

Venture capital tijdens de financiële crisis

Goele Gijs

promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

UNIVERSITEIT HASSELT

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

Venture capital tijdens de financiële crisis

Masterproef voorgedragen tot het behalen van
de graad van master in de Toegepaste
Economische Wetenschappen: Accountancy en
Financiering

door: Goele GIJS

Promotor: Prof. dr. R. MERCKEN

2010

Woord vooraf

Deze masterproef, die bijdraagt tot het voltooien van mijn studie in de toegepaste economische wetenschappen, heeft me de mogelijkheid gegeven om wetenschappelijk een hedendaags thema te onderzoeken. Gedurende één jaar verdiepte ik me in de materie van venture capital en de huidige crisis. Deze masterproef bracht enerzijds de nodige uitdagingen en problemen met zich mee. Anderzijds leverde dit wel enorme voldoening op en kon ik mijn professionele netwerk uitbreiden.

Deze masterproef zou niet de vorm aangenomen hebben van dit huidige exemplaar zonder de hulp van een aantal personen. Mijn dankbetuiging gaat daarom allereerst uit naar mijn promotor Prof. dr. R. Mercken. Graag wens ik hem te bedanken voor zijn kritische visie op dit werk, zijn steun en advies. In het bijzonder wens ik ook Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, en Geert Gijssels te bedanken. Zij hebben me vanaf de start van dit onderzoek bijgestaan met informatie en praktijkervaring en hebben me contactgegevens aangebracht. Serge Prosman was bovendien ook bereid tot het verstrekken van een interview. Hun vlotte medewerking en bereidheid tot het vrijmaken van tijd stel ik erg op prijs. Ik richt ook een woord van dank aan Alexandra Mannaerts, investment manager bij de Limburgse Reconvertie Maatschappij, voor de medewerking aan de enquête en de bereidheid tot het verstrekken van een interview. Ook zou dit onderzoek geen resultaten opgeleverd hebben zonder de medewerking van alle venture capitalists die de enquête invulden. Voor ik startte met mijn onderzoek, brainstormde ik samen met Wim Gijss over een actueel, bedrijfseconomisch onderwerp. Dankzij hem heb ik een interessant onderzoeksdomein ontdekt waar ik me met plezier in verdiept heb. Een bijzonder woord van dank gaat uit naar Bart Verhaegen. Hij hielp me met het maken van een elektronische enquête, las deze masterproef met de nodige oplettendheid na en was bovendien ook mijn uitlaatklep. Tenslotte vormt dit dankwoord ook de gepaste gelegenheid om mijn ouders te bedanken voor de nodige emotionele en financiële steun gedurende de voorbij vier jaren dat ik studeerde aan de Universiteit Hasselt.

Samenvatting

België werd in 2008 getroffen door een financiële crisis. Deze crisis werd voelbaar door de banken en verzekeringsmaatschappijen die op hun grondvesten daverden en ontspoorde al snel in een stijgend aantal faillissementen en werkloosheid. Ook op de aandelenmarkt waren de gevolgen zichtbaar. De crisis trof vele bedrijven, maar mogelijk ook de venture capital industrie. Enerzijds zouden we dit kunnen denken omwille van de beperkte mogelijkheden tot exit en fondsenverwerving, maar anderzijds ook omwille van de dalende kapitaalkracht van de consumenten (Block & Sandner, 2009). Daar vele onderzoekers (Block & Sandner, 2009; Bruno & Tyebjee, 1985; Keuschnigg, 2004; Timmons & Bygrave, 1986; Manigart & Struyf, 1997; Keuschnigg, 2004) aangeven dat venture capital verschaffers een positieve en significante invloed hebben op de groei- en overlevingskansen van bedrijven, maar ook instaan voor werkgelegenheidscreatie, lijkt het interessant om ons te verdiepen in de mogelijke invloed die de crisis heeft op Belgische venture capital verschaffers. Dit leidde ons tot de volgende onderzoeksvraag: "Welke impact heeft de hedendaagse financiële crisis op venture capital investeringen in België?". Dit onderzoek richt zich dan ook vooral op de strategie en de mogelijke strategische veranderingen van deze venture capitalists. De strategie wordt doorheen dit onderzoek opgedeeld in de sector waarin geïnvesteerd wordt, de fase van investeren en de geografische ligging van de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt. De deelvragen zijn rond deze indeling dan ook opgebouwd.

Venture capital verschaffers investeren vooral in nieuwe, snel groeiende en hoogtechnologische bedrijven. Deze bedrijven kunnen vaak de middelen die ze verkrijgen van venture capitalists niet vinden bij traditionele middelenverschaffers. Het venture capital fonds kan geïnvesteerd worden in drie fases, die overeenstemmen met de ontwikkelingsfase van een bedrijf. De fases omvatten de seed stage, start-up stage, samen benoemd als early stage, en expansion stage. Asymmetrische informatie is evenzeer een fenomeen waarmee venture capitalists te kampen krijgen. Deze asymmetrische informatie samen met imperfecties op de kapitaalmarkt kunnen de nodige agencyproblemen teweeg brengen die zowel bestaan uit moral hazard als adverse selection.

Om zowel de centrale onderzoeksvraag alsook de deelvragen te beantwoorden, voerde dit onderzoek enerzijds een literatuurstudie uit en anderzijds een praktijkonderzoek. Aan de hand van een enquête werden 73 Belgische venture capitalists ondervraagd. Omwille van de onderzoeksfocus werden nog 35 venture capitalists met een autonoom investeringsbeleid opgenomen in de empirische analyse. Interviews met bevoorrechte getuigen brachten bijkomende inzichten teweeg. Ook een casestudie van een lokale venture capitalist genereert in dit empirisch onderzoek diepere informatie.

In het kader van het literair onderzoek werden de statistieken van de Belgische venture capital en private equity markt bestudeerd en geanalyseerd (BVA, 2009). Deze markt kende in België in 2008 investeringen voor een bedrag van 668 miljoen euro. Per segment betekent dit 202 miljoen euro en 193 deals voor venture capital, 141 miljoen euro en 18 deals voor groeikapitaal en 325 miljoen euro en 42 deals voor buy-outs, replacement en rescue of turnaround. Omwille van de financiële crisis zijn er in 2008 ten opzichte van het voorgaande jaar sterke verschillen waar te nemen naar de oorsprong van het fonds. Waar vroeger vooral banken en corporate investors investeerden in fondsen, zijn dit in 2008 de overheid en fondsen van fondsen. Ook de mogelijkheden tot exit zijn verkleind. In 2008 was de mogelijkheid tot IPO verdwenen omwille van de slechte condities op de aandelenmarkt. De cijfers van BVA (2009) geven daarnaast weer dat investeringen in later stage bedrijven in 2008 ten opzichte van het voorgaande jaar gestegen zijn, de seed- en start-up investeringen zijn ongeveer gelijk gebleven. De Europese literatuur (Deloitte & EVCA, 2009) zegt hierbij dat venture capitalists tijdens de financiële crisis hun strategie met betrekking tot fase van investeren voornamelijk zullen behouden of zullen verschuiven naar later stage. Amerikaans onderzoek dat zich specifiek richt op internet bedrijven geeft echter tegenstrijdige resultaten weer. In 2008 kenden vooral de sectoren gekend als lifesciences, computer and consumer electronics en energy and environment een sterke opleving. Vooral deze twee laatste sectoren kenden een sterke stijging in 2008 ten opzichte van het voorgaande jaar. Europees onderzoek (Deloitte & EVCA, 2009) geeft tenslotte aan dat venture capitalists hun investeringen in de volgende drie jaren wensen te doen stijgen in Azië (inclusief India).

Volgens BVA (2009) kan ondanks de financiële crisis er niet gezegd worden dat de Belgische venture capital industrie het in het algemeen slecht heeft gedaan. Ten opzichte van 2006 en 2007 kent de Belgische venture capital industrie een daling van 25 procent uitgedrukt in kapitaal, maar het aantal dossiers zijn ongeveer gelijk gebleven. Dit betekent dus een daling van het gemiddelde investeringsbedrag per dossier. Ook dit empirisch onderzoek, met een responsgraad van 34%, geeft geen indicaties aan van een sterke impact van de financiële crisis op venture capital. Alle hypothesen konden namelijk verworpen worden, wat impliceert dat venture capitalists niet de intentie hebben om plots hun strategie met betrekking tot de fase van investeren, de sector alsook de geografie te zullen veranderen in tijden van crisis. Meer specifiek geven de resultaten weer dat 100% van de respondenten hun strategie met betrekking tot fase van investeren hetzelfde wensen te behouden en 75% van de Belgische venture capitalists wensen niet te investeren in een andere sector omwille van de huidige crisis. Wel wordt de globale trend gevolgd die zegt dat er een stijging zal zijn van investeringen in de clean technology. Op dit vlak stemt de Belgische venture capital markt overeen met de Europese venture capital markt, maar deze laatste kent toch een sterkere verschuiving. Enerzijds kan dit verklaard worden door de praktische moeilijkheden die gepaard gaan met een strategische wijziging. Elke sector en fase van investeren vragen het management om de nodige kennis, expertise en ervaring. Omwille van deze specifieke competenties is het enorm moeilijk om een management team een andere strategische richting te laten varen. Anderzijds wordt bij de ontwikkeling van een fonds een voorafgaand te verwachten risicoprofiel vastgelegd. Er wordt niet verondersteld dat dit voorafgaand vastgesteld risicoprofiel zomaar kan wijzigen. Geografisch gezien investeren Belgische venture capitalists in de praktijk maar zeer weinig rechtstreeks in buitenlandse bedrijven. Onrechtstreeks is het wel zo dat Belgische bedrijven waarin venture capitalists in investeren groeipotentieel zien in India en China en dit potentieel benutten. Zo zullen Belgische venture capitalists onrechtstreeks investeren in het buitenland. Tenslotte ondervinden we wel dat venture capitalists voorzichtiger zijn geworden bij de screening van bedrijven en het opnemen van participaties in hun portefeuille.

Inhoudsopgave

| | |
|--|---------------|
| WOORD VOORAF | - 2 - |
| SAMENVATTING | - 3 - |
| INHOUDSOPGAVE | - 6 - |
| LIJST VAN FIGUREN | - 8 - |
| LIJST VAN TABELLEN | - 9 - |
| 1 PROBLEEMSTELLING | - 10 - |
| 1.1 PRAKTIJKPROBLEEM | - 10 - |
| 1.2 CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG EN DEELVRAGEN | - 13 - |
| 1.2.1 <i>Centrale onderzoeksvraag</i> | - 13 - |
| 1.2.2 <i>Deelvragen</i> | - 13 - |
| 1.2.3 <i>Onderzoeksopzet</i> | - 14 - |
| 2 WAT IS VENTURE CAPITAL? | - 16 - |
| 2.1 DEFINITIE | - 16 - |
| 2.2 DE ORGANISATIESTRUCTUUR, SECTOR EN FASE VAN INVESTEREN | - 16 - |
| 2.3 VENTURE CAPITAL EN TRADITIONELE FINANCIERINGSMIDDELEN | - 20 - |
| 2.4 VENTURE CAPITAL EN DE PECKING-ORDER-THEORIE | - 20 - |
| 2.5 VENTURE CAPITAL EN ASYMMETRISCHE INFORMATIE | - 21 - |
| 2.6 KRITISCHE REFLECTIE | - 24 - |
| 3 HET BESLISSINGSMODEL | - 27 - |
| 4 VENTURE CAPITAL EN DE FINANCIËLE CRISIS | - 31 - |
| 5 DE STRATEGIE VAN VENTURE CAPITAL VERSCHAFFERS EN DE FINANCIËLE CRISIS | - 34 - |
| 5.1 DE FASE VAN INVESTEREN | - 34 - |
| 5.1.1 <i>De fase van investeren voor de financiële crisis</i> | - 34 - |
| 5.1.2 <i>De fase van investeren tijdens de financiële crisis</i> | - 35 - |
| 5.2 DE SECTOR | - 37 - |
| 5.2.1 <i>De sector voor de financiële crisis</i> | - 37 - |
| 5.2.2 <i>De sector na de financiële crisis</i> | - 39 - |
| 5.3 GEOGRAFIE EN VENTURE CAPITAL | - 41 - |
| 5.3.1 <i>Geografie voor de financiële crisis</i> | - 41 - |
| 5.3.2 <i>Geografie na de financiële crisis</i> | - 42 - |
| 5.4 GEOGRAFIE EN FASE VAN INVESTEREN | - 44 - |
| 5.5 DE VOORDELEN VAN SPECIALISATIE | - 45 - |
| 6 FORMULERING VAN HYPOTHESES | - 46 - |
| 7 ONDERZOEKSPROCES | - 48 - |
| 7.1 DE POPULATIE EN HET STEEKPROEFKADER | - 48 - |
| 7.2 DE RESPONS | - 48 - |
| 7.3 HET PROCES | - 50 - |

| | | |
|-----------|--|---------------|
| 8 | ANALYSE VAN DE ONDERZOEKSRESULTATEN..... | - 55 - |
| 8.1 | EERSTE OBSERVATIE..... | - 55 - |
| 8.2 | DE FASE VAN INVESTEREN..... | - 57 - |
| 8.3 | DE SECTOR..... | - 59 - |
| 8.4 | GEOGRAFIE..... | - 61 - |
| 8.5 | COMBINATIE VAN VARIABELEN | - 63 - |
| 8.6 | ANALYSE VAN HET FONDS | - 63 - |
| 8.7 | STIMULERENDE FACTOREN | - 65 - |
| 9 | CASESTUDIE: DE LIMBURGSE RECONVERSIE MAATSCHAPPIJ (LRM)..... | - 66 - |
| 9.1 | INLEIDING..... | - 66 - |
| 9.2 | LRM EN DE CRISIS | - 66 - |
| 9.3 | LRM EN DE CRISIS: INTERVIEW | - 68 - |
| 9.4 | CONCLUSIE..... | - 71 - |
| 10 | CONCLUSIE..... | - 72 - |
| 11 | AANBEVELING VOOR TOEKOMSTIG ONDERZOEK | - 75 - |
| | LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN..... | - 76 - |
| | BIJLAGEN | - 83 - |
| | BIJLAGE 1: ELEKTRONISCHE ENQUÊTE VOOR VENTURE CAPITALISTS | - 83 - |
| | BIJLAGE 2: LIJST VAN INTERVIEWS | - 86 - |
| | BIJLAGE 3: ANALYSE VAN SPIN-OFFS | - 87 - |
| | BIJLAGE 4: ANALYSE VAN VENTURE CAPITALISTS MET OVERHEIDSINITIATIEF ZONDER AUTONOM INVESTERINGSBELEID..... | - 89 - |

Lijst van figuren

| | |
|--|--------|
| Figuur 2-1: De organisatiestructuur van venture capital investeringen (Smith & Smith, 2004). | - 17 - |
| Figuur 2-2: Fase van investeren (Van Sebroeck, 2000) | - 19 - |
| Figuur 4-1: Fondsenverwerving (BVA, 2009) | - 33 - |
| Figuur 5-1: Fase van financiering (Deloitte & EVCA, 2009) | - 36 - |
| Figuur 5-2: Sectoriële verdeling van venture capital investeringen in België in 2007 (EVCA, 2008) | - 39 - |
| Figuur 5-3: Geanticipeerde niveau van verandering van investering naar sector (Deloitte & EVCA, 2009) | - 40 - |
| Figuur 5-4: Sectoriële verdeling van venture capital investeringen in België in 2008 (BVA, 2009) | - 40 - |
| Figuur 5-5: Geanticipeerd niveau van verandering van investering naar geografie (Deloitte & EVCA, 2009) | - 43 - |
| Figuur 5-6: Geanticipeerde niveau van investeren in Europa (inclusief Verenigd Koninkrijk) (Deloitte & EVCA, 2009) | - 44 - |
| Figuur 8-1: Assets under management | - 55 - |
| Figuur 8-2: Level of investment in terms of capital | - 56 - |
| Figuur 8-3: De opinie over het economische klimaat | - 57 - |
| Figuur 8-4: Invloed van de crisis op de strategie van venture capitalists – fase van investeren | - 58 - |
| Figuur 8-5: Invloed van de crisis op de strategie van venture capitalists – sector 1 | - 60 - |
| Figuur 8-6: Invloed van de crisis op de strategie van venture capitalists – sector 2 | - 61 - |
| Figuur 8-7: De verwachte grootte van het fonds ten opzichte van het huidige fonds | - 64 - |
| Figuur 8-8: Aantal limited partners gevestigd in het buitenland | - 64 - |

Lijst van tabellen

| | |
|---|--------|
| Tabel 5-1: Fase van investeren in België (EVCA, 2008) | - 34 - |
| Tabel 5-2: Sectoriële verdeling van investeringen in België (EVCA, 2008)..... | - 38 - |
| Tabel 5-3: Geografie en venture capital (EVCA, 2009)..... | - 42 - |
| Tabel 7-1: Belgische venture capitalists..... | - 52 - |

1 Probleemstelling

1.1 *Praktijkprobleem*

Op basis van voorgaand onderzoek (Block & Sandner, 2009; Bruno & Tyebjee, 1985; Keuschnigg, 2004; Timmons & Bygrave, 1986; Manigart & Struyf, 1997; Keuschnigg, 2004) kan gesteld worden dat venture capital een belangrijke bijdrage tot groei en het overleven van tal van ondernemingen levert. Manigart en Struyf (1997) hebben onderzoek verricht naar de financiering van hoogtechnologische opstartende bedrijven in België. Volgens deze onderzoekers is venture capital een belangrijke bron van financiering van bedrijven die zich bevinden in de early stage. Bedrijven die venture capital financiering ontvingen, kenden een positievere invloed op hun groei en ook hun verkopen stegen sterker in vergelijking met bedrijven die geen venture capital financiering ontvingen. Ook Bruno en Tyebjee (1985) hebben eerder zulke bevindingen gevonden voor de Amerikaanse markt. Block en Sandner (2009) tonen de relatie aan tussen venture capital en de economische ontwikkeling en groei van een land. Hun onderzoek toont aan dat venture capital investeringen een positieve impact hebben op de groei van het bedrijf, de technologische ontwikkeling en de evolutie van innovatieve industrieën. Ook onderzoeken van Timmons en Bygrave (1986) en Keuschnigg (2004) komen tot dezelfde bevindingen. Volgens deze laatste onderzoeker zullen jonge bedrijven die gefinancierd worden met venture capital sneller groeien, meer waarde creëren en zorgen voor meer werkgelegenheid.

