordt, gaan de aandelen weer terug naar de stichting.

5.2.2 Rendementsverwachtingen en investeringshorizon

De fondsen verschillen aanzienlijk in hun rendementsverwachtingen en tijdshorizon, wat samenhangt met hun houding ten opzichte van impact en risico.

Rendementsverwachtingen variëren van 2-3% van de publieke investeerders tot marktconform rendement, maar wel vaak met een langere investeringshorizon variërend van 7 à 8 jaar tot 10 à 12 jaar. Respondenten gaven ook vaak aan het belangrijk te vinden om te laten zien dat impactinvesteringen gepaard kunnen gaan met juist een marktconform rendement.

Het geïnterviewde evergreen fonds is een fonds zonder vaste looptijd of vooraf bepaalde exit-termijn. Hierdoor ontstaat ruimte voor een langere investeringshorizon, waardoor het fonds desnoods 20 jaar betrokken blijft, waardoor de nadruk op impact versus financieel rendement organisch met de onderneming mee kan groeien. In de beginfase ligt de focus bij deze respondent voor circa 70% op de maatschappelijke impact. Naarmate de onderneming volwassen wordt en de impact als geborgd wordt beschouwd (omdat deze intrinsiek is verbonden aan de afzet van het product of de dienst), verschuift de prioriteit naar het realiseren van financieel rendement om de achterliggende investeerders te kunnen belonen voor het langdurig beschikbaar stellen van hun kapitaal.

De investeerder van het steward-owned fonds kiest eveneens voor een langere investeringshorizon om de onderneming meer ruimte en tijd te geven om op te schalen. Deze investeerder ziet bewust af van de strategie van venture capitalists om ondernemers te dwingen om na 5 - 7 jaar te verkopen vanwege de looptijd van het fonds.

Een andere respondent hanteert een kortere investeringshorizon, bijvoorbeeld circa vier jaar voor private equity-investeringen, en sturen op marktconforme rendementen binnen ESG-kaders. Daarnaast zijn er ook fondsen met langere looptijden (circa tien tot twaalf jaar) en lagere rendementsverwachtingen, bijvoorbeeld rond de 2–3% op equity.

Deze variatie illustreert dat de verwachtingen van impactinvesteerders uiteenlopen van marktconform tot meer geduldig van aard. Fondsen die investeren in vroege fasen of in segmenten met verhoogd risico accepteren doorgaans lagere rendementen op portefeuilleniveau. Tegelijkertijd blijft het realiseren van een positief rendement een randvoorwaarde voor de continuïteit van het fonds. Voor publiek gefinancierde fondsen lijkt daarbij doorgaans een benchmark gebaseerd op staatsobligaties, aangevuld met een risico-opslag, een ondergrens.

De verschillen in rendementsverwachting en tijdshorizon benadrukken daarmee dat impact investeren geen uniform financieel profiel kent, maar varieert afhankelijk van de combinatie van risico, fase en impactdoelstellingen.

5.3 Barrières en opschaling

De respondenten identificeren meerdere knelpunten, zowel intern bij de ondernemingen als vanuit de financieringskant, bij opschaling van sociale ondernemingen.

5.3.1 Interne barrières

Opschaling vraagt vaak om andere competenties op het gebied van leiderschap en management dan de opstartfase, waardoor oprichters niet altijd de aangewezen personen zijn om de onderneming naar de volgende groeifase te begeleiden. Het aantrekken van externe

financiers met zeggenschap kan in dat verband bijdragen aan professionalisering en strategische sturing. Tegelijkertijd wordt door één respondent deze externe zeggenschap juist negatief beoordeeld, omdat het gezien wordt als een uiting van wantrouwen richting het management en als te veel nadruk op financieel rendement. In alle interviews werd kwaliteit of samenstelling van het managementteam genoemd als bepalende factor of een barrière voor de groei van de onderneming.