De European Venture Capital Association, EVCA, is doorheen de jaren uitgegroeid tot een belangrijke informatiebron betreffende venture capital en private equity. Sinds de oprichting in 1984 houdt de associatie zich bezig met het verzamelen van data en het coördineren van onderzoek. In 2002 werd een paper gepubliceerd betreffende het onderzoek naar de economische en sociale impact van venture capital in Europa. Deze pan-Europese studie werd in opdracht van de European Venture Capital Association [EVCA] (2002) uitgevoerd door de Nottingham University Business School met de ondersteuning van Europe Unlimited. Het onderzoek werd uitgevoerd in de periode januari tot en met maart 2002 op basis van een steekproef van Europese bedrijven die tussen 1995 en 2001 te maken kregen met venture capital investeringen. In het onderzoek werden een aantal opmerkelijke feiten vastgesteld. Allereerst wordt gezegd dat 95% van de

bedrijven die meewerkten aan het onderzoek niet konden bestaan of een tragere groei zouden kennen zonder de investering van venture capital, 60% van de deelnemende bedrijven zouden zelfs niet meer bestaan zonder de ondersteuning van venture capital. Tenslotte zou ten gevolge van de investeringen van venture capital gemiddeld 46 nieuwe jobs worden gecreëerd in elk bedrijf meewerkend aan het onderzoek. Volgens deze resultaten zijn venture capital investeringen een cruciale input voor bedrijven betreffende overlevingskansen, succes en werkgelegenheid.

Sinds september 2008 hebben we wereldwijd te maken gekregen met een financiële crisis. Nadat het faillissement van Lehman Brothers werd aangekondigd, kreeg ook American International Group, een Amerikaanse verzekeringsmaatschappij, te kampen met liquiditeitsproblemen. Vele andere financiële instellingen ter wereld werden zo op hun beurt getroffen. België was een land dat zwaar getroffen werd. De banken Fortis, Dexia, KBC en Ethias daverden op hun grondvesten. Overheidssteun was noodzakelijk om banken financieel te ondersteunen en het spaargeld te beschermen ("Lessen uit de financiële crisis", 2009). Aandelenprijzen daalden sterk en dit was het begin van een recessie. Wat dus eerst een financiële crisis was, werd al snel een economische crisis. Vele werknemers verloren hun job of lopen het risico deze in de toekomst te verliezen. Gevestigde bedrijven gingen failliet of staan op de rand van een faillissement. We kunnen hier bijvoorbeeld denken aan de getroffen automobieliindustrie (Belga, 2009), de 1500 banen die geschrapt werden bij Dexia ("Dexia schrapt wereldwijd 1500 banen in drie jaar", 2009), de tijdelijke sluiting van de productieafdeling van de Nyrstar fabriek in Balen (Sertyn, 2009) ... Maar ook jonge bedrijven die zich in de early stage fase bevinden zijn kwetsbaar.

De financiële crisis kan volgens Block en Sandner (2009) een zekere invloed hebben op venture capital omwille van drie redenen. Allereerst zullen venture capitalists moeilijkheden kennen bij het vinden van investeerders. Investeerders in venture capital fondsen zijn vaak grote institutionele investeerders, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en grote banken. Deze twee laatste instanties zijn echter zwaar getroffen door de financiële crisis waardoor ze mogelijk minder de intentie hebben om te investeren in risicovolle venture capital fondsen. Vervolgens kan de lage activiteit op de IPO markt en de gedaalde aandelenprijzen leiden tot een mogelijk exit probleem. Tenslotte is de economische crisis uitgedomd in een recessie. Dit betekent dat bedrijven waarin

venture capitalists investeren vaak ook te kampen krijgen met lage opbrengsten. Consumenten beschikken namelijk over minder middelen waardoor ze hun aankopen uitstellen. Dit zet druk op de verkopen van het bedrijf wat vaak leidt tot een lagere waardering van het bedrijf. Het rendement zal voor venture capitalists mogelijk dalen. Een treffend voorbeeld hiervan is Silicon Valley. In Silicon Valley voelen innovatieve ondernemingen de gevolgen van de crisis. Venture capital verschaffers die investeren in Silicon Valley worden zo op hun beurt getroffen en zien hun rendement dalen. Dit is slechts een voorbeeld van hoe de crisis iedereen ter wereld treft (Lacy, 2008).

Anderzijds wordt aangegeven dat bepaalde geografische markten en sectoren nog steeds aantrekkelijk zijn voor investeringen van venture capitalists. Zelfs tijdens een zware financiële crisis zullen bepaalde bedrijven nog kunnen genieten van venture capital investeringen (Tice, 2009).

Indien venture capitalists werkelijk door de financiële crisis niet meer de intentie zouden hebben om te investeren, kunnen er problemen ontstaan voor onze economie. Concreet betekent dit dat indien er minder venture capital investeringen zijn, er mogelijk ook minder bedrijven zijn die kunnen bestaan en overleven. Ook de ontwikkeling van innovatieve producten en diensten kan dalen door gebrek aan middelen. Door minder investeringen zal de werkgelegenheidscreatie ook wegvallen. Minder bedrijven die kunnen overleven en minder werkgelegenheid door gebrek aan venture capital investeringen, kan mogelijk leiden tot een verergering van de crisis. Op deze manier komt de economie in een vicieuze cirkel terecht. Dit lijkt een te pessimistische interpretatie. We kunnen kritisch de vraag stellen of venture capitalists werkelijk minder gaan investeren, dan wel dat er eerder sprake kan zijn van een verschuiving van de investeringen waardoor evenzeer de economische activiteiten mee verschuiven.

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

Welke impact heeft de hedendaagse financiële crisis op venture capital investeringen in België?

1.2.2 Deelvragen

Wijzigen venture capitalists hun strategie met betrekking tot investeren in tijden van de hedendaagse crisis?

Welke bedrijven of sectoren zijn vandaag de dag aantrekkelijk om in te investeren door venture capitalists?

Zal er een geografische verschuiving optreden betreffende venture capital investeringen in tijden van de hedendaagse crisis?

Deze masterproef zal een bijdrage leveren zowel voor de overheid, bedrijven die behoefte hebben aan risicokapitaal als ook venture capital verschaffers.

Dit onderzoek kan bijdragen tot de bewustmaking van beleidsmakers en politici van de impact die de financiële crisis heeft op venture capital investeringen. De studie uitgevoerd door de Nottingham University Business School met ondersteuning van Europe Unlimited in opdracht van EVCA (2002) toont bijvoorbeeld aan dat venture capital investeringen een sterke sociale en economische invloed hebben in Europa. Het is voor de overheid dan ook belangrijk om te kijken in welke mate ze zelf invloed heeft op venture capital investeringen en of ze in tijden van crisis op dat terrein bijkomende maatregelen dient te treffen om de economie te beschermen of te ondersteunen.

Venture capitalists investeren voornamelijk in nieuwe of snel groeiende bedrijven die zich bevinden in een hoogtechnologische sector. Investeringen in deze bedrijven zijn tamelijk illiquide. Het risico bij participatie is groot. Daarom kunnen deze bedrijven vaak niet rekenen op input van klassieke financieringsvormen. De financiële input waar ze naar op zoek zijn, kunnen ze soms wel vinden bij venture capital verschaffers. Het is voor deze bedrijven dan ook belangrijk om te weten of deze vorm van financiering vandaag de dag nog beschikbaar blijft. Ook is het belangrijk om te weten of

er veranderingen zijn in de strategie van de venture capital verschaffers: zoeken zij naar bepaalde ondernemingen met een specifiek business model of; richten ze zich slechts op bepaalde sectoren, landen e. d.; is hun exit-strategie veranderd?

Tenslotte hebben venture capitalists, na het lezen van deze studie, de mogelijkheid om zich te positioneren binnen de venture capital industrie en zich te vergelijken met deze markt.

Er is reeds beperkt onderzoek verricht naar de invloed van de financiële crisis op venture capital (Block en Sandner, 2009, Deloitte en EVCA, 2009). Block en Sandner (2009) vinden dat er momenteel te weinig onderzoek is verricht naar de invloed van de crisis op venture capital en dat dit een tekort in de wetenschappelijke literatuur is. Wij baseren ons vooral op de studie van Deloitte en EVCA, gevoerd over heel Europa. België is daarin niet significant vertegenwoordigd en daardoor kan deze studie niet veralgemeend worden naar België. Deze resultaten zijn wel een goede vergelijkingsbasis.

1.2.3 Onderzoekopzet

Dit tweeledig onderzoek zal bestaan uit een literatuurstudie en een praktijkstudie (empirisch onderzoek). De literatuurstudie beoogt een samenhangend geheel op te bouwen op basis van bestaande literatuur. De informatie zal verkregen worden uit secundaire data, die zowel bestaat uit boeken, onderzoeksrapporten, websites als wetenschappelijke artikelen. Deze literatuur zal geraadpleegd worden via de vele zoekmachines en databanken die ter beschikking zijn aan de Universiteit Hasselt. We denken hierbij aan Bronco, EJS, Antilope, AtoZ, EBSCOhost, Google Scholar ... Vervolgens zal het tweede deel van het onderzoek zich concentreren op de praktijk. Er wordt hierbij gebruik gemaakt van primaire data. Deze data worden bekomen door het afnemen van enquêtes en het interviewen van bevoorrechte getuigen. Voor het verkennend onderzoek zijn volgende bedrijven en organisaties gecontacteerd: Deloitte, EVCA, Belgian Venture Capital & Private Equity Association [BVA] en de Limburgse Reconversie Maatschappij [LRM]. Dit laatste bedrijf werd ook bereid gevonden tot een meer diepgaande casestudie. Rekening houdende met de specifieke Belgische situatie denken wij namelijk dat het nuttig is om naast de enquête ook een casestudie uit te werken van een lokale venture capitalist.

Meer gedetailleerde informatie over de praktijkstudie en de aanpak van deze praktijkstudie kan u terugvinden in hoofdstuk 7: Het onderzoeksproces.

Dit onderzoek concentreert zich op de Belgische venture capital markt, maar heeft ook aandacht voor Europa als mogelijke vergelijkingsbasis.

2 Wat is venture capital?

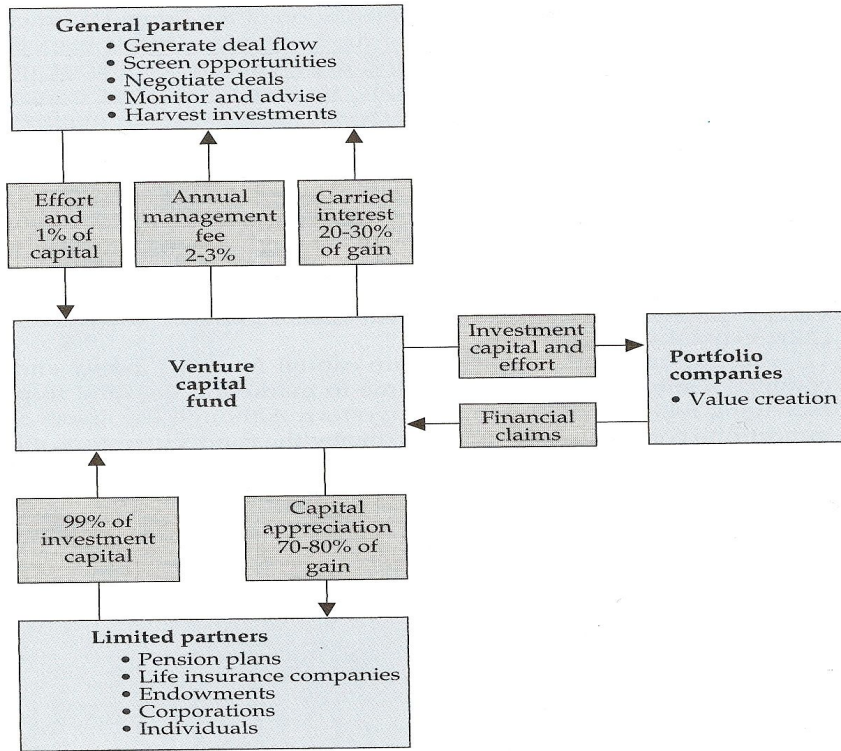
2.1 Definitie

Uit wetenschappelijke literatuur blijkt dat er geen eenduidige, strikte definitie bestaat van venture capital. Toch proberen onderzoekers het begrip te duiden. Amit, Brander & Zott (1998) beschrijven venture capital verschaffers als bedrijven die private, ondernemende bedrijven voorzien van kapitaal, leningen of hybride financieringsvormen vaak gekoppeld aan management expertise. Wright en Robbie (1998) definiëren venture capital als lange termijn investeringen met een hoog risico die door professionele investeerders worden verschaft in nieuwe bedrijven en waarbij de investeerder rendement zal verkrijgen door een eventuele kapitaalwinst, verhoogd met dividend yield.

EVCA definieert venture capital als: "Professioneel equity dat medegeïnvesteed wordt met de ondernemer in startende ondernemingen (seed en start-up) of groeiondernemingen. Het hoge risico dat de investeerder neemt, wordt verantwoord door de hoger dan gemiddelde return op de investering. Venture capital is een onderdeel van private equity investeringen." Volgens Cetindamar (2003) zijn private equity investeringen, investeringen van organisaties (bedrijven) of welvarende individuen in zowel beursgenoteerde als private ondernemingen. Dit soort investeerders zijn sterk betrokken bij het management van hun portfolio, zeker in vergelijking met traditionele financieringsvormen. Een venture capitalist is dus iemand die verantwoordelijk is voor het management van een "private equity fund" en die dit fonds investeert in een bepaalde portfolio van bedrijven. De venture capitalist brengt niet enkel financiële middelen in, maar ook een extreem waardeerbare kennis, bedrijfscontacten, brand-equity, strategisch advies etc (EVCA, 2008).

2.2 De organisatiestructuur, sector en fase van investeren

De organisatiestructuur is opgebouwd rond een venture capital fonds, een general partner, een limited partner en portfolio bedrijven. Figuur 2-1 geeft een overzicht weer van de organisatiestructuur van venture capital investeringen (Smith & Smith, 2004).



Figuur 2-1: De organisatiestructuur van venture capital investeringen (Smith & Smith, 2004)

Venture capital bedrijven investeren een venture capital fonds in een bepaalde portfolio van bedrijven. Een venture capitalist, of "general partner", controleert de activiteiten en is verantwoordelijk voor het management van dit fonds. De general partner zal dus zowel instaan voor het geven van advies en ondersteuning aan de bedrijven die zich in de portfolio bevinden met het doel waarde te creëren, als het zoeken naar kapitaal voor het venture capital fonds. Typisch zal één procent van het kapitaal van de venture capitalist geïnvesteerd worden in het fonds door het aankopen van aandelen of intekenen op converteerbare obligatieleningen of achtergestelde leningen. Hiertegenover wordt een vergoeding geplaatst van twee tot drie procent managementloon en twintig tot dertig procent van het rendement van de investering. Vaak zal de venture capitalist ook deel uitmaken van de Raad van Bestuur van de portfolio ondernemingen. "Limited partners" zoals individuen, bedrijven, dotaties, banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen verstrekken de overige 99 procent van het kapitaal aan het venture capital fonds.

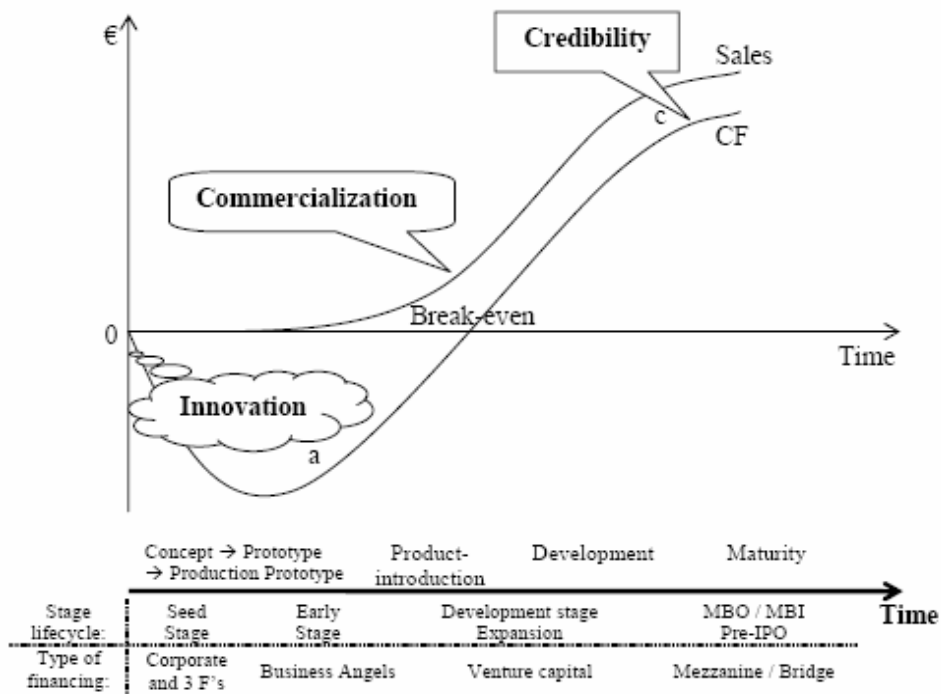
Limited partners worden met 70 tot 80 procent van het rendement van de investering vergoed (Smith & Smith, 2004). Het rendement van de investering wordt behaald door de verkoop van de participatie op een termijn van vijf tot tien jaar. Dit betekent dat een rendement zal gevormd worden door een meerwaarde die gerealiseerd wordt op de aandelen. Deze manier van "exit" kan gebeuren in de vorm van "harvest investment" namelijk via beursintroductie (IPO), via verkoop aan een industriële partner of via verkoop aan het management of aan bestaande aandeelhouders (Laveren, Engelen, Limère & Vandemaele, 2004).

De bedrijven die zich in de zorgvuldig samengestelde portfolio bevinden, zijn vaak nieuwe of snel groeiende bedrijven. Deze bedrijven worden vaak gekenmerkt door hun hoog technologische werking. (Smith & Smith, 2004) Bedrijven die zich bevinden in de technologische sector worden omschreven als bedrijven waarvan de producten of diensten sterk afhankelijk zijn van de toepassing van wetenschappelijke of technologische kennis, of anders gezegd bedrijven waarvan de activiteiten een significante technologische component bevatten die de belangrijkste bron van competitief voordeel is (Bozkaya & Van Pottelsberghe De La Potterie, 2008).

Het venture capital fonds kan geïnvesteerd worden in drie fases van de ontwikkeling van de onderneming, namelijk de seed, start-up en expansion fase. Deze fases van investering vertegenwoordigen ook de fase van ontwikkeling van het bedrijf waarin geïnvesteerd wordt. Eerst en vooral zijn er bedrijven die zich bevinden in de seed fase (zaaifase). Deze bedrijven gebruiken de geïnvesteerde middelen voor onderzoek, inschatting en ontwikkeling van een initieel concept. Ook zullen deze middelen gebruikt worden voor de ondersteuning van het onderzoek naar het commerciële potentieel van het concept (Cetindamar, 2003). Volgens Van Sebroeck (2000) wordt dit venture kapitaal meestal aangebracht door de eigen middelen van de ondernemer of door zogenaamde 3F's (friends, family en fools) of soms door business angels. Bedrijven die zich situeren in de start-up fase zijn bedrijven die in oprichting zijn of recent zijn opgericht, maar die hun producten of diensten nog niet commercieel hebben verkocht. Deze bedrijven maken zich klaar voor de productie, voor de verkoop en voor de markt van het product. Vaak worden de term early stage investeringen of startende ondernemingen gebruikt wanneer men spreekt over bedrijven die zich bevinden in de seed en start-up fase. Bedrijven in de expansion fase of

groeiondernemingen zullen de investeringsmiddelen gebruiken voor de groei en uitbreiding van het bedrijf, wat wel of niet kan leiden tot break even of winstgevendheid. Kapitaal kan gebruikt worden voor de financiering van de productiecapaciteit of de distributiecapaciteit, de markt- of productontwikkeling of het voorzien van bijkomend werkkapitaal (Cetindamar, 2003).

Mayer (2002) maakt een ander onderscheid met betrekking tot de laatste fase. Hij onderscheidde de fases van investering in vier fases, namelijk de seed fase, de start-up fase, de early growth fase en de development of expansion fase. De eerste twee fases hebben dezelfde betekenis zoals Cetindamar (2003) dit aangeeft. De early growth fase wordt gedefinieerd als de fase waarin het bedrijf uitbreidt en produceert, maar mogelijk verlieslatend blijft. Het bedrijf is meestal minder dan vijf jaar oud in deze fase. In deze (Amerikaanse) typologie wordt ervan uitgegaan dat gedurende de vierde fase van expansie of ontwikkeling, het bedrijf zich op de beurs zal laten noteren na zes maanden of een jaar. Figuur 2-3 geeft een overzicht van de fases van investeren volgens Van Sebreeck (2000). Venture capitalists bekeken vanuit een eng invalshoek investeren vanaf punt a en desinvesteren vanaf punt c.



Figuur 2-2: Fase van investeren (Van Sebreeck, 2000)

Venture capital verstrekkers kunnen onderling verdeeld worden in twee soorten, namelijk de algemene of "generalist" investeerders en de specifieke of "specialist" investeerders. Een algemene venture capitalist investeert in verschillende sectoren, verschillende geografische gebieden en in verschillende fases waarin het bedrijf zich bevindt. Daarentegen investeren specifieke investeerders in één bepaalde sector, geografisch gebied of fase (Van Sebroeck, 2000).

2.3 Venture capital en traditionele financieringsmiddelen

Venture capital investeringen kunnen op een aantal vlakken vergeleken worden met traditionele financieringsmiddelen. De verschillen tussen deze financieringsvormen worden door Wright en Robbie (1998) beschreven. Allereerst investeren venture capitalists in niet-beursgenoteerde bedrijven, waarbij de verhandelbaarheid van aandelen gekenmerkt wordt als illiquide. Traditionele investeerders opereren vaak op een markt die liquide is. Ten tweede zijn venture capital verstrekkers actief en direct betrokken bij het management van de onderneming waarin ze hebben geïnvesteerd. Traditionele investeerders zullen een veel beperktere rol spelen in het bedrijf waarin ze investeren. Ze zullen vaak slechts indirect en passief aanwezig zijn. Ten derde is de rol van de markt voor corporate control laag, terwijl deze bij de traditionele investeerders hoog is. Ten vierde zullen venture capitalists beredeneerde en afgewogen beslissingen nemen vooraleer te investeren. In vergelijking met traditionele investeerders, zullen ze dus meerdere fases doorlopen alvorens over te gaan tot investeren. Tenslotte verschillen venture capital verschaffers en traditionele investeerders sterk op het vlak van beschikbaarheid van informatie. Venture capitalists hebben vaak beperkte toegang tot informatie die bovendien moeilijk beschikbaar en verspreid is. Beursinformatie is logischerwijze niet ter beschikking. Dit verklaart voor een deel waarom venture capitalists een actieve en directe rol spelen in de bedrijven waarin ze investeren.

2.4 Venture capital en de pecking-order-theorie

Myers en Majluf (1984) liggen aan de oorsprong van de pecking-order-theorie. Deze theorie geeft aan dat er drie belangrijke vormen zijn van financiering. Deze vormen van financiering zijn

financiering met interne middelen, financiering met vreemd vermogen met beperkt of hoog risico en tenslotte financiering met nieuw eigen vermogen. Bedrijven hebben een voorkeur om zich eerst te financieren met interne middelen. De capaciteit van deze financiering is afhankelijk van het resultaat van de onderneming en de dividendpolitiek. Indien weinig dividenden worden uitgekeerd, zal het bedrijf het geboekte resultaat opnieuw in zichzelf kunnen investeren (Manigart & Ooghe, 1997). Indien interne middelen ontoereikend zijn, zullen bedrijven zich financieren met vreemd vermogen, waarbij vreemd vermogen met een beperkt risico de voorkeur krijgt. Tenslotte zullen bedrijven zich financieren met nieuw eigen vermogen. Jonge, startende bedrijven hebben vaak negatieve cash flows en kunnen nog geen stabiliteit en continuïteit verzekeren. Deze bedrijven hebben geen interne middelen en kunnen moeilijk beroep doen op financiering met vreemd vermogen en zijn daarom aangewezen op nieuw eigen vermogen. Dit zal gebeuren in de vorm van venture capital. Ook grote bedrijven die financiering zoeken voor nieuwe investeringen of voor bijvoorbeeld een management buy-out kunnen aanspraak maken op venture capital financiering (Van Sebreeck, 2000).

2.5 *Venture capital en asymmetrische informatie*

De theorie van Modigliani en Miller (1958) legt het principe van asymmetrische informatie uit. Managers hebben meer kennis over de toekomstperspectieven van het bedrijf betreffende winst, risico en waarde dan externe partijen, waaronder investeerders. In de venture capital industrie hebben bedrijfsleiders vooral meer informatie over het project, de gebruikte technologieën, de toekomstplannen ... Asymmetrische informatie wordt groter wanneer het om startende bedrijven gaat of wanneer nieuwe producten worden geproduceerd en de toekomst onvoorspelbaar is. Asymmetrische informatie en imperfecties op de kapitaalmarkt doen agency conflicten ontstaan tussen de principaal (venture capitalist) en de agent (ondernemer).

Het agency model is opgebouwd rond een agent en een principaal waarbij de agent, het bedrijf dat nood heeft aan financiering, de doelstelling van de principaal, de venture capital verstrekker, zal nastreven. Er bestaat het risico dat ze elk hun eigen doelstellingen zullen nastreven en een verschillende risicoperceptie hebben. Deze theorie wordt ontwikkeld vanuit de veronderstelling dat

elk individu zijn eigen nut zal maximaliseren en mogelijk opportunistisch gedrag zal vertonen. Vanuit deze agencyproblematiek kan enerzijds moral hazard ontstaan en anderzijds adverse selection. Moral hazard omvat het fenomeen waarbij de agent zijn eigen zelfverrijkende doelen zal nastreven. In de venture capital industrie betekent dit het risico dat de agent kan proberen om de informatie te verdraaien om schijnbaar aan de wensen van de principaal te voldoen. De principaal is namelijk bij ongewenste veranderingen in het project mogelijk in staat om zijn investering in te trekken. De agent kan trachten om de principaal enkel die informatie te geven of voor te liegen die positief en bevorderlijk is om de investering niet te verliezen (Bergemann & Hege, 1998). Adverse selection heeft te maken met het feit dat een partij de kwaliteit of waarde van projecten (goederen) van een andere partij niet juist kan waarderen. Door een gebrek aan kennis zal goede kwaliteit ondergewaardeerd worden en slechte kwaliteit overgewaardeerd worden, waardoor een prijs gezet zal worden die overeenstemt met een gemiddelde kwaliteit. Aanbieders van goede kwaliteit zullen de markt verlaten omwille van de slechte prijs die ze op de markt krijgen. Dit maakt dat enkel aanbieders van slechte kwaliteit zullen overblijven. Venture capitalists kunnen dit na verloop van tijd doorgronden, waardoor de kapitaalmarkt in kan storten. Adverse selection wordt vaak geïllustreerd door gebruik te maken van de automobieliindustrie als voorbeeld (Akerlof, 1970; Amit et al., 1998).

Wright en Robbie (1998) verklaren dat het grootste verschil tussen venture capital financiering en andere vormen van financiering misschien wel het probleem van asymmetrische informatie is en de problemen die hier uit voort rijzen. Venture capitalists opereren vooral in markten waar asymmetrische informatie significant is. Venture capital investeringen worden voornamelijk verricht in niet-beursgenoteerde, hoog technologische bedrijven. Deze bedrijven beschikken vaak over gespecialiseerde activa of activa die moeilijk verhandelbaar zijn. Het probleem van asymmetrische informatie is ook groter in jonge, startende bedrijven. Dit maakt dat venture capital verschaffers veel aandacht moeten besteden aan de screening, due diligence en het contracteren van bedrijven om zo het probleem van asymmetrische informatie te beperken. Dit brengt de nodige transactiekosten met zich mee. Ook zorgt asymmetrische informatie ervoor dat venture capital verstrekkers veel belang hechten aan een functie in de Raad van Bestuur. Op deze manier kunnen venture capital verschaffers mee interveniëren in de werking van het bedrijf en

kunnen ze het risico van asymmetrische informatie doen dalen. Een combinatie van asymmetrische informatie, onzekerheid en hoge transactiekosten zorgt ervoor dat early stage investeringen minder voorkomen in hoogtechnologische bedrijven (Bozkaya & Van Pottelsberghe De La Potterie, 2008). Venture capitalists kunnen door hun expertise het probleem van asymmetrische informatie weliswaar beperken, maar we dienen op te merken dat dit voordeel vooral geldt voor later stage investeringen (Amit et al., 1998). Een andere manier om het agencyprobleem te beperken, is "staged investment" of "fasering", wat betekent dat venture capital verschaffers de financiële middelen in stappen zullen verschaffen en gecontroleerd evaluaties en ondersteuning zullen uitvoeren. Een andere mogelijkheid om het probleem van moral hazard te beperken, is een actieve betrokkenheid van de venture capital verschaffer in het bedrijf. De investeerder zal zich niet enkel beperken tot advies in de aandeelhoudersvergadering, maar zal actief bijdragen tot waardecreatie en ondersteuning van het management (Amit et al., 1998).

Asymmetrische informatie heeft niet enkel een invloed op de strategie van de venture capital verstrekkers, ook heeft dit een impact op de exit mogelijkheden. De venture capitalist wenst na verloop van tijd een rendement te genereren. Dit kan hij doen door de verkoop van zijn aandelen nadat het bedrijf gelanceerd is op de beurs. Wanneer echter asymmetrische informatie een significante invloed heeft, zal het moeilijker zijn om de aandelen te verkopen op de beurs. Deze markt krijgt namelijk ook te maken met agencyproblemen. Beleggers, die vaak een beperkte kennis hebben over de nodige informatie, zullen evenzeer het risico op agencyproblemen proberen te beperken en minder geneigd zijn om de aandelen te kopen. Dit heeft tot gevolg dat het rendement vooral behaald wordt door verkoop aan partijen die wel de nodige informatie bezitten. Dit kan enerzijds door verkoop aan het huidige management, een zogenaamde management-buy-out, en anderzijds door verkoop aan een ander bedrijf in dezelfde industrie als het bedrijf waarin de venture capitalist heeft geïnvesteerd. Uit de praktijk blijkt dat venture capitalists toch de exit mogelijkheid van IPO benutten. Dit betreft dan vooral bedrijven die zeer goed presteren (Amit et al., 1998).