Daarnaast wijzen meerdere respondenten op structurele beperkingen in de markt. Voor sommige producten of diensten bestaat een relatief kleine afzet- of nichemarkt, waardoor schaalbaarheid intrinsiek begrensd is en verzadiging snel kan optreden. Dit beperkt het groeipotentieel, ongeacht de beschikbaarheid van kapitaal. Daarbij komt dat sommige sociale ondernemers zelf terughoudend zijn ten aanzien van opschaling, onder meer uit vrees hun inhoudelijke betrokkenheid te verliezen aan meer managementgerichte taken.

In andere gevallen wordt een gebrek aan financiële expertise bij ondernemers gezien als belemmerende factor. Ondernemers beschikken niet altijd over voldoende uitgewerkte financiële prognoses of strategische plannen. Dit bemoeilijkt niet alleen de beoordeling door investeerders, maar vormt ook een reële beperking voor verdere groei.

Ook blijkt uit de interviews dat opschaling niet in alle gevallen een expliciete ambitie is. Met name bij sterk regionaal georiënteerde initiatieven. Met name bij regionaal georiënteerde initiatieven ligt de nadruk soms op lokale impact, waarbij kennisdeling van het concept, bijvoorbeeld via een open-source benadering, wordt verkozen boven groei in de vorm van eigen opschaling.

De knelpunten bij opschaling lijken daarmee niet uitsluitend samen te hangen met de beschikbaarheid van kapitaal, maar met een combinatie van factoren, waaronder managementcapaciteit, marktdynamiek, strategische oriëntatie en organisatorische volwassenheid. Deze bevindingen sluiten aan bij het Scalpers-model (Bloom & Smith, 2010), waarin groei afhankelijk wordt gesteld van een combinatie van organisatorische, financiële en strategische factoren.

5.3.2 Financieringsbelemmeringen

Uit onderzoek onder sociale ondernemingen blijkt dat deze moeite hebben om financiering te krijgen vanwege de beperkte beschikbaarheid van financieringsbronnen, het gering aantal passende financiers en rendementsverwachtingen. De perceptie van dit benoemde financieringsgat verschilt per respondent.

Enerzijds wordt gewezen op een tekort aan sterk impactgedreven fondsen bij grotere investeringsbedragen (met name boven €10 miljoen). Anderzijds signaleren sommige fondsen juist een financieringskloof in de vroege fasen, waarin ondernemingen worden afgewezen vanwege onvoldoende tractie of een gebrek aan bewezen marktvraag.

Tegelijkertijd relativeren verschillende respondenten het belang van financiering als primaire bottleneck. In hun perspectief ligt de grootste uitdaging vaak aan de operationele kant: de vraag of het management in staat is haar strategie om te zetten in schaalbare activiteiten met duurzame marges. Wanneer deze basis op orde is, volgt financiering doorgaans vanzelf.

Deze bevindingen suggereren dat het veronderstelde financieringsgat niet eenduidig is, maar afhankelijk van zowel de investeringsfase als de positionering van het fonds. Bovendien lijkt het financieringsprobleem in belangrijke mate samen te hangen met kenmerken van de

onderneming zelf, zoals het businessmodel, de schaalbaarheid en de mate van professionalisering.

Naast interne factoren wijst één van de respondenten op de rol van grillig en onvoorspelbaar overheidsbeleid als externe barrière voor opschaling. Plotselinge wijzigingen in stimuleringsmaatregelen voor warmtepompen, zonnepanelen of elektrisch rijden maken investeerders meer risico-avers, wat het aantrekken van groeikapitaal voor sociale ondernemingen in deze transitiesectoren. Dit is niet uitgevraagd bij andere respondenten.

Daarmee nuanceren de interviews het in de literatuur (onder meer door McKinsey & Company, 2016) geschetste beeld van een lineaire financieringskloof tussen start-up en groeifase. Het ervaren financieringsgat lijkt niet alleen ingegeven te zijn door marktfalen, maar hangt ook sterk samen te hangen een bredere organisatorische en strategische context.