2.6 Kritische reflectie

Block en Sandner (2009) geven aan dat een gebrek aan venture capital investeringen een negatieve invloed zal hebben op de economische ontwikkeling en groei. Ze beweren dat venture capital investeringen een positieve impact hebben op de groei van het bedrijf, de technologische ontwikkeling en de evolutie van innovatieve industrieën. Keuschniggs (2004) onderzoek sluit aan bij deze beweringen. Dit onderzoek beweert dat jonge bedrijven gesteund door venture capital sneller zullen groeien, en meer waarde en werkgelegenheid zullen creëren in vergelijking met andere startende bedrijven. Ook het onderzoek van Timmons en Bygrave (1986), Manigart en Struyf (1997) en Bruno en Tyebjee (1985) levert dezelfde conclusies. Ook de pan-Europese studie die in opdracht van EVCA (2002) werd uitgevoerd door Nottingham University Business School met de ondersteuning van Europe Unlimited toonde aan dat venture capital een belangrijke rol speelt in de Europese economie. De studie toonde aan dat 95% van de bedrijven die meewerkten aan het onderzoek niet konden bestaan of een tragere groei zouden kennen zonder de investering van venture capital. Zestig procent van de deelnemende bedrijven zouden mogelijk niet meer bestaan zonder de ondersteuning van venture capital. Ook zouden gemiddeld 46 nieuwe jobs gecreëerd worden bij elk bedrijf dat venture capital investeringen ontving. Deze studie toont aan dat venture capital een belangrijke invloed heeft op de overlevingskansen en groeimogelijkheden van bedrijven.

Een Belgisch onderzoek uitgevoerd door Manigart, Baeyens en Van Hypfte (2002) rapporteerde tegenstrijdige beweringen. In dit onderzoek werd er een vergelijkende studie gemaakt tussen 565 Belgische bedrijven die venture capital investeringen ontvingen en 565 Belgische bedrijven die geen venture capital investeringen ontvingen. In hun onderzoek stelden ze twee belangrijke hypothesen op. De eerste hypothese luidde: "Bedrijven die venture capital investeringen ontvingen hebben een hogere kans op overleving dan bedrijven die geen venture capital investeringen ontvingen." De tweede hypothese luidde: "Bedrijven die financiering hebben ontvangen van captive venture capital bedrijven hebben een lagere kans op overleving dan bedrijven die financiering hebben ontvangen van independent venture capital bedrijven". Captive venture capital bedrijven zijn bedrijven die gefinancierd worden met overheidsfondsen, terwijl independent, of onafhankelijke, venture capital bedrijven bedrijven zijn die gefinancierd worden met private

fondsen. Uit de onderzoeksresultaten werd bekomen dat de eerste hypothese verworpen kon worden. Deze onderzoekers geven hier drie mogelijke verklaringen voor. Ten eerste zeggen ze dat bedrijven met de beste projecten andere financieringsmogelijkheden vinden die goedkoper zijn. Dit betekent dat enkel de tweedebeste projecten aankloppen voor venture capital financiering. Bedrijven die dus geen middelen ontvangen van venture capitalists zullen daarom niet sneller falen dan bedrijven die deze middelen wel ontvangen. Ten tweede streven volgens hen venture capitalists naar het bereiken van een hoger dan gemiddelde return op de volledige portefeuille. Venture capitalists nemen dus het risico op faillissement van enkele bedrijven uit de portefeuille erbij, zolang de return op de portefeuille hoog blijft. Meer riskante projecten hebben uiteraard een hogere faalkans. Ten derde willen venture capitalists hun tijd duurzaam besteden. Ze alloceren hun tijd vooral naar goed presterende bedrijven en omzeilen de minder presterende "living dead" bedrijven. Living dead bedrijven zijn bedrijven die een grote waarschijnlijkheid hebben om te overleven, maar die tijdelijk niet in staat zijn om een veelbelovende return te genereren. Deze bedrijven worden door de venture capitalists ontweken, waardoor ze mogelijk tot liquidatie kunnen overgaan, om zich te kunnen concentreren op de meest presterende bedrijven. Een eenduidig antwoord op de tweede hypothese of weerlegging van deze kon met dit onderzoek niet gemaakt worden. Hiervoor is deze hypothese volgens de onderzoekers te complex. Toch worden door Manigart et al. (2002) een aantal andere opmerkelijke feiten geconcludeerd. Bedrijven die financiering hebben ontvangen van GIMV of SRIW hebben een hogere kans op overleving dan wanneer ze financiering hadden ontvangen van venture capitalists gefinancierd met private fondsen. Voor bedrijven die financiering hebben ontvangen van GIMV geldt dat ze een hogere kans hebben op overleving zowel in vergelijking met bedrijven gefinancierd door venture capitalists met private fondsen als met publieke fondsen. Volgens de onderzoekers is dit te wijten aan het feit dat GIMV en SRIW al een leereffect hebben kunnen opbouwen, een zekere reputatie hebben en omdat ze ook investeren in minder risicovolle bedrijven. Het is volgens de onderzoekers vooral belangrijk om te kijken welke venture capitalists bedrijven financieren en niet of een bedrijf al dan niet gefinancierd wordt door venture capital.

Bottazzi en Da Rin (2002) beweren in dit opzicht dat venture capital investeringen sterk bijdragen tot de ontwikkeling van bedrijven die innovatieve projecten uitwerken. Venture capital zou volgens

hen innovatie stimuleren. Hiertegenover staat dat bedrijven die venture capital financiering ontvangen, volgens hen niet sneller groeien of werkgelegenheid creëren dan bedrijven die niet gefinancierd worden door venture capital. De steekproef is hier getrokken uit bedrijven die genoteerd zijn op Euro.nm. Bedrijven die gefinancierd worden met venture capital genieten wel vaak van de mogelijkheid om zich op de beurs te noteren. Dit sluit dus deels aan bij de bevindingen van Manigart et al. (2002).

Hieruit kunnen we concluderen dat onderzoek gevoerd door Manigart et al. (2002) sterk tegenstrijdig is met dit gevoerd door EVCA (2002), Block en Sandner (2009), Keuschnigg (2004), Manigart en Struyf (1997), Bruno en Tyebjee (1985) en Timmons en Bygrave (1986). Terwijl aan de ene kant onderzoek aangeeft dat venture capital zorgt voor betere overlevingskansen van bedrijven, beweert langs de andere kant ander onderzoek dat bedrijven die venture capital financiering ontvangen in België daarom niet beter presteren dan bedrijven die deze financieringsmiddelen niet ontvangen. Manigart et al. (2002) nuanceren hun bevindingen door het volgende aan te geven: "Overall, our results do not imply that VC cannot play an important role in an economy. Indeed, in VC financing, the 'average' are less important than the few outstanding outliers. These outliers are clearly the focus of attention and the reason for the existence of the VC industry. More research is needed on this topic." (Manigart, Baeyens en Van Hypfte, 2002).

3 Het beslissingsmodel

Venture capital verschaffers dienen een gefundeerde selectie te maken van bedrijven waarin ze wensen te investeren. Ze dienen bedrijven te kiezen die een redelijke waarschijnlijkheid hebben hun continuïteit te behouden en te zorgen voor een hoog rendement (Larsson & Roosvall, 2000). Om onzekerheden zoveel mogelijk weg te nemen en de juiste investeringskeuze te maken, maken venture capital verschaffers gebruik van een uitgebreid selectieproces. Fiet (1995) maakt een opmerking betreffende de selectie van bedrijven. Des te professioneler venture capitalists zijn, des te meer ze zich zullen baseren op informatie afkomstig van professionele informanten en omgekeerd. Volgens Roberts (1991) kan het beslissingsmodel opgedeeld worden in de volgende fases:

- ontstaan van het voorstel;
- selectie gebruik makende van investeringscriteria (screening);
- deal evaluatie en due diligence;
- deal structurering en onderhandeling van het investeringscontract;
- sluiten van de deal en het van start gaan van het partnerschap.

De eerste fase bestaat uit het ontstaan van een voorstel. Venture capital verschaffers zullen het bedrijf voor een eerste maal onder vuur nemen. Deze fase is ook sterk gelinkt met de voorkeur van de venture capital verschaffer. Vervolgens zal een selectie gebeuren op basis van investeringscriteria. Deze criteria omvatten vaak de sector of industrie, de grootte van de investering, de geografische locatie en de fase van investering. Ook zal er aandacht besteed worden aan het business plan. In de derde fase zal de venture capital verstrekker de deal evalueren. Dit bestaat uit de evaluatie van het business plan, de sector en andere informatie die ingewonnen is over het bedrijf. Ook zal men het management en de ondernemer ontmoeten en kijken of ze passen bij de missie en visie van de venture capitalist. Hun kennis en ondernemingszin zal worden onderzocht. Due diligence betekent dat de venture capitalist harde feiten over het bedrijf zal zoeken en bias zal proberen uit te schakelen. Venture capitalists zullen

kijken in welke mate producten of diensten uniek zijn en hoe goed ze in de markt (kunnen) liggen, wat de mogelijke winstgevendheid zal zijn en hoe goed het management functioneert. Als vierde fase zal de deal gestructureerd worden, wat betekent dat details, prijzen en legale clausules van het contract besproken zullen worden. Tenslotte zal het contract afgesloten worden. Tyebjee en Bruno (1984) hebben dezelfde resultaten bevonden in hun onderzoek. Echter voegden ze nog een fase toe die beschreven wordt als post-investeringsactiviteiten. Deze fase bestaat uit de specifieke coördinatie en kennisoverdracht van de venture capitalist naar het bedrijf toe waarin hij geïnvesteerd heeft. Amerikaans onderzoek van Fried en Hisrich (1994) deelt het beslissingsproces in zes fasen in. Hun onderzoek verschilt met het onderzoek van Tyebjee en Bruno (1984) op een aantal vlakken. Wat Tyebjee en Bruno (1984) de screening fase noemen, wordt door Fried en Hisrich (1994) benoemd als bedrijfsspecifieke screening door venture capitalists. Deze fase bestaat uit het screenen van bedrijven volgens investeringsgrootte, industrie, geografie ... Volgend op deze fase voegen Fried en Hisrich (1994) een fase van algemene screening toe. Deze fase bestaat uit het evalueren van het business plan. Vervolgens delen Tyebjee en Bruno (1984) de evaluatie fase niet op in twee processen zoals Fried en Hisrich (1994) doen. Ze richten zich enkel naar een fase die gevolgd wordt door contractonderhandeling, waar onder andere de prijs ter sprake komt. Fried en Hisrich (1994) zijn ervan overtuigd dat prijsonderhandeling veel vroeger ter sprake komt in het beslissingsmodel. Daarom delen ze de evaluatie fase op in een eerste evaluatie fase en een tweede evaluatie fase. De eerste evaluatie fase bestaat uit het begrijpen van en het praten met het managementteam, het verzamelen van externe informatie, het maken van een marktstudie ... De tweede evaluatie fase richt zich op het bepalen van mogelijke obstakels van de investering en hoe deze verholpen kunnen worden. Er zal reeds nagedacht worden over de structuur van de deal, inclusief de prijs, nog voor de fase van structurering van de deal van start gaat. De venture capitalist zal de nodige tijd investeren in deze fase. Wright en Robbie (1998) voegen bij het beslissingsmodel, zoals beschreven door Tyebjee en Bruno (1984) nog een fase toe, namelijk het ontwikkelen van een fonds door venture capitalists. Deze fase vindt plaats nog voor het voorstel ontstaat. Dit is enigszins logisch aangezien een venture capital verschaffer niet kan investeren zonder middelen. Deze onderzoekers beëindigen het beslissingsproces met de fase die benoemd wordt als "Entrepreneurs' exit and assessment by venture capitalist". Wanneer een

bedrijf uit de portfolio van de venture capitalist stapt of wordt gehaald, zal er feedback ontstaan naar de fase van voorstel van de deal. De fase die door deze onderzoekers wordt toegevoegd, handelt dan ook specifiek over het opnieuw aangaan van een contract met een bedrijf dat voorheen in de portfolio van de venture capitalist zat. Wanneer deze bedrijven opnieuw middelen wensen te ontvangen van venture capital verschaffers voor andere doelen, kan dit aanleiding geven tot een verschillend beslissingsproces in vergelijking met nieuwe, onervaren bedrijven. Venture capitalists zullen zich sneller laten beïnvloeden door voorgaande ervaring met het bedrijf. De mate van informatie asymmetrie verschilt in vergelijking met het oorspronkelijke beslissingsproces. Wanneer een bedrijf uit de portfolio van een andere venture capitalist stapt of wordt uitgehaald, heeft dit een heel andere invloed op het beslissingsproces. Venture capitalists zullen dan eerder geneigd zijn om nog voorzichtiger te handelen omdat de ondernemer reeds ervaring en kennis heeft bij het voorheen doorlopen van het beslissingsproces en omwille van de contractuele problemen die kunnen ontstaan, gerelateerd aan asymmetrische informatie. We kunnen dus besluiten dat het beslissingsproces sterk kan variëren afhankelijk of de onderneming in het verleden al dan niet venture capital financiering ontvangen heeft.

Volgens Muzyka, Birley & Leleux (1996) zullen venture capitalists zich tijdens het beslissingsproces focussen op een aantal criteria, namelijk financiële criteria, product-markt criteria, fonds criteria, management team criteria, management competentie en deal criteria. De financiële criteria handelen over de financiële aspecten van de investeringsmogelijkheid. Venture capitalists zullen een onderzoek doen naar de rendabiliteit, verwacht risico, verwachte grootte van de investering ... Product-markt criteria zijn gekoppeld aan de marktgroote, de groei, de locatie van de markt ... De beperkingen van het investeringsfonds en de mogelijkheid van de investeerder om de deal te beïnvloeden, behoren tot de fondscriteria. Ook het management team en hun competenties worden van naderbij bekeken. Tenslotte zal er een blik geworpen worden op de fase en de aard van de investeringsdeal. Tyebjee en Bruno (1984) hebben ook onderzoek verricht naar criteria waar venture capital verstrekkers zich door laten leiden in het beslissingsproces. Zij bevestigen de reeds besproken criteria van Muzyka et al. (1996). Venture capitalists focussen zich volgens hen vooral op de aantrekkelijkheid van de markt, de productdifferentiatie, de managementcapaciteiten, bedreigingen van de omgeving en het potentieel op rendement.

Dit onderzoek zal vooral zijn aandacht vestigen op twee grote draagvlakken die venture capitalists bij de evaluatie van een potentieel bedrijf in overweging nemen. Allereerst zijn er de investeringscriteria. Dit betekent dat er een selectie is van de sector, de grootte van de investering, de geografische locatie en de fase van investering. Vaak wordt in deze context gesproken over de strategie van de venture capital verschaffers. Daarnaast maken venture capitalists een selectie naar:

- de uniekheid van het product, of “opportunity uniqueness”, waarbij het business plan en de product-markt criteria geëvalueerd worden;
- het management en de ondernemer, waarbij het management team en hun competenties van naderbij worden bekeken;
- de winstgevendheid, waarbij de financiële criteria, fonds criteria en deal criteria onderzocht worden (Roberts, 1991).

4 Venture capital en de financiële crisis

In augustus 2007 ontstond er instabiliteit op de Amerikaanse hypotheekmarkt. Ook de prijzen van olie, voedsel en metaal begonnen te stijgen. Deze instabiliteit besmette al snel de financiële sector. De aankondiging van het faillissement van Lehman Brothers en de redding door de overheid van een grote Amerikaanse verzekeringsmaatschappij, American International Group, signaleerden de start van een wereldwijde financiële crisis. Deze gebeurtenissen werden in snel tempo opgevolgd door soortgelijke feiten. Wereldwijd werden banken en verzekeringsmaatschappijen geteisterd. Vaak dienden ze overheidssteun te krijgen om een faillissement te vermijden. September 2008 wordt hierdoor vaak geassocieerd met het ontstaan en doorbreken van de financiële crisis. Een periode die werd vooraf gegaan door een periode die werd benoemd als 'booming period' wordt nu omgegooid tot een periode van recessie. Waar voorheen de arbeidsmarkt in een gezond klimaat verkeerde, wordt deze nu uit balans gebracht. Doordat vele bedrijven failliet gaan of op de rand staan van sluiting, zorgt dit voor een stijging van de werkloosheid. Ook de aandelenmarkt kende gevolgen die tot uiting kwamen door sterke dalingen in de aandelenprijzen (Block & Sandner, 2009; Grigor'ev & Salikhov, 2009).