5.4 Impact en rendement

Wanneer respondenten gevraagd wordt 100 punten te verdelen tussen financieel rendement en impact rendement, lopen de accenten uiteen.

Een van de fondsen hanteert expliciet een 50/50-balans tussen maatschappelijke impact en financieel rendement, terwijl een ander fonds een meer dynamisch model beschrijft, waarbij in de beginfase de impact centraal (70/30), terwijl in een latere fase, wanneer de impact als voldoende geborgd wordt beschouwd, financieel rendement zwaarder gaat wegen (30/70). Andere fondsen sturen primair op financieel rendement, waarbij impact wordt meegenomen binnen gestelde randvoorwaarden.

Opvallend is dat geen van de fondsen het klassieke 'hockey-stick'-rendementsprofiel van traditionele private equity nastreeft. Dit sluit aan bij het uitgangspunt van sociale ondernemingen, waarin winst (deels) wordt ingezet ter versterking van maatschappelijke impact in plaats van uitsluitend voor financiële waarde-creatie.

De interviews laten daarmee zien dat de spanning tussen impact en rendement niet wordt opgelost door één uniforme benadering, maar dat fondsen verschillende manieren hanteren om deze spanning te managen. Dit sluit aan bij het in hoofdstuk 4 beschreven inzicht dat alignment tussen impact en rendement op meerdere manieren kan worden vormgegeven

5.4.1 Impactmeting

De wijze waarop impact wordt gemeten en gerapporteerd varieert tussen de verschillende fondsen en hangt samen met de gekozen investeringsstrategie en focus.

Het ene fonds richt zich met zich name op ESG in de keten en dit wordt actief gemonitord en gerapporteerd, zonder te rapporteren over impact. Hierbij ligt de focus op het verbeteren van processen binnen de waardeketen, zoals arbeidsomstandigheden bij leveranciers, terwijl impact in dit onderzoek wordt opgevat als de bredere maatschappelijke verandering die voortvloeit uit de activiteiten van de onderneming.

Een ander fonds werkt met directe outputindicatoren die samenhangen met de omzet: meer output betekent meer impact, bijvoorbeeld in de vorm van verminderde CO₂-uitstoot. In deze gevallen lopen impact en omzetontwikkelingen parallel, wat aansluit bij het concept van automatische spillover.

Daarnaast zijn er fondsen die per investering specifieke impact-KPI's formuleren en deze koppelen aan vervolginvesteringen. In enkele gevallen is impactmeting gestandaardiseerd, met name voor grotere ondernemingen. Voor kleinere ondernemingen blijkt een dergelijke systematiek echter vaak te administratief belastend, waardoor impactmeting beperkt blijft of achterwege blijft.

Bij slechts één van de respondenten is een deel van de beloning van de fondsbeheerder afhankelijk van te behalen impactdoelstellingen. Deze doelen worden doorgaans vastgesteld en extern gevalideerd. Het betreft hier een buy-out fonds dat in de volwassenheidsfase investeert, waarbij elementen van het traditionele private-equitymodel worden gecombineerd met impact. Dit sluit aan bij het Aligned Impact Model uit hoofdstuk 4.

Er is daarmee geen uniforme methodiek voor impactmeting; deze varieert van output gedreven tot procesgericht en hangt samen met de investeringsfilosofie van de respondenten.

5.4.2 Mission drift en revenue drift

Mission drift wordt door de respondenten over het algemeen als een beperkt risico beschouwd. Dit wijkt af van de bestaande literatuur (o.a. Santos et al., 2015), waarin mission drift wordt beschreven als een structureel risico. Een mogelijke verklaring is dat bij veel van de onderzochte ondernemingen de maatschappelijke missie is verankerd in het product of de dienst. Doordat impact en commerciële activiteiten samenvallen neemt het risico op mission drift af.

Revenue drift wordt daarentegen vaker als aandachtspunt genoemd. Met name ondernemers met een achtergrond in de non-profitsector ervaren soms uitdagingen bij het ontwikkelen van een duurzaam en robuust verdienmodel.