Block en Sandner (2009) hebben reeds aangegeven in hun onderzoek dat de financiële crisis een zekere impact zal hebben op venture capitalists. Volgens hen zal er significante impact ontstaan omwille van drie redenen. Allereerst richten ze zich naar het venture capital fonds. Venture capital verstrekkers dienen voldoende middelen, in de vorm van een fonds, te genereren van limited partners om te investeren. Deze limited partners, zoals deze reeds beschreven zijn, bestaan onder andere uit banken en verzekeringsmaatschappijen. Deze partijen zijn echter sterk getroffen door de financiële crisis wat maakt dat ze hun risicovolle investeringen zullen doen dalen. Dit maakt het moeilijker voor de venture capital verschaffer om de nodige middelen te vinden voor nieuwe fondsen alsook kan dit problemen veroorzaken voor de bestaande fondsen. Dit laatste zal vooral zo zijn wanneer de middelen voor het fonds verstrekt worden in fases. Vervolgens verklaarden de onderzoekers dat ook de institutionele omgeving van belang is. De aandelenprijzen zijn sterk gedaald, wat maakt dat bij verkoop van aandelen het rendement slechts zeer laag is. Daar IPO een belangrijke manier is voor venture capitalists om rendement te genereren, is de huidige situatie hier niet perfect geschikt voor. Zij lopen daarom de kans op problemen bij exit. Tenslotte

denken de onderzoekers ook na over de lange termijn impact. Indien de financiële crisis uitmondt in een langdurige recessie, heeft dit tot gevolg dat de consument minder kapitaalkrchtig wordt. Dit betekent dat consumenten minder geld zullen uitgeven en hun aankopen mogelijk zullen uitstellen. Indien dit gebeurt, kan dit leiden tot dalende (financiële) prestaties van het bedrijf waarin venture capitalists investeren en zal dit bedrijf lager gewaardeerd worden. Dit leidt op zijn beurt tot een lager rendement voor de venture capitalist.

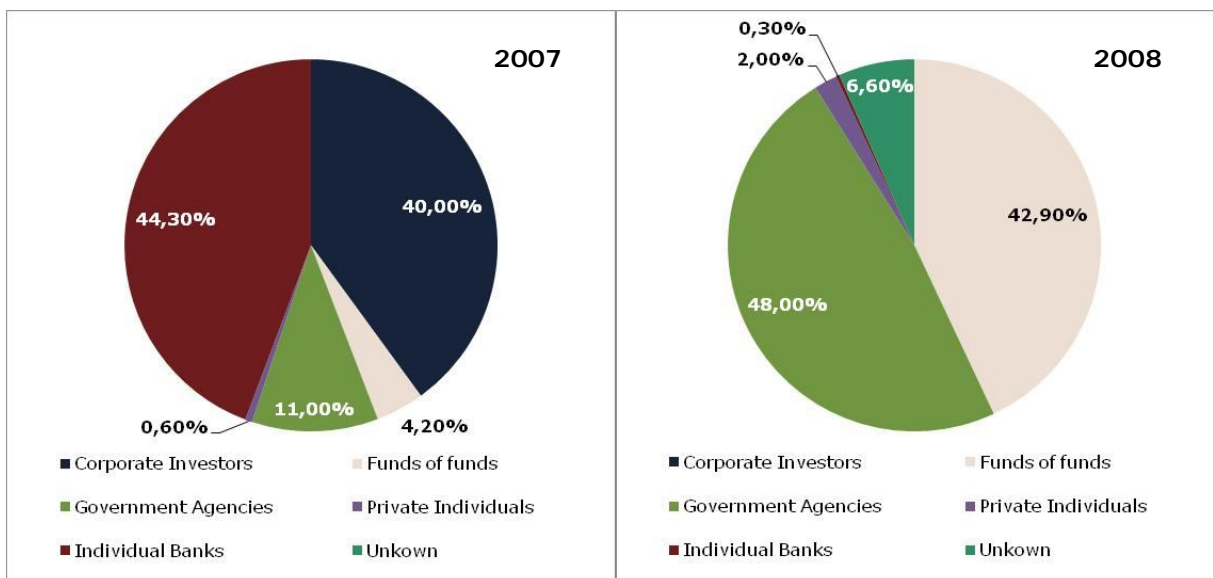
De Belgian venture capital & private equity association [BVA] is een professionele associatie die de Belgische venture capital en private equity markt van België vertegenwoordigt. Deze organisatie is opgericht in 1986. De missie van BVA is tweezijdig. Enerzijds ontwikkelt de BVA activiteiten voor haar leden om bij te dragen tot de uitbreiding van het netwerk van haar leden, om informatie te verstrekken en de kwaliteit van de sector te bevorderen. Anderzijds wenst de BVA de sector te promoten naar derden. De organisatie voert ook onderzoek uit in samenwerking met onderzoeksbureaus en met ondersteuning van EVCA. Zo hebben ze een studie gepubliceerd die de Belgische private equity sector beschrijft in het jaar 2008 (BVA, 2009), het jaar dat de financiële crisis voelbaar werd in België.

BVA (2009) deelt private equity op in drie segmenten, namelijk het segment risicokapitaal of venture capital, het segment groeikapitaal of growth capital en het segment buy-outs. De onderzoekers Bygrave en Timmons (1992) gaven in hun onderzoek reeds aan dat investeringen in early stage en later stage bedrijven sterk verschillen. Zij beweerden dat later stage investeringen zoals leveraged buy-outs, niet mochten beschouwd worden als venture capital. Daarentegen beweerde Pratt (1989) dat dit een onterechte benadering was, daar de verschillen tussen deze twee investeringsfasen de gelijkenissen niet overstegen. In de context van BVA zal dus steeds venture capital in de enge zin geïnterpreteerd worden.

De Belgische private equity markt kende in 2008 investeringen voor een bedrag van 668 miljoen euro. Per segment betekent dit 202 miljoen euro en 193 deals voor venture capital, 141 miljoen euro en 18 deals voor groeikapitaal en 325 miljoen euro en 42 deals voor buy-outs, replacement en rescue of turnaround. Ten opzichte van 2006 en 2007 betekent dit een totale daling van 25 procent. Ondanks deze forse daling, is het totaal aantal dossiers in 2008 ongeveer gelijk gebleven

in vergelijking met de twee voorgaande jaren. Dit betekent dat het gemiddelde investeringsbedrag gedaald is in 2008. De private equity investeringen liggen in 2008 op dezelfde hoogte als deze in de jaren 1999-2001. Wanneer we dit vergelijken met de Europese cijfers, kunnen we bemerken dat België een iets kleinere daling kende dan Europa, daar deze 28 procent bedraagt (BVA, 2009).

Ondanks de huidige periode van crisis kende de Belgische private equity markt in 2008 toch een goede fondsenvererving voor 608 miljoen euro. Dit is een stijging ten opzichte van 2007. Wel zijn er sterke verschillen waar te nemen naar de oorsprong van het fonds. Zoals figuur 4-1 weergeeft is er vooral een verschuiving zichtbaar van banken en corporate investors naar overheid en fund of funds. Ten opzichte van het buitenland kent België een zeer beperkte fondsenvererving via pensioenfondsen. De Belgische venture capital markt is zeer sterk afhankelijk van captive funds (BVA, 2009).



Figuur 4-1: Fondsenvererving (BVA, 2009)

De Belgische private equity industrie zag haar desinvesteringen in 2008 dalen met de helft. Dit is een duidelijk gevolg van de financiële crisis. De drie mogelijke exit routes zijn verkoop van de aandelen aan klassieke bedrijven, een management buy-out en verkoop aan een ander private equity bedrijf. Zeer belangrijk is het feit dat IPO als mogelijke exit route volledig is weggefallen in 2008. De lancering op de beurs is geen mogelijke optie meer voor private equity bedrijven. Dit vraagt de nodige waakzaamheid daar dit toch een belangrijke vorm van exit is (BVA, 2009).

5 De strategie van venture capital verschaffers en de financiële crisis

De strategie van venture capitalists zal binnen deze studie meer gedetailleerd bestudeerd worden op drie domeinen. Allereerst komt de fase van investeren aan bod. Dit hoofdstuk legt de nadruk op fases waarin venture capitalists het meest investeren. Vervolgens wordt de sector bestudeerd. Venture capitalists zijn doorheen de jaren operationeel in verschillende sectoren, waarbij de ene al aantrekkelijker is dan de andere. Daarna zal gekeken worden in welke geografische gebieden venture capitalists investeren en welke gebieden opportuun zijn. Telkens zal de situatie voor de financiële crisis en de situatie tijdens de crisis bestudeerd worden. Tenslotte zal nagegaan worden wat nu de voordelen zijn van venture capital verstrekkers die specialiseren.

5.1 De fase van investeren

5.1.1 De fase van investeren voor de financiële crisis

De EVCA (2008) publiceert jaarlijks een jaarboek met statistieken die de venture capital en private equity markt van een land beschrijven. Ook België wordt steeds opgenomen in deze bron. Het jaarboek van 2008 bestaat uit beschrijvende statistieken van de jaren 2006 en 2007. De data belichten allereerst de fase van investeren volgens industrie. Enkel venture capital bedrijven die een hoofdzetel hebben in België worden opgenomen, onafhankelijk of ze investeren in België of in het buitenland.

Tabel 5-1: Fase van investeren in België (EVCA, 2008)

| Stage distribution of investments | | | | | | |
|-----------------------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|------------|---------------------|------------|
| Amount (in € x 1.000) | Amount of investments | | Number of investments | | Number of companies | |
| | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 |
| Seed | 126 | 9650 | 4 | 21 | 3 | 17 |
| Start-up | 39.049 | 99.008 | 38 | 69 | 30 | 58 |
| Expansion | 490.987 | 217.690 | 201 | 93 | 135 | 72 |
| Expansion by byout firms | | 65.996 | | 6 | | 6 |
| Rescue/turnaround | | 685 | | 1 | | 1 |
| Replacement capital | 3.161 | 120.696 | 5 | 16 | 4 | 12 |
| Buyout | 406.928 | 490.789 | 101 | 40 | 72 | 36 |
| Total investment | 940.251 | 938.518 | 349 | 240 | 244 | 192 |

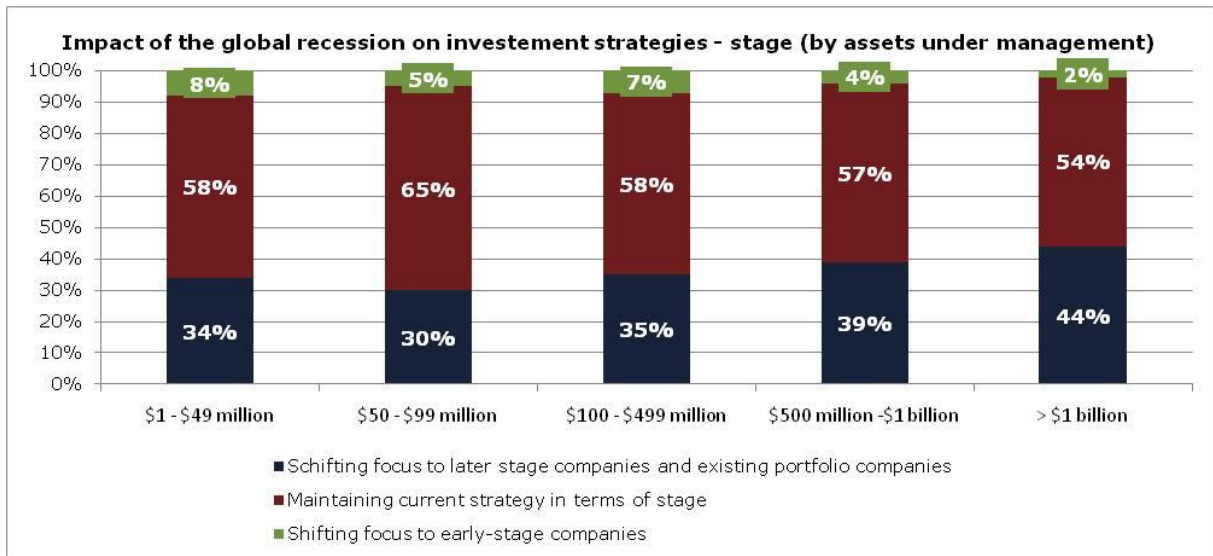
Deze cijfers geven een duidelijke wijziging weer. Allereerst kunnen we bemerken dat de totale investeringen uitgedrukt in geld licht gedaald zijn in 2007 ten opzichte van het voorgaande jaar. Het totaal aantal investeringen en de totale investeringen in het aantal bedrijven zijn wel sterker gedaald, wat betekent dat er relatief een hoger bedrag per investering of per bedrijf geïnvesteerd wordt in 2007 dan in 2006. Opmerkelijk is de sterke stijging van investeringen in bedrijven die zich in de seed en start-up stage fase bevinden en in replacement capital. Ook de investeringen in buy-outs zijn in geld gestegen, maar het aantal investeringen in deze fase zijn sterk gedaald. Hiertegenover staat een sterke daling van investeringen in bedrijven die zich in de expansie fase bevinden. Er is een procentuele verandering, in geld uitgedrukt, van 52,2 procent in 2006 naar 23,2 procent in 2007. In absolute cijfers kunnen we zeggen dat, in geld uitgedrukt, het sterkst geïnvesteerd wordt in buy-outs. Wanneer we dit bekijken volgens het aantal investeringen en het aantal bedrijven, wordt er in 2007 toch nog het sterkst geïnvesteerd in bedrijven die zich bevinden in de expansiefase.

Zoals in hoofdstuk 2.5 "Venture capital en asymmetrische informatie" beschreven wordt, krijgen venture capital verschaffers te kampen met asymmetrische informatie. Ze opereren in markten waar dit fenomeen significant aanwezig is. Ook is het probleem van asymmetrische informatie groter bij jonge, startende bedrijven. Zowel asymmetrische informatie als onzekerheid en hoge transactiekosten brengen daarom met zich mee dat financiering in early stage bedrijven minder vaak voorkomt (Bozkaya & Van Pottelsberghe De La Potterie, 2008). Venture capitalists hebben wel de expertise om asymmetrische informatie zoveel mogelijk uit te schakelen, maar dit is beter mogelijk voor later stage investeringen (Amit et al., 1998).

5.1.2 De fase van investeren tijdens de financiële crisis

Deloitte en EVCA (2009) hebben een Europees onderzoek verricht naar de invloed van de financiële crisis op venture capital. Dit onderzoek geeft aan dat venture capital verschaffers hun strategie met betrekking tot de fase van investeren zijn gaan herevalueren. Bijna de helft van de ondervraagde venture capitalists behouden hun huidige strategie en een significant percentage verschuiven hun focus naar "later stage" bedrijven en naar hun huidige portfolio. Een zeer klein percentage (minder dan tien procent) zullen investeren in early stage bedrijven. De oorzaak van

deze trend heeft een tweezijdige verklaring. Enerzijds is dit het gevolg van de kracht van de kapitaalmarkt en anderzijds duurt het veel langer voor bedrijven en is het zeldzamer voor hen om zich op dit moment te noteren op de beurs. Wanneer venture capitalists investeren in later stage bedrijven hebben ze sneller de mogelijkheid om hun exit mogelijkheden uit te oefenen. Figuur 5-1 licht dit ook nog meer toe.



Figuur 5-1: Fase van financiering (Deloitte & EVCA, 2009)

Block en Sandner (2009) hebben een studie uitgevoerd naar het effect van de financiële crisis op venture capital financiering. Ze hebben zich specifiek gericht op internet bedrijven die zich bevinden in de start-up fase in de Verenigde Staten. De venture capital markt, voor deze specifieke steekproef, kent omwille van de financiële crisis een daling van het aantal geïnvesteerde dollars en het aantal deals. Er zijn opmerkelijke verschillen in de resultaten bij de fase van investering. Tijdens de financiële crisis ontvingen bedrijven die zich in de later stage bevinden twintig procent minder investeringen in vergelijking met de periode voor de crisis. Bedrijven in de early stage kennen deze daling niet. Aan deze resultaten wordt door Block en Sandner (2009) een drievoudige verklaring gegeven. Volgens hen is deze daling van twintig procent te wijten aan het feit dat venture capitalists start-up bedrijven lager waarderen. Jonge, startende bedrijven kunnen hun groeiplannen uitstellen tot de kapitaalmarkt terug stabiel is of sommige ondernemers overwegen zelfs om hun bedrijf niet op te starten. Startende bedrijven hebben meer flexibiliteit. Bedrijven die zich reeds in de later stage bevinden, kunnen de invloed van de crisis niet vermijden

aangezien ze middelen nodig hebben om te overleven. Ze bevinden zich ten opzichte van de venture capital verstrekker in een zwakke onderhandelingspositie. Vervolgens zal de ongezonde IPO markt een oorzaak zijn voor de daling van investeringen in later stage bedrijven. Venture capital verstrekkers wensen een rendement te behalen over een termijn van enkele jaren en kunnen hiermee investeerders in het venture capital fonds vergoeden. Bedrijven die zich bevinden in de later stage worden minder aantrekkelijk omwille van de negatieve vooruitzichten van notering op de beursmarkt op korte termijn. Tenslotte hebben venture capitalists de intentie gekregen om hun investeringen op te delen in vele kleine investeringen omwille van de crisis en de onzekerheid over de toekomstige economie. Deze tendens is sterker bij bedrijven die zich bevinden in de later stage omdat het geïnvesteerde bedrag voor deze groep het grootst is. Deze bevindingen zijn dus in tegenstrijd met de onderzoeksresultaten van Deloitte en EVCA (2009) en de theorie van asymmetrische informatie.