De mate van betrokkenheid van fondsmanagers bij het management varieert sterk. Alle fondsen geven aan actief te monitoren of strategische keuzes in lijn zijn met de oorspronkelijke missie. Het risico op mission drift neemt toe wanneer operationele resultaten onder druk staan of wanneer, bij verzadiging, nieuwe markten betreden worden om verdere groei te realiseren.

De manier waarop investeerders ingrijpen verschilt, van het formeel tegenhouden van een strategische besluiten tot het stoppen van vervolfinanciering.

De respondenten signaleren geen duidelijke toename van mission drift als gevolg van opschaling, maar benadrukken wel het belang van governance en continue monitoring. Dit suggereert dat de mate waarin impact en commerciële activiteiten samenhangen, zoals beschreven in het spillover-concept van Santos, et al. (2015) in de praktijk bepalend is voor het optreden van dit risico. In gevallen waarin mission drift dreigde, werd dit doorgaans toegeschreven aan de ondernemer en niet aan druk op financieel rendement vanuit denvesteeerder.

5.4.3 Beloningsstructuur van fondsmanagers

De beloningsstructuur van fondsmanagers verschilt per fonds, maar bij de respondenten waren impactdoelstellingen slechts bij één fonds expliciet verankerd. Bij één van de fondsen investeert het team met eigen middelen mee, maar zijn bonussen of carried interest afgeschaft. Bij de met publiek geld gefinancierde fondsen wordt alleen gewerkt met een vaste salarisstructuur zonder bonussen voor de fondsmanagers.

Opvallend is dat bij de meeste investeerders mission drift niet als een groot risico wordt ervaren en dat de koppeling tussen beloning en impact daarom niet als noodzakelijk wordt gezien. Alignment wordt volgens de respondenten primair gerealiseerd via de selectie van passende ondernemingen en actieve monitoring, en minder via formele incentive-structuren voor fondsmanagers. Dit impliceert dat de borging van impact in belangrijke mate aan de voorkant plaatsvindt. Tegelijkertijd blijft daarmee de vraag in hoeverre impactresultaten gedurende de groei van de onderneming in dezelfde mate blijven meegroeien, met name wanneer impact niet expliciet is gekoppeld aan financiële prikkels of beloningsstructuren.

Dit wijkt af van de in hoofdstuk 4 beschreven modellen, zoals het Aligned Impact Model, waarin beloningsstructuren juist een expliciet mechanisme vormen om impact en rendement te verbinden. De interviews suggereren daarmee dat dergelijke formele prikkelstructuren in de praktijk minder dominant zijn dan op basis van de literatuur verwacht zou kunnen worden.

5.5 Samenvatting

De interviews laten zien de uitdagingen bij het verkrijgen van financiering van sociale ondernemingen in de opschalingsfase minder wordt bepaald door een eenduidige financieringskloof dan door een complexe interactie tussen investeringsdoelen, ondernemingskenmerken en marktomstandigheden.

Allereerst blijkt dat impactinvesteerders geen uniforme benadering hanteren van sociale ondernemingen. De positionering varieert van primair impactgedreven tot financieel georiënteerd met impact als randvoorwaarde. Deze variatie vertaalt zich direct in verschillen in investeringsfase, rendementsverwachtingen en gehanteerde financieringsinstrumenten.

De analyse richt zich met name op investeerders die equity-investeringen inzetten voor opschaling. Tegelijkertijd verschilt de wijze waarop impact wordt gemeten en contractueel wordt geborgd aanzienlijk, variërend van expliciete KPI-gestuurde modellen tot meer impliciete integratie via ESG-criteria.

Opvallend is dat de spanning tussen impact en financieel rendement door de meeste respondenten niet als een fundamenteel probleem wordt ervaren. In plaats daarvan wordt alignment vooral gerealiseerd via selectie van passende ondernemingen, actieve monitoring en, in sommige gevallen, governance-structuren en minder via expliciete contractuele of incentive-gedreven mechanismen zoals beschreven in hoofdstuk 4..