Indien we venture capital van naderbij bestuderen in België in het jaar 2008, merken we dat dit segment 30 procent van de totale investeringen in private equity omvat. Hiervan wordt 100 miljoen en 123 deals geïnvesteerd in de seed en start-up stage en 102 miljoen en 70 deals in later stage bedrijven. Het groot aantal investeringen in de early stage onderscheidt België van het buitenland. De daling van het investeringsbedrag in 2008 is vooral toe te schrijven aan een terugval van de buy-outs, replacement en rescue of turnaround. Investeringen van venture capitalists in later stage bedrijven zijn ten opzichte van 2007 zelfs gestegen, de seed en start-up investeringen zijn ongeveer gelijk gebleven ten opzichte van 2007 (BVA, 2009).

5.2 De sector

5.2.1 De sector voor de financiële crisis

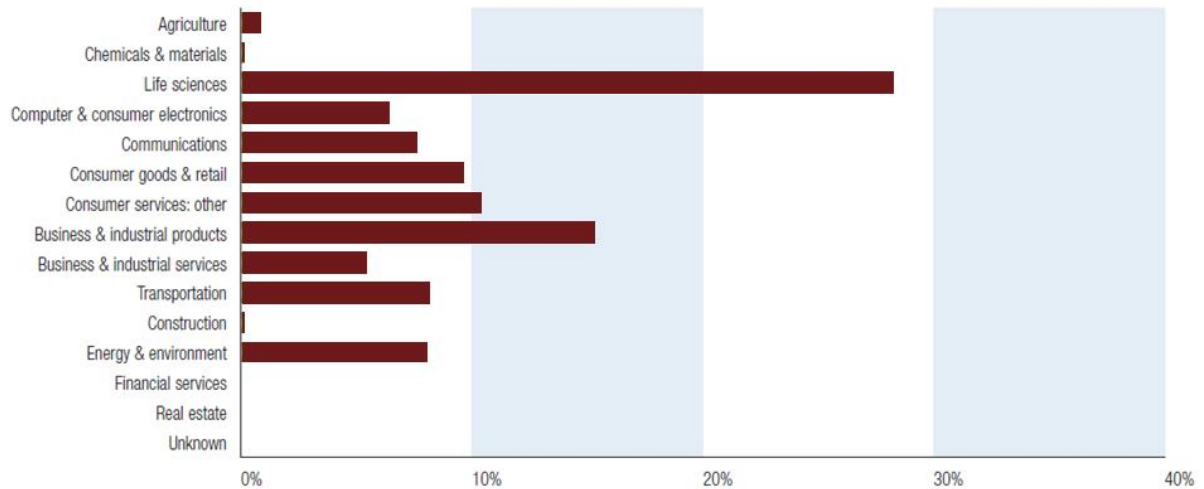
De EVCA (2008) geeft volgende data weer met betrekking tot de sectoriële verdeling van investeringen door private equity bedrijven in België. Deze data hebben betrekking op de industrie statistieken.

Tabel 5-2: Sectoriële verdeling van investeringen in België (EVCA, 2008)

| Sectoral distribution of investments | | | | | | |
|---|------------------------------|----------------|------------------------------|-------------|----------------------------|-------------|
| Amount (in € x 1.000) | Amount of investments | | Number of investments | | Number of companies | |
| | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 |
| Agriculture | 0 | 2.875 | 4 | 2 | 4 | 1 |
| Chemicals & Materials | 749 | 117.403 | 4 | 9 | 4 | 6 |
| Life Sciences | 158.021 | 155.124 | 68 | 52 | 50 | 39 |
| Computer & consumer electronics | 59.224 | 40.289 | 90 | 30 | 62 | 23 |
| Communications | 38.171 | 39.825 | 42 | 30 | 19 | 30 |
| Consumer goods & retail | 354.980 | 161.635 | 42 | 21 | 30 | 18 |
| Consumer services: other | | 76.562 | | 14 | | 14 |
| Business & industrial products | 26.537 | 205.264 | 55 | 33 | 49 | 29 |
| Business & industrial services | 276.985 | 54.579 | 18 | 27 | 5 | 18 |
| Transportation | 2.856 | 30.471 | 8 | 6 | 8 | 4 |
| Construction | 6.737 | 48.030 | 8 | 3 | 8 | 3 |
| Energy & environment | 0 | 6.061 | 0 | 7 | 0 | 5 |
| Financial services | 0 | 400 | 0 | 6 | 0 | 2 |
| Real estate | | 0 | | 0 | | 0 |
| Unknown | 15.990 | 0 | 8 | 0 | 8 | 0 |
| Total investment | 940.251 | 938.518 | 349 | 240 | 244 | 192 |

De private equity industrie heeft in 2007 het sterkst geïnvesteerd in 'Business & industrial products', 'Consumer goods & retail', 'Life Sciences' en 'Chemicals & materials'. Opmerkelijk is het feit dat waar de 'Energy en environment' sector in 2006 geen investeringen ontving, dit in 2007 wel het geval was. Kritisch dient er wel een bedenking gemaakt te worden bij de 'Agriculture' sector. In 2006 ontvangt deze sector geen investeringen in geld uitgedrukt, terwijl deze wel investeringen ontvangen uitgedrukt in aantal investeringen of in aantal bedrijven. Dit kan mogelijk een fout betekenen in de bovenstaande gegevens ofwel is deze investering niet in geld uitdrukbaar en bestaat de investering uit bijvoorbeeld kennisoverdracht. Wanneer we ons specifiek concentreren op de sectoriële verdeling van investeringen van venture capital verschaffers, merken we dat hier de 'Life sciences' de meeste investeringen ontvangen. Deze sector wordt gevolgd door de 'Business & industrial products' sector en 'Customer services: other'. We kunnen ook opmerken dat de energiesector toch procentueel een welbepaald aantal investeringen ontvangt van venture capitalists. De chemiesector en landbouwsector doen het dan weer minder goed. Figuur 5-2 is gebaseerd op marktcijfers, wat betekent dat zowel investeringen van Belgische venture capitalists als buitenlandse venture capitalists die investeren in Belgische bedrijven worden opgenomen.

**Market statistics - venture investments by sector in 2007
(percentage of total amount invested in venture capital)**



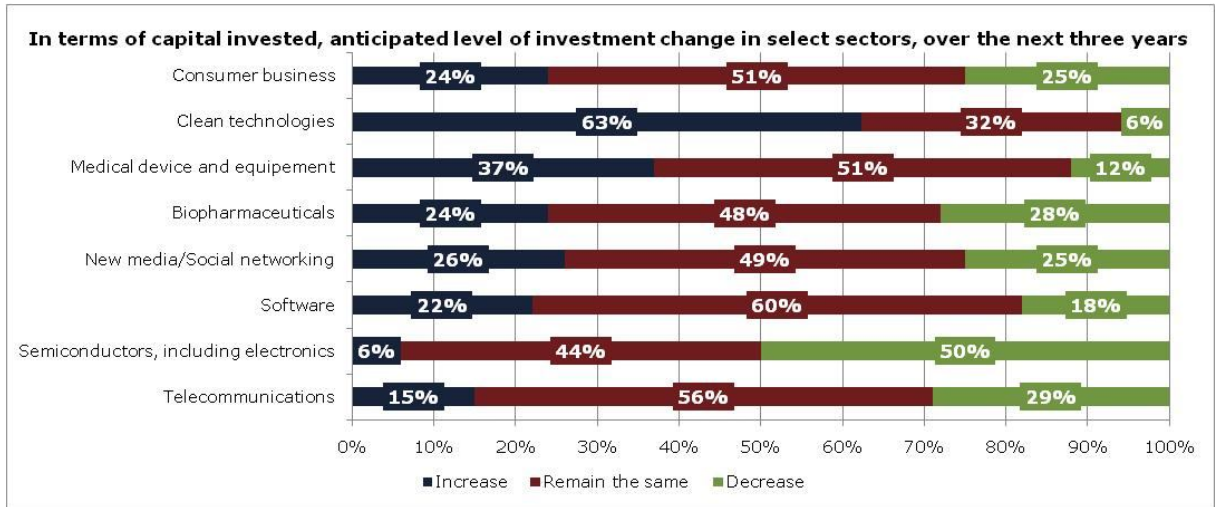
Figuur 5-2: Sectoriële verdeling van venture capital investeringen in België in 2007 (EVCA, 2008)

5.2.2 De sector na de financiële crisis

De studie van Deloitte en EVCA (2009), figuur 5-3, toont aan dat op Europees niveau 63% van de venture capitalists in de volgende drie jaren hun investeringen zullen doen stijgen in de cleantechology. Ook de biopharmaceutische sector zal een sterke stijging kennen in de volgende drie jaren.

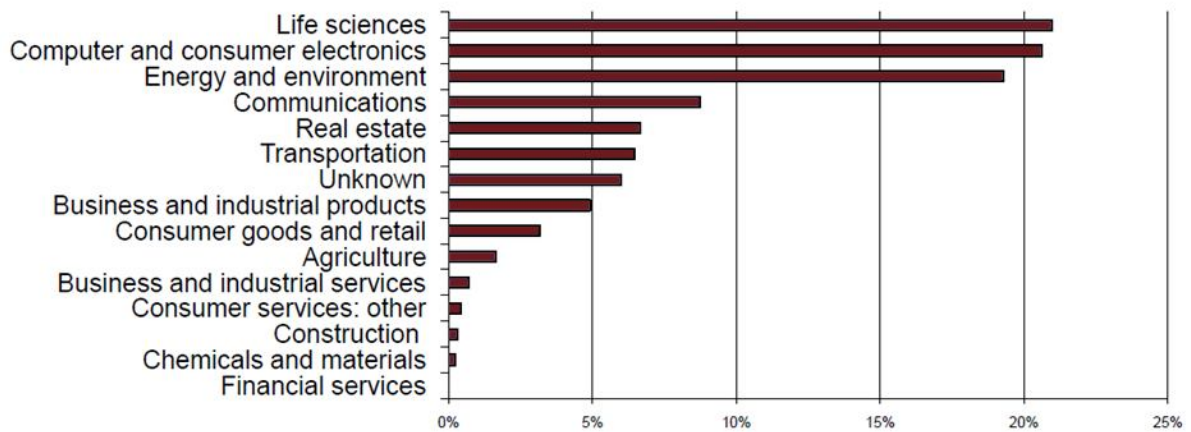
Volgens bevoorrechte getuige Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, zijn er in België vandaag drie sectoren zeer aantrekkelijk en belangrijk in de venture capital industrie. Allereerst is er de pharma- en healthcare industrie. Deze industrie is zo belangrijk omwille van trends in de bevolkinggroei en –samenstelling. We hebben op dit moment te maken met een steeds vergrijzende bevolking. Deze bevolkingsgroep stimuleert de ontwikkeling van nieuwe producten en diensten op vlak van pharma- en healthcare. Deze sector heeft dus veel potentieel om zich nog sterk te ontwikkelen. Daarnaast wordt de voedingssector als een belangrijke sector gezien. Dit omdat voeding nog steeds een basisgoed is wat elk persoon nodig heeft om te overleven. Op deze markt is er veel concurrentie, maar dus ook veel uitdagingen. Tenslotte krijgt de energiesector meer en meer aandacht, met de nadruk op cleantechology en hernieuwbare energie. Omwille van de maatschappelijke aandacht alsook de uitputting van bestaande

grondstoffen wordt deze sector attractiever. De concurrentie in deze industrie stijgt echter op dit moment enorm.



Figuur 5-3: Geanticiperde niveau van verandering van investering naar sector (Deloitte & EVCA, 2009)

Volgens BVA (2009) investeert de Belgische venture capital industrie in 2008 voornamelijk in drie sectoren. Dit zijn de life sciences, computer and consumer electronics en energy en environment. Buy-outs investeren dan weer in de meer traditionele sectoren, namelijk consumer goods and retail, business and industrial services en business and industrial products. Wanneer we dit vergelijken met 2007 merken we een zeer sterke opleving van de energiesector. Ook computer and consumer electronics kenden een zeer sterke stijging in 2008 ten opzichte van 2007.



Figuur 5-4: Sectoriële verdeling van venture capital investeringen in België in 2008 (BVA, 2009)

5.3 Geografie en venture capital

5.3.1 Geografie voor de financiële crisis

Venture capital heeft zich internationaal sterk ontwikkeld. Vanuit de Verenigde Staten is het moderne venture capital uitgebreid naar het Verenigd Koninkrijk, West-Europa en Japan. Daarnaast hebben landen in ontwikkeling sterke regulerende transformaties doorgevoerd. Op deze manier krijgen landen een legaal aantrekkelijk klimaat voor venture capitalists. Venture capital markten zijn sterk ontwikkeld in Singapore, Taiwan en Hong Kong. Ook andere Aziatische landen, waaronder India, kenden een significante groei. Venture capital speelt ook een belangrijke rol bij de transitie van de vroegere centraal geplande economie in Centraal- en Oost-Europa, vooral in landen zoals Polen en Hongarije. Ook China kent een sterke groei. Mogelijkheden voor transnationale investeringen door buitenlandse venture capitalist verschaffers stijgen in landen met beperkt binnenlands aanbod. Dit kan de binnenlandse markten stimuleren door het creëren van exit mogelijkheden in buitenlandse markten (Wright, Pruthi, & Lockett, 2005).

Daarnaast verklaren Black en Gilson (1998) dat het financiële klimaat een belangrijke factor is voor de ontwikkeling van de venture capital industrie. In landen met een sterk ontwikkelde beursmarkt bestaat er een sterkere venture capital industrie dan in landen met een minder ontwikkelde beursmarkt. Dit wordt verklaard doordat venture capital verschaffers in een sterk ontwikkelde beursmarkt de mogelijkheid hebben tot exit via IPO. Een venture capital industrie zal zich sterk ontwikkelen wanneer er de mogelijkheid bestaat om winsten te realiseren op een beursmarkt. Volgens Jeng en Wells (2000) is een sterke beursmarkt met de daaraan verbonden mogelijkheid van IPO's echter slechts een significante determinant voor "later stage" venture capital investeringen.

Bij een grensoverschrijdende analyse van venture capital investeringen wordt door Gompers (2005) opgemerkt dat zowel in Europa als Azië ongeveer de helft van de nieuwe gerealiseerde fondsen afkomstig zijn van het buitenland. In de Verenigde Staten bedraagt dit slechts tien procent. De instroom van fondsen in Europa is voor 29% afkomstig van landen buiten Europa en 21% van de fondsen zijn afkomstig van elders in Europa, maar uit een ander land dan het land waarin geïnvesteerd zal worden.

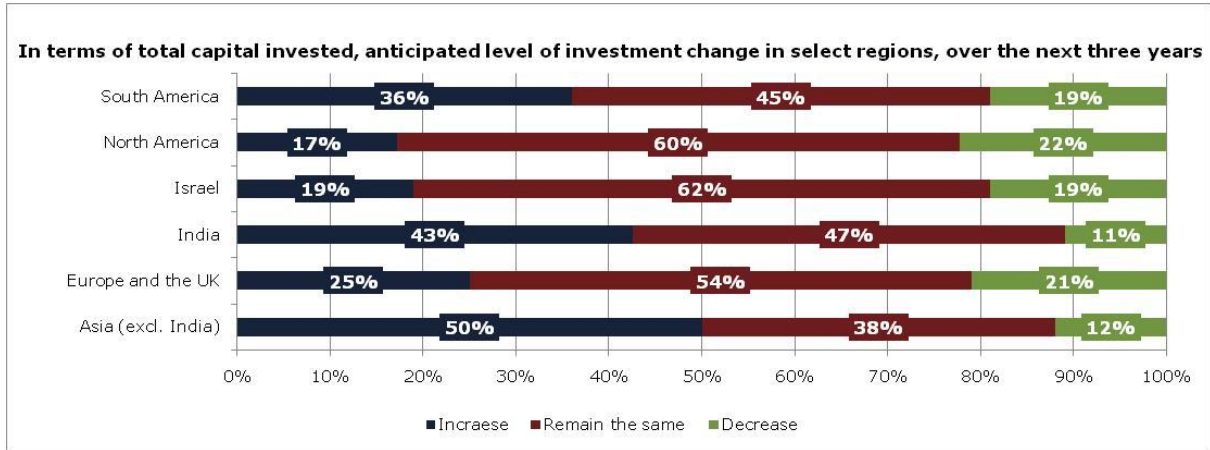
Wanneer we naar de Belgische private equity markt kijken (tabel 5-3), merken we op dat in 2007, in geld uitgedrukt, 78,2 procent geïnvesteerd wordt in België, 19,3 procent geïnvesteerd wordt in andere Europese landen en 2,5% geïnvesteerd wordt in niet-Europese landen.

Tabel 5-3: Geografie en venture capital (EVCA, 2009)

| Geographic distribution of investments | | | | | | |
|---|------------------------------|----------------|------------------------------|-------------|----------------------------|-------------|
| Amount (in € x 1.000) | Amount of investments | | Number of investments | | Number of companies | |
| | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 |
| Domestic | 854.789 | 733.585 | 311 | 176 | 222 | 141 |
| Other European countries | 70.907 | 181.051 | 24 | 55 | 12 | 43 |
| Non-European countries | 14.555 | 23.882 | 14 | 9 | 10 | 8 |
| Total investment | 940.251 | 938.518 | 349 | 240 | 244 | 192 |

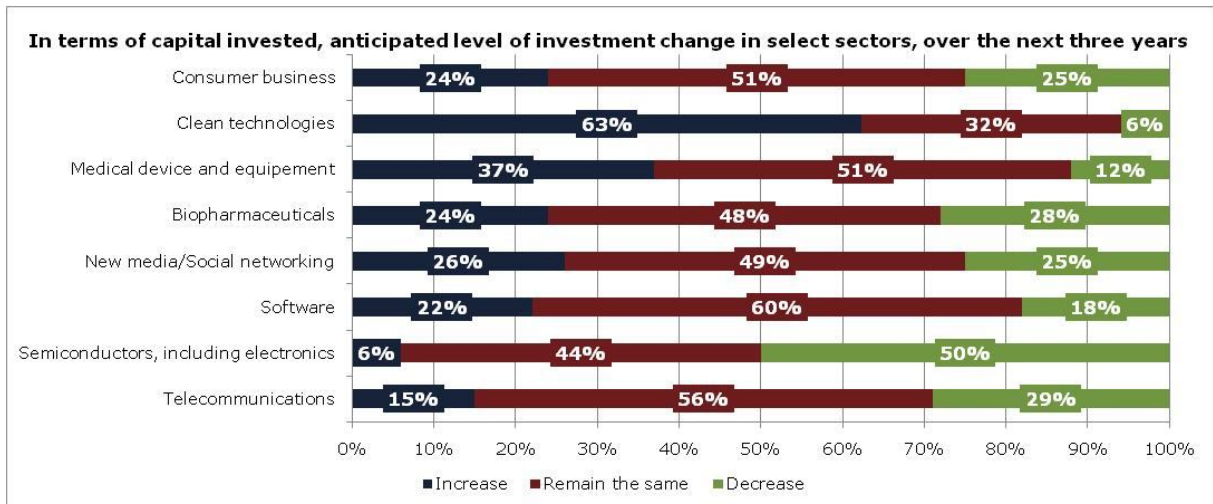
5.3.2 Geografie na de financiële crisis

Deloitte en EVCA (2009) leggen in hun studie de nadruk op Azië. Volgens hen is de trend dat venture capitalists veel interesse hebben in India en China de laatste vijf jaar niet veranderd. Investeerders worden aangetrokken door de investeringsmogelijkheden in de twee landen. Uit de resultaten blijkt dat de helft van de ondervraagden hun investeringen wensen te doen stijgen in de volgende drie jaar in Azië (exclusief India). Drieënveertig procent van de ondervraagden wensen hun investeringen te doen stijgen in India de volgende drie jaren. Figuur 5-5 toont ook de resultaten voor Europa. Vierenvijftig procent van de Europese ondervraagden willen hun investeringsniveau in Europa op hetzelfde niveau houden, terwijl zelfs 21% van de ondervraagden zeggen hun investeringsniveau te zullen doen dalen. Dit is tegenstrijdig met de resultaten uit een vorige studie van 2007. In deze studie beweert één derde van de respondenten zijn investeringsniveau uit te breiden naar Europa, terwijl nu nog slechts 25% van de respondenten dit beweren.



Figuur 5-5: Geanticipeerd niveau van verandering van investering naar geografie (Deloitte & EVCA, 2009)

Figuur 5-6 gaat zeer gericht de Europese markt onderzoeken. Deze grafiek probeert weer te geven wat de veranderingen zullen zijn van de werelddelen naar de Europese markt toe. Ze zullen onderzoeken of de respondenten van de werelddelen hun investeringsniveau in Europa (inclusief het Verenigd Koninkrijk) wensen uit te breiden, te doen dalen of hetzelfde te houden. Indien we ons specifiek gaan focussen op Europa merken we dus dat ook veel landen de intentie hebben om hun investeringen in Europa (inclusief het Verenigd Koninkrijk) te doen stijgen in de volgende drie jaren. Opmerkelijke resultaten vinden we terug bij de output van Amerika (exclusief USA). Drieënveertig procent van de respondenten uit dit land wensen hun investeringen te doen stijgen in Europa (incl. VK), maar ook 43% wensen hun investeringen te doen dalen in de volgende drie jaren. Relatief zal dit dus voor een verandering zorgen die gelijk is aan nul.



Figuur 5-6: Geanticipeerde niveau van investeren in Europa (inclusief Verenigd Koninkrijk) (Deloitte & EVCA, 2009)

BVA (2009) verklaart dat de Belgische private equity markt in 2008 nog sterker blijft investeren in het buitenland. Daarentegen doen buitenlandse private equity bedrijven hun investeringen dalen in België. Meer bepaald investeren Belgische investeerders voor 390 miljoen euro in het buitenland en buitenlandse investeerders investeren voor 425 miljoen euro in België. De inflow van middelen blijft nog wel steeds groter dan de outflow van middelen. Van het totale aantal investeringen door venture capitalists in 2008, wordt 146 miljoen of 169 deals geïnvesteerd in België.

5.4 Geografie en fase van investeren

Hall en Tu (2003) hebben onderzoek gedaan naar de redenen waarom een venture capital verschaffer in het buitenland wenst te investeren. Hierbij hebben ze ook onderzocht in welke fase van investeren deze venture capital verschaffers dan zullen investeren. Early stage investeringen vragen volgens hen veel meer ondersteuning, advies en opvolging. Indien venture capitalists investeren in buitenlandse bedrijven die zich bevinden in de early stage, zal deze ondersteuning, advies en opvolging veel moeilijker te implementeren zijn in deze bedrijven. Des te groter de geografische afstand tussen de venture capitalist en het bedrijf, des te moeilijker de venture capitalist zijn "monitoring" functie zal kunnen uitvoeren. Daarom wordt in dit onderzoek gesuggereerd dat buitenlandse investeringen vooral zullen bestaan uit later stage financiering.

Hoewel we vandaag in een elektronisch tijdperk leven en technologieën bezitten die geografische afstanden kunnen overbruggen, benadrukken Gupta en Sapienza (1992) om het bereik van deze technologieën niet te overschatten.

5.5 De voordelen van specialisatie

Venture capitalists worden vaak onderverdeeld in specialists en generalists. Specialists focussen zich op een of enkele sector(en), geografisch(e) gebied(en) en/of fase(s) van investeren. Zij genereren specifieke know-how, ervaring en toegang tot netwerken en informatie. Generalists hebben geen specifieke focus en zijn dan ook het tegenovergestelde van specialists (Jungwirth & Moog, 2004). Een aantal onderzoekers zijn overtuigd van de voordelen die specialisatie met zich meebrengt. Norton en Tenenbaum (1993) geven aan in hun onderzoek dat venture capitalists het risico van hun portefeuille beter kunnen beheren wanneer ze zich specialiseren in een bepaalde sector. Dit bezorgt hun een strategisch voordeel. Ook Amit et al. (1998) hebben zich hier verder op toegespitst. Zij hebben zich gericht naar de rol die venture capitalists vervullen als adviserend en toezichhoudend orgaan. Volgens deze onderzoekers zullen specialists beter in staat zijn om deze rol te vervullen omwille van de kennis die ze opdoen bij alle bedrijven in de portfolio. Ze zullen een betere kennis ontwikkelen over de specifieke sector, geografisch gebied of fase van investeren omwille van hun ervaring en gerichte focus. De Clercq, Kumpulainen, Mäkelä & Goulet (1999) benadrukken vooral het voordeel van het hebben van ervaring. Venture capitalists zullen sterker specialiseren wanneer ze langer in de markt blijven. Volgens de onderzoekers loont specialisatie voor venture capitalists. Deze onderzoekers geven anderzijds ook een zekere kritiek op specialisatie. Wanneer venture capitalists een gediversifieerde portfolio aanhouden, houdt dit ook enige voordelen in. Venture capitalists zijn dan beschermd tegen mogelijke onverwachte gebeurtenissen in de sector, geografische gebieden of fase van investeren. Wanneer externe gebeurtenissen zich voordien in een specifiek gebied die niet controleerbaar zijn door de venture capitalist, leidt dit niet tot enorme verliezen voor de portfolio wanneer deze goed gediversifieerd is.

6 Formulering van hypotheses

Op basis van voorgaande bevindingen uit de literatuur zullen een aantal hypotheses afgeleid worden. Deze hypotheses zullen weerlegd of bevestigd worden op basis van het praktijkonderzoek. Bij het formuleren van de hypotheses zal opnieuw de strategie van venture capitalists centraal staan. Er zullen zo hypotheses gevormd worden over de fase van investeren, de sector en de geografische voorkeur.

Venture capitalists hebben de mogelijkheid om hun voorkeur voor investeren over te laten hellen naar later stage projecten of early stage projecten. Voorgaand onderzoek kan echter geen duidelijke voorkeur van de venture capitalist weerspiegelen. Amerikaans en Europees onderzoek spreken elkaar hier tegen. Daar België een onderdeel vormt van Europa, zal het Europese onderzoek een draagvlak vormen. Volgende hypotheses zullen dan ook getest worden:

H1: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun strategie met betrekking tot fase van investeren wijzigen.

H2: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun later stage investeringen doen stijgen.

Ondanks de financiële crisis zullen venture capitalists toch hun investeringen doen stijgen in bepaalde sectoren. Andere sectoren kennen dan weer een neerwaartse trend. Uit voorgaand onderzoek worden de volgende hypotheses afgeleid:

H3: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun investeringen doen veranderen met betrekking tot sector.

H4: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun investeringen doen stijgen in de energiesector en clean technology.

H5: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun investeringen doen stijgen in de life sciences.

Volgens voorgaand onderzoek kennen een aantal geografische gebieden een sterke opleving betreffende venture capital investeringen. Het betreft hier vooral Azië en landen die in transitie zijn, zoals Centraal en Oost Europa. Volgens BVA (2009) kende België een stijging in haar buitenlandse investeringen. Indien deze trend zich verder zet tijdens de crisis, komen we tot volgende hypothese:

H6: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun investeringen doen stijgen in het buitenland.

Indien deze hypothese aanvaard wordt, zal een bijkomende hypothese ontstaan. Er zal namelijk onderzocht dienen te worden of deze stijging betrekking zal hebben op een bepaald land.

H7: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun investeringen doen stijgen in Azië.

Daar dit onderzoek ook interesse heeft voor gecombineerde factoren zal op basis van bovenstaande literatuur een extra hypothese gevormd worden. Hiermee wordt getracht te onderzoeken of er zowel een stijging zal zijn van investeringen in het buitenland, specifiek in de fase die benoemd wordt als later stage. De volgende hypothese zal daarom het volgende impliceren:

H8: Venture capitalists zullen tijdens de huidige financiële crisis hun investeringen doen stijgen in het buitenland en dan ook meer bepaald investeren in later stage.

7 Onderzoeksproces

7.1 *De populatie en het steekproefkader*

Dit onderzoek richt zich op venture capital verschaffers. Omwille van beperkingen in middelen en tijd werd gekozen om de Belgische venture capital markt te bestuderen. Evenzeer is dit een voor de hand liggende begrenzing daar het onderzoek zelf zijn oorsprong vindt in België. De onderzoekspopulatie werd gevormd door enerzijds een gepubliceerde lijst van venture capitalists op de website van de Belgian Venture Capital en Private Equity Association en anderzijds een lijst van venture capitalists samengesteld door het agentschap ondernemen van de Vlaamse overheid. Dit maakt dat de selectie van Belgische venture capital verschaffers een omvang heeft van 73, wat is weergegeven in tabel 7-1. Deze masterproef richt zich specifiek op venture capital verschaffers en heeft het doel de wijzigingen veroorzaakt door de crisis in hun strategie te onderzoeken. Deze 73 ondernemingen werden uitgenodigd deel te nemen aan een elektronische enquête. Elk bedrijf heeft evenveel kans om mee te werken aan het onderzoek en werd op dezelfde manier benaderd.

7.2 *De respons*

Daar we bij dit onderzoek sterk afhankelijk zijn van de medewerking van het management van bedrijven en strategie een eerder gevoelig onderwerp is, is een lage respons te verwachten. Van de 73 bedrijven die gecontacteerd zijn, konden na herhaalde herinneringen maar 17 bedrijven werkelijk opgenomen worden in de onderzoeksresultaten (23%). Toch is die 23% een te pessimistische weergave van de respons daar de bevroegde groep eigenlijk uit twee delen bestaat: enerzijds de echte doelgroep van autonome, actieve venture capitalists en anderzijds een groep die om diverse redenen, die hieronder toegelicht worden, niet tot de eerste groep kan gerekend worden. Bij het toepassen van de onderzoeksfocus, zoals hieronder beschreven, betekent dit dat van de 35 autonome en actieve bedrijven er 12 bedrijven bruikbare antwoorden hebben gegeven. Dit betekent een respons van 34%. De overige respondenten behoren vooral tot de categorie van spin-offs en overheidsbedrijven met een nauwe focus.

De onderzoeksfocus werd als volgt bepaald. Ten eerste worden bedrijven die zich specifiek focussen op buy-outs uit de selectie gehaald, omdat buy-outs in België niet worden beschouwd als typisch venture capital. Daar er een discussie bestaat over het feit of groeifinanciering al dan niet tot venture capital behoort, wordt deze categorie wel opgenomen. Ten tweede worden ook enkel bedrijven opgenomen die een voldoende autonoom investeringsbeleid mogen voeren. Aangezien dit onderzoek specifiek gaat kijken of venture capitalists hun strategie zullen wijzigen, kan dit enkel maar gemeten worden bij bedrijven die autonoom hun koers kunnen wijzigen. Bedrijven die een te specifiek opgelegde focus hebben of die onder enge supervisie van de overheid staan, worden daarom in principe niet opgenomen in dit onderzoek. Ten derde worden bedrijven die op het punt staan van vereffening of in vereffening zijn of een heel beperkte activiteitsgraad evenmin in deze studie verwerkt. Ten vierde zullen ook banken niet opgenomen worden. De kernactiviteit van banken bestaat niet specifiek uit het zich bezig houden met venture capital verschaffing. Tenslotte worden spin-offs apart bestudeerd. Spin-offs worden apart geanalyseerd daar zij vaak niet als hoofddoel hebben om winst te creëren en sterk afhankelijk zijn van een bepaalde universiteit of associatie van universiteiten. Deze categorie wordt dus niet opgenomen in de algemene resultaten, wij hebben ze geanalyseerd via informatie die beschikbaar is op hun website en niet via de gegevens die verkregen zijn via de enquête. Deze selectie maakt dat 38 bedrijven (inclusief spin-offs) niet opgenomen worden in het algemene onderzoek en het steekproefkader bijgevolg nog uit 35 bedrijven bestaat. Bedrijven die niet opgenomen worden zijn in het grijs aangegeven in tabel 7-1. Het steekproefkader zal echter variabel zijn afhankelijk van welke hypothese onderzocht zal worden. Wanneer hypothese zes en zeven (betrekking hebbende op geografie) onderzocht zullen worden, zullen bedrijven die zich specifiek alleen richten op Vlaanderen, Wallonië of België uit het steekproefkader gehaald worden. Deze bedrijven hebben namelijk een te strikt investeringsbeleid betreffende geografie om de wijziging van hun strategie met betrekking tot deze factor te onderzoeken.