Tot slot wijzen de interviews erop dat belemmeringen voor opschaling slechts gedeeltelijk samenhangen met toegang tot financiering. Factoren zoals managementcapaciteit, schaalbaarheid van het businessmodel en organisatorische professionaliteit blijken minstens zo bepalend.

Deze bevindingen vormen de basis voor de beantwoording van de centrale onderzoeksvraag in het volgende hoofdstuk.

6. Conclusies

Dit onderzoek had als doel te beantwoorden op welke wijze de financieringsbehoeften van sociale ondernemingen in de opschalingsfase verenigbaar zijn met de rendementsdoelstellingen van vermogensverschaffers.

De resultaten laten zien dat deze verenigbaarheid niet wordt gerealiseerd via één dominant model, maar afhankelijk is van de combinatie van investeerder, financieringsvorm en fase van de onderneming. Zoals ook zichtbaar wordt in de spreiding van investeerders in Figuur 8 en de verschillende financieringsmechanismen zoals beschreven in hoofdstuk 4, bestaan er meerdere manieren om impact en rendement met elkaar in balans te brengen.

De veronderstelde spanning tussen impact en financieel rendement blijkt daarbij minder aanwezig dan vaak in de literatuur wordt gesuggereerd. Investeerders positioneren zich op een spectrum van impactgedreven tot rendementsgericht, waarbij hybride vormen dominant zijn. In deze modellen wordt impact niet gezien als tegengesteld, maar als complementaire doelstellingen die naast elkaar bestaan.

Verder komt naar voren dat de fase van de onderneming en het risicoprofiel bepalend zijn voor de vorm van financiering. Publiek gefinancierde fondsen spelen hierbij met name een belangrijke rol in vroege fasen, terwijl private fondsen later instappen wanneer risico's beter beheersbaar zijn en rendement meer voorspelbaar wordt.

De resultaten laten bovendien zien dat alignment tussen impact en rendement onder de respondenten van mijn onderzoek vooral wordt gerealiseerd via de selectie van ondernemingen waarvan het businessmodel intrinsiek gekoppeld is aan impact (automatic spillover), in combinatie met een actieve monitoring van strategische keuzes. Hoewel financieringsvormen bestaan waarin impact en rendement expliciet contractueel worden verbonden, werden deze door de respondenten in de praktijk minder toegepast dan wat op basis van de literatuur verwacht zou kunnen worden.

Daarnaast tonen de resultaten aan dat de belangrijkste belemmeringen voor opschaling niet primair financieel van aard zijn. Dit sluit aan bij het theoretisch kader waarin naast financiering ook organisatorische factoren bepalend zijn voor opschaling. Factoren zoals managementkwaliteit, schaalbaarheid van de markt en financiële professionaliteit van de onderneming spelen een cruciale rol. Dit nuanceert het beeld van een lineaire financieringskloof tussen start-up en groeifase.

Samenvattend kan worden gesteld dat de verenigbaarheid tussen financieringsbehoeften en rendementsdoelstellingen geen gegeven is, maar afhankelijk van de mate waarin ondernemingen en investeerders op elkaar aansluiten in hun doelstellingen. De vraag- en aanbodzijde van kapitaal komen bij elkaar als de doelstellingen van ondernemer en investeerder parallel lopen. Deze match wordt in de praktijk vormgegeven via de keuze voor een passende investeerder, in combinatie met de inrichting van financieringsvoorwaarden en governance-structuren die bij aansluiten bij beide partijen.

Dit onderzoek toont aan dat de sleutel tot opschalingsfinanciering niet ligt in één optimale financieringsvorm, maar in het vinden van een investeerder wiens strategie en verwachtingen aansluiten bij de doelstellingen van de onderneming.

7. Aanbevelingen en reflectie

Op basis van dit onderzoek ben ik tot aanbevelingen gekomen voor sociale ondernemingen, investeerders en de overheid. Daarnaast wordt een aanbeveling gedaan voor vervolgonderzoek.

7.1 Voor sociale ondernemingen

Voor sociale ondernemingen ligt de sleutel tot succesvolle opschaling niet uitsluitend in het aantrekken van kapitaal, maar ook in het versterken van de interne organisatie.

Allereerst is het essentieel om te investeren in managementcapaciteit en financiële professionaliteit. Heldere financiële prognoses en een robuust verdienmodel vergroten niet alleen de kans op financiering, maar vormen ook een voorwaarde voor duurzame groei.

Daarnaast is het van belang om expliciet te reflecteren op de schaalbaarheid van het businessmodel. Ondernemingen die opereren in nichemarkten of afhankelijk zijn van specifieke doelgroep, locatie of context, doen er goed aan om alternatieve groeistrategieën te overwegen, zoals repliceren van het concept in andere regio's of het opschalen via samenwerking met bestaande organisaties.

Tot slot wordt aanbevolen om impact expliciet en meetbaar te maken. Dit vergroot de aantrekkelijkheid voor investeerders en verkleint het risico op misalignment.

7.2 Voor investeerders

Voor investeerders ligt er een kans om financieringsmodellen beter af te stemmen op de specifieke kenmerken van sociale ondernemingen.

Ten eerste kan meer differentiatie in investeringsstrategieën bijdragen aan het verkleinen van mismatches tussen vraag en aanbod van kapitaal. Met name in de overgang van vroege groei naar opschaling lijkt behoefte aan investeerders die bereid zijn hogere risico's te combineren met langere tijdshorizonten.

Daarnaast kunnen investeerders overwegen om impact sterker te integreren in incentive-structuren, bijvoorbeeld via koppeling aan carried interest. Bij de respondenten in mijn onderzoek werden dergelijke mechanismen in de praktijk nog beperkt worden toegepast, terwijl zij in theorie kunnen bijdragen aan een sterkere alignment tussen impact en rendement.

Verder blijkt dat ondersteuning op het gebied van governance en professionalisering minstens zo belangrijk is als financiële middelen. Het aanbieden van non-financiële ondersteuning kan daarmee een belangrijke rol spelen in het succes van investeringen en sluit aan bij de bevinding dat opschalingsbarrières niet uitsluitend financieel van aard zijn.

7.3 Voor overheid

Op overheidsniveau kan beleid bijdragen aan het verbeteren van de aansluiting tussen vraag en aanbod van kapitaal. Met name in segmenten waar marktfalen optreedt, zoals vroege groeifasen of kapitaalintensieve impactsectoren, kan publieke cofinanciering een rol spelen om marktfalen te voorkomen. Dit geldt bijvoorbeeld voor sectoren binnen de energietransitie, zoals investeringen in batterijopslag of waterstof, waar hoge initiële

investeringen en lange terugverdiertijden private financiering kunnen beperken. In dergelijke gevallen kan publieke cofinanciering of risicodeling de bereidheid van private investeerders vergroten om te investeren.

Daarnaast kan standaardisering van impactmeting bijdragen aan transparantie en vergelijkbaarheid, waardoor investeringsbeslissingen worden vergemakkelijkt en de toegankelijkheid van kapitaal wordt vergroot.

7.4 Voor vervolgonderzoek

Dit onderzoek kent enkele beperkingen die aanknopingspunten bieden voor vervolgonderzoek.

Ten eerste is het perspectief van sociale ondernemingen zelf slechts indirect meegenomen. Toekomstig onderzoek kan zich richten op de perceptie van ondernemers ten aanzien van financieringsbarrières en investeerders.

Daarnaast is het relevant om te onderzoeken in hoeverre modellen waarin impact expliciet wordt gekoppeld aan beloningsstructuren (zoals het Aligned Impact Model) daadwerkelijk leiden tot betere alignment.

8. Literatuurlijst

Ananda Impact Ventures. (z.d.). *Mission alignment made clear: Inside Ananda's impact termsheet*. Geraadpleegd van <https://ananda.vc/mission-alignment-made-clear-inside-anandas-impact-termsheet/>.

Bloom, P. N., & Smith, B. R. (2010). Identifying the drivers of social entrepreneurial impact: Theoretical development and an exploratory empirical test of SCALERS. *Journal of Social Entrepreneurship*, 1(1), 126-145.

Bruder, I. M. (2025). From mission drift to practice drift: Theorizing drift processes in social enterprises and beyond. *Organization Studies*, 46(3).

Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). (2024). *Financieringsmonitor 2023: De zoektocht naar financiering*.

Choi, N., & Majumdar, S. (2014). *Social entrepreneurship as an essentially contested concept: Opening a new avenue for systematic future research*.

CrowdAboutNow. (z.d.). Geraadpleegd op 25 februari 2026, van <https://crowdaboutnow.nl/>.
Duurzaam Beleggen. (2025, 8 december).

TommyTomato versterkt missie met investering van LifeTree Fund. Geraadpleegd van <https://www.duurzaam-beleggen.nl/2025/12/08/tommytomato-versterkt-missie-met-investering-van-lifetree-fund/>.

Euclid Network. (2025). *The State of Social Enterprise in Europe: European Social Enterprise Monitor 2023-2024*. The Hague, The Netherlands: Euclid Network – the European Social Enterprise Network.

European Commission. (2015). *A map of social enterprises and their eco-systems* (p. 11). Geraadpleegd op 15 september 2025.

Gladbeek, J., Wickert, C., & Schad, J. (2024). *Evaluating definitions of societal entrepreneurship: a rulebook from the philosophy of science*.

Invesdor. (z.d.). Geraadpleegd op 25 februari 2026, van <https://www.invesdor.nl/>.

McKinsey & Company. (2016). *Scaling the impact of the social enterprise sector*.

Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO). (z.d.). *Wanneer heeft u een mkb-bedrijf?* Geraadpleegd op 1 februari 2026, van <https://www.rvo.nl/onderwerpen/subsidiespelregels/ez/mkb-verklaring#wanneer-heeft-u-een-mkb-bedrijf%3F>

Rubio Impact Ventures. (z.d.). *Impact*. Geraadpleegd van <https://rubio.vc/impact/>.

Santos, F., Pache, A. C., & Birkholz, C. (2015). Making hybrids work: Aligning business models and organizational design for social enterprises. *California Management Review*, 37.

Sociaal-Economische Raad (SER). (z.d.). *Sociale ondernemingen: een verkennend advies* (p. 26). Geraadpleegd op 15 september 2025.

Social Enterprise Monitor 2023-2024. (2024). *Ondernemers met oplossingen voor Nederland: hoe staan ze ervoor?*.

Social Enterprise NL. (z.d.). *Sociale ondernemingen: wat zijn het?* Geraadpleegd op 16 september 2025, van <https://www.social-enterprise.nl/over-sociaal-ondernemen/wat-is-het/>.

Social Finance NL. (2024). *Rapport SFNL 2024*. Geraadpleegd van https://socfin.nl/wp-content/uploads/2024/10/Rapport-SFNL-2024_v7_per-pagina.pdf.

Spiess-Knafl, W., & Jansen, S. A. (2014). Social Enterprises and the financing of different scaling strategies. *Emerging Research Directions in Social Entrepreneurship*, 5, 67-80.

Vladasel, T., Parker, S. C., Sloof, R., & van Praag, C. M. (2024). *Revenue drift, incentives, and effort allocation in social enterprises*

9. Bijlagen

Bijlage A: Groeifasen McKinsey

Groeifasen vóór volwassenheid

1. Seedfase: (0–2 jaar) Het oprichtende team ontwikkelt het idee en vertaalt dit naar een prototypeproduct of -dienst. De financiering van het prototype komt uit eigen middelen van de oprichters en/of bijdragen van vrienden, familie en crowdfunding.
2. Start-upfase: (1–3 jaar) Het team ontwikkelt het prototype verder en brengt het op de markt. Er wordt een klantenbasis opgebouwd en KPI's worden vastgesteld. De onderneming ontvangt haar eerste opbrengsten en trekt aanvullende middelen aan in de vorm van investeringen of leningen.
3. Vroege groeifase: (2–5 jaar) De onderneming streeft naar schaalvergroting via nieuwe kanalen en markten. Zij werft talent aan, verbetert de kwaliteit en implementeert standaardmanagementprocessen. De financiering komt uit omzet en groeikapitaal.
4. Late groeifase: (>3 jaar) Na het opbouwen van een reputatie bij stakeholders zoekt de onderneming aanvullende groei via nieuwe producten of diensten. Er zijn meerdere kapitaalopties beschikbaar. Sommige oprichters en/of investeerders kunnen uittreden.

Bijlage B: Interviewvragen

Deel A: Achtergrond

1. Kunt u iets zeggen over de grootte van uw fonds en de gemiddelde investeringsgrootte in sociale ondernemingen?
2. In welke groeifases investeert u?
Verandert uw investeringsbereidheid of -strategie wanneer een sociale onderneming van de ene naar de volgende groeifase opschaaft? Kunt u dit toelichten?
3. Wat zijn voor u de belangrijkste motieven om in sociale ondernemingen te investeren.

Deel B: Financieringsinstrumenten en -strategieën

1. Welke financieringsvormen gebruikt u voor sociale ondernemingen?
2. Zijn er in de investeringsvoorwaarden beperkingen m.b.t. winstuitkering of exit-strategieën die gerelateerd zijn aan impactdoelen? Wat betekent dit voor uw rendementsverwachtingen en investeringsbeslissingen?
3. Wat is het minimale financiële rendement dat u accepteert bij investeringen in sociale ondernemingen, en over welke tijdshorizon? Denk u dat dit verschilt van reguliere ondernemingen?

Deel C Barrières en opschaling

1. Ziet u specifieke financieringsbarrières voor sociale ondernemingen die niet gelden voor reguliere ondernemingen?
2. Wat zijn de grootste uitdagingen die u ervaart bij het investeren in sociale ondernemingen?
3. Uit onderzoek onder sociale ondernemingen blijkt dat deze moeite hebben om financiering te krijgen door beperkte beschikbaarheid van financieringsbronnen, onvoldoende financiers, en hoge rendementsverwachtingen van financiers.
4. Wat zijn volgens u de belangrijkste voorwaarden voor sociale ondernemingen om toegang te krijgen tot financiering voor succesvolle opschaling van een sociale onderneming?
5. Wat ziet u als het grootste knelpunt voor sociale ondernemingen in de praktijk?

Deel D: Impact en rendement

1. Eén van de kenmerken van sociale ondernemingen is dat er een beperking is aan de verdeling van winsten. Hoe gaat u om met de spanning tussen financiële doelstellingen en impact doelstellingen (hybriditeits-tension)?
2. Als u 100 punten moet verdelen tussen financieel rendement en impact rendement, hoe ziet deze verdeling er dan uit?
Financieel rendement: _____ punten
Impact rendement: _____ punten
Hoe meet en weegt u impact van ondernemingen in uw portfolio in de praktijk?
3. Heeft u wel eens een investering teruggetrokken vanwege afnemende impact, ondanks goede financiële prestaties?
4. Hoe vaak komt het voor dat sociale ondernemingen in uw portfolio worstelen met het balanceren van impact en financiële duurzaamheid?
5. Heeft u voorbeelden gezien van 'mission drift' (verschuiving van sociale missie naar winstmaximalisatie) of 'revenue drift' (te veel focus op impact, te weinig op verdienmodel)?
6. Ziet u dit risico toenemen naarmate sociale ondernemingen opschalen? Hoe gaat u daar als investeerder mee om?