Indien we in het kader van dit empirisch onderzoek spreken over "venture capitalists" spreken we over de groep van venture capitalists die een autonoom investeringsbeleid voeren, zoals hierboven beschreven. Indien we spreken over spin-offs of venture capitalists met overheidsinitiatief die geen autonoom investeringsbeleid voeren, zal dit uitdrukkelijk vermeld worden.

De algemene resultaten werden ook gecontroleerd op basis van het tijdstip wanneer de enquête werd teruggestuurd door de venture capitalists. Hiermee probeerden we te analyseren of er mogelijk significante verschillen waren tussen bedrijven die in de periode januari – februari 2010 de enquête beantwoord hebben en bedrijven die pas in de periode april 2010 antwoordden. Als er grote verschillen zouden zijn, kan dat een indicatie zijn van een belangrijke non-respons vertekening. Aan de hand van de vergelijking konden echter geen verschillen gevonden worden tussen de antwoorden die mogelijk te wijten waren aan het tijdstip van beantwoording van de enquête.

7.3 *Het proces*

We creëerden een elektronische enquête. Deze enquête werd via e-mail uitgestuurd naar 73 venture capital verschaffers. Om zoveel mogelijk respons te verkrijgen werd rekening gehouden met de aanbevelingen in de 'tailored design method' (Dillman, 2007). Bedrijven die na een eerste e-mail de enquête niet invulden, kregen na het verstrijken van een maand een tweede herinnering via e-mail. Daarna werden de venture capitalists telefonisch gecontacteerd. Bij de vraag tot medewerking aan dit onderzoek door het invullen van de enquête werd de nadruk gelegd op de anonieme verwerking van de resultaten. Er werd dan ook benadrukt dat de antwoorden op de vragen vertrouwelijk behandeld zullen worden. Ook zal deze informatie niet gebruikt worden voor andere doeleinden dan deze masterproef.

De enquête die afgenomen werd bestaat uit drie delen. Allereerst werd bedrijfsspecifieke informatie bekomen, zoals de grootte van het bedrijf. Vervolgens werden vragen gesteld die zich richtten naar de manier van investeren. Een laatste categorie van vragen richtte zich op het fonds. We verzamelden gedetailleerde informatie door het gebruik van een combinatie van open vragen en vragen waarbij de venture capitalists de gepaste mogelijkheid dienden aan te duiden (Yin, 2009). De enquête was Engelstalig, de e-mail was zowel in de Nederlandse als de Engelse taal geschreven. U kan deze enquête terugvinden in bijlage 1.

Na de verwerking van de elektronische gegevens van de enquête via Microsoft Excel, werden de resultaten besproken met bevoorrechte getuigen aan de hand van een interview. Via een interview werd getracht om naar de onderliggende redenen te zoeken voor de resultaten. Yin (2009) citeert als volgt: "interviews are the preferred strategy when 'how' or 'why' questions are posed within a real-life context" (p. 85). Er werd dus onderzocht waarom deze resultaten zich voordeden. Via de interviewmethode werd ook getracht om een interactie tussen de deelvragen terug te vinden. De interviews werden uitgevoerd in het Nederlands en duurden ongeveer één uur. Er werd gekozen voor een half – gestructureerd interview. Voorafgaand aan het interview werden een aantal onderwerpen vastgesteld waarover we informatie wensten te verkrijgen. Aan de hand van een open vraag werd voor elke onderwerp gestart met het verkrijgen van informatie. Afhankelijk van het verloop van het gesprek werden bijkomende open en gesloten vragen gesteld om verdiepende informatie te bekomen. Deze aanpak geeft ons de mogelijkheid om dieper in te gaan op bepaalde elementen en geeft de geïnterviewde de kans om bijkomende informatie te verstrekken waarvan hij of zij denkt dat dit een meerwaarde vormt voor dit onderzoek.

Als deskundige binnen de Belgische venture capital industrie werd Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, geïnterviewd. Vanuit zijn ervaring en expertise gaf hij een zo objectief mogelijk beeld weer waarom bepaalde bevindingen zich voordoen in dit onderzoek.

Om te kijken hoe een venture capitalists in de praktijk omgaat met de financiële crisis wordt de Limburgse Reconversie Maatschappij behandeld als casestudie. De informatie wordt verkregen aan de hand van het jaarverslag, de website, een magazine uitgegeven door LRM en een interview met Alexandra Mannaerts, investment manager bij LRM. Zij gaat dieper in op de gepubliceerde bedrijfsinformatie en verstrekt hiernaast bijkomende informatie.

Tabel 7-1: Belgische venture capitalists

| | Venture capitalists | gediversifieerde portfolio | | | | |
|----|--|----------------------------|----------------------------|----------|--|---|
| | | overheid/ privé | geen VC (buy-out) | spin-off | regio | sector |
| 1 | 3D Participaties | privé | buy-outs | | | |
| 2 | AGRI INVESTMENT FUND (AIF) CVBA | privé | VC | | België | agri, food, bio-industrie, bio-technology, milieu |
| 3 | ALLEGRO INVESTMENT FUND NV | privé | VC | spin-off | Europa | high-tech companies |
| 4 | ARIKAFUND NV | privé | groefinanciering | | België (Vlaanderen) | media of mediagerelateerde ICT (KMO's) |
| 5 | BAEKELAND FONDS II NV | privé | VC | spin-off | | |
| 6 | BANK DEGROEF NV | privé | VC | | België, Nederland, Luxemburg, Zwitserland, Frankrijk, Spanje | geen voorkeur |
| 7 | BELGISCHE INVESTERINGSMAATSCHAPPIJ VOOR ONTWIKKELINGSLANDEN NV | overheid | groefinanciering | | Afrika, Latijns-Amerika, Azië | geen voorkeur |
| 8 | BELUGA NV | privé | later stage | | België | geen voorkeur |
| 9 | BEM-FLEMISH CONSTRUCTION AND INVESTMENT COMPANY NV | privé | groefinanciering | | Centraal en Oost-Europa | bouwsector |
| 10 | BIG BANG VENTURES | privé | VC | | Europa | digital media, ICT |
| 11 | BIOTECH INCUBATION PARTNERS | privé | VC | | Europa | biotechnologie, life sciences |
| 12 | BMI (BELGISCHE MAATSCHAPPIJ VOOR INTERNATIONALE INVESTERING) | overheid | groefinanciering | | wereld | industriële sectoren |
| 13 | BRUSSELS I ³ FUND NV | privé | VC | spin-off | | |
| 14 | CAPITAL – E NV | privé | VC | | Europa | micro- and nano-electronics |
| 15 | CAPRICORN VENTURE PARTNERS NV | privé | VC | | wereld | technologie gebaseerde ondernemingen |
| 16 | CREAFUND II Comm. VA | privé | groefinanciering, buy-outs | | België | geen voorkeur |
| 17 | CULTUURINVEST | overheid | groefinanciering | | België | cultuurindustrie |
| 18 | DEXIA BANK BELGIE (DEXIA PRIVATE EQUITY) NV | privé | VC | | Europa | infrastructuur, utilities, cleantech |
| 19 | DOMO GROUP | privé | VC | | Europa | ICT en hernieuwbare energie |
| 20 | E-CAPITAL NV | privé | buy-out | | België | geen voorkeur |
| 21 | E-MERGE NV | privé | VC | | Europa (voornamelijk België) | internet & technologie gerelateerde bedrijven |
| 22 | FALCON FUND III NV | privé | groefinanciering, buy-outs | | België | mature bedrijven |
| 23 | FEDERALE PARTICIPATIE- EN INVESTERINGSMAATSCHAPPIJ (fpim-sfpi) | overheid | groefinanciering | | België | innovatie, duurzame ontwikkeling, luchtvaart/luchthaven, vastgoed, vergrijzing van de bevolking, internationale investeringsfondsen |

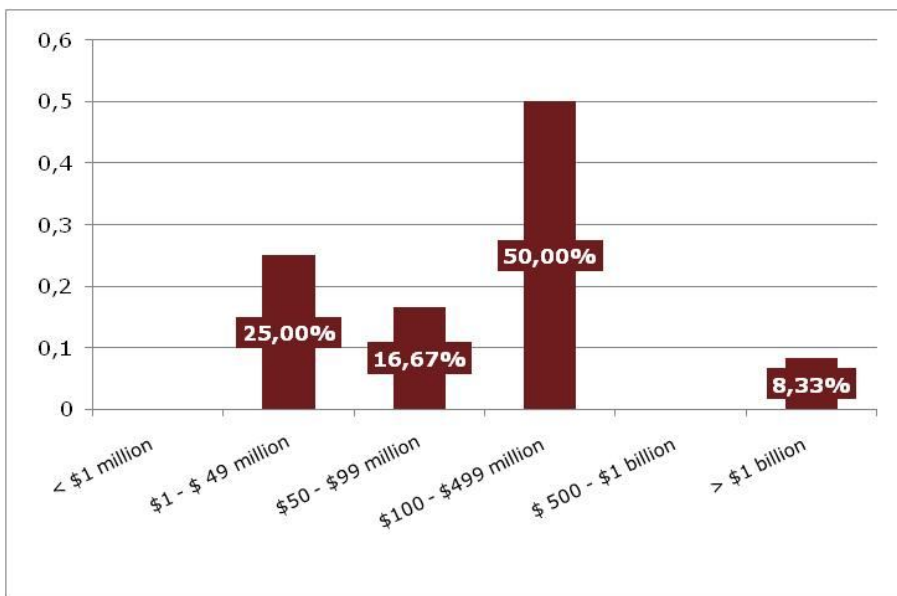
| | | | | | |
|----|---------------------------------------|----------|----------------------------|-------------------|---|
| 24 | FIDIMEC NV | privé | VC | Vlaanderen | incubatedossiers van IMEC |
| 25 | FIN.CO NV | privé | buy-out | Benelux | business-to-business markten |
| 26 | FORTIS PRIVATE EQUITY ARKIMÉDES | privé | | | |
| 27 | FORTIS PRIVATE EQUITY Belgium | privé | | | |
| 28 | GEMMA FRISIUS FONDS NV | privé | VC | spin-off | technologische sectoren, life sciences, technology en cleantech |
| 29 | GIMV | overheid | VC | wereld | geen voorkeur |
| 30 | INDUFIN NV | privé | groefinanciering, buy-outs | België, Luxemburg | |
| 31 | ING ACTIVATOR FUND NV | privé | | | |
| 32 | ING BELGIE NV - CORPORATE INVESTMENTS | privé | | | |
| 33 | KBC ARKIV NV | privé | | | |
| 34 | KBC PRIVATE EQUITY NV | privé | | | |
| 35 | KIDS-INVEST | overheid | VC | België | kinderopvang |
| 36 | KRINGLOOPFONDS CVBA | overheid | | | |
| 37 | LESSIUS | privé | buy-outs | | |
| 38 | LRM NV | overheid | VC | Limburg | ICT en media, lifesclences, cleantech en energie |
| 39 | NIVELINVEST | privé | VC | Wallonië | geen voorkeur |
| 40 | OCCAS VENTURES CVBA | privé | VC | wereld | industriële oplossingen in energiesector, toepassingen, constructies, transport, metaal en staal sector |
| 41 | PARTICIPATIEMAATSCHAPPIJ VLAANDEREN | overheid | | Vlaanderen | |
| 42 | PARTNERS@VENTURE NV | privé | groefinanciering | België | communicatie- en informatietechnologie, life sciences, milieutechnologie |
| 43 | PE GROUP NV | privé | groefinanciering, buy-outs | België | geen voorkeur |
| 44 | PENTAHOLD NV | privé | groefinanciering, buy-outs | Benelux | geen voorkeur |
| 45 | PMV-MEZZANINE | overheid | VC | Vlaanderen | |
| 46 | PRIVAST CAPITAL PARTNERS NV | privé | VC | Europa | geen voorkeur |
| 47 | PROFINPAR NV | privé | groefinanciering, buy-outs | Europa | geen voorkeur |
| 48 | QAT II INVESTMENTS NV | privé | groefinanciering | Benelux | digitech, meditech, cleantech en logistiek |

| | | | | | |
|----|---|----------|----------------------------|-----------------------|--|
| 49 | QUEST FOR GROWTH NV | privé | groefinanciering | Europa | technologie – biotechnologie |
| 50 | REGENIUS I NV | privé | groefinanciering, buy-outs | West-Europa | sites |
| 51 | SAFFELBERG INVESTMENTS NV | privé | VC | Europa | geen voorkeur |
| 52 | SHERPA INVEST | privé | groefinanciering, buy-outs | België | geen voorkeur |
| 53 | SOFCATRA NV | privé | VC, vooral buy-outs | Europa | geen voorkeur |
| 54 | SOFINDEV NV | privé | groefinanciering, buy-outs | België | geen voorkeur |
| 55 | SOFINIM NV (Ackermans & Van Haaren) | privé | VC | Europa | geen voorkeur |
| 56 | SOFTWARE HOLDING & FINANCE NV | privé | spin-off | België | IT, software, telecom, biotech, pharma and new materials |
| 57 | SOPARTEC | overheid | | | |
| 58 | SOWALFTN | overheid | | | |
| 59 | SRIE/GIMB | privé | | Brussel | geen voorkeur |
| 60 | SRIW | privé | | Wallonië | |
| 61 | START - IT | privé | | voornamelijk Wallonië | |
| 62 | STONEFUND NV | privé | VC | Europa | technologie bedrijven, cleantech, energie, afvalverwerking, ... |
| 63 | STROKE FUND II CVBA | privé | groefinanciering, buy-outs | Benelux | geen voorkeur |
| 64 | SYNOPSIS ASSOCIATES | privé | groefinanciering, buy-outs | Europa | alle sectoren met voorkeur voor voedingsindustrie |
| 65 | TRIODOS RENEWABLES EUROPE FUND | privé | groefinanciering | Europa | (duurzame) energiesector |
| 66 | TRIVIDEND CVBA | privé | VC | Vlaanderen | sociale economie |
| 67 | TRUSTCAPITAL NV | privé | groefinanciering, buy-outs | Europa | geen voorkeur |
| 68 | VECTIS PARTICIPATIES NV | privé | VC | Vlaanderen | geen voorkeur |
| 69 | VENTURES4GROWTH CVBA | privé | VC | Europa | technology convergence sectors, cleantech, creative industries, catalyst |
| 70 | VESALIUS BIOCAPITAL ARKIV NV | privé | VC | Europa | life sciences |
| 71 | VLAAMS INNOVATIEFONDS Comm.VA (VINNOF) | overheid | VC | Vlaanderen | geen voorkeur |
| 72 | WATERLAND PRIVATE EQUITY INVESTMENTS NV | privé | groefinanciering, buy-outs | wereld | groeimarkt industrieën |
| 73 | YUKON NV | privé | groefinanciering, buy-outs | Vlaanderen en brussel | geen voorkeur |

8 Analyse van de onderzoeksresultaten

8.1 Eerste observatie

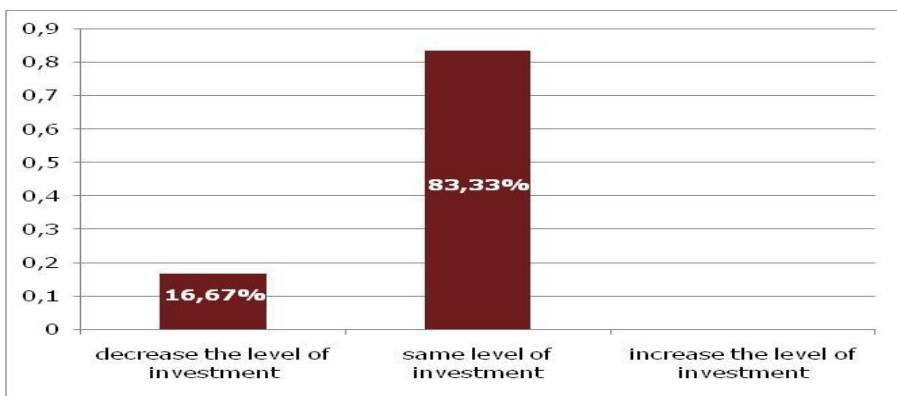
De helft van de bedrijven die meewerkten aan dit onderzoek hebben assets under management voor een bedrag dat ligt tussen \$100 en \$499 miljoen. Deze bedragen worden in dollar uitgedrukt om de vergelijkbaarheid met voorgaand onderzoek te verhogen. Wanneer we bedrijven met assets under management groter dan \$100 miljoen als groot beschouwen, kunnen we zeggen dat 60% van de venture capitalists die meewerkten aan dit onderzoek groot zijn. De overige 40% van de bedrijven hebben assets under management ten bedrage van \$1 miljoen – \$99 miljoen.



Figuur 8-1: Assets under management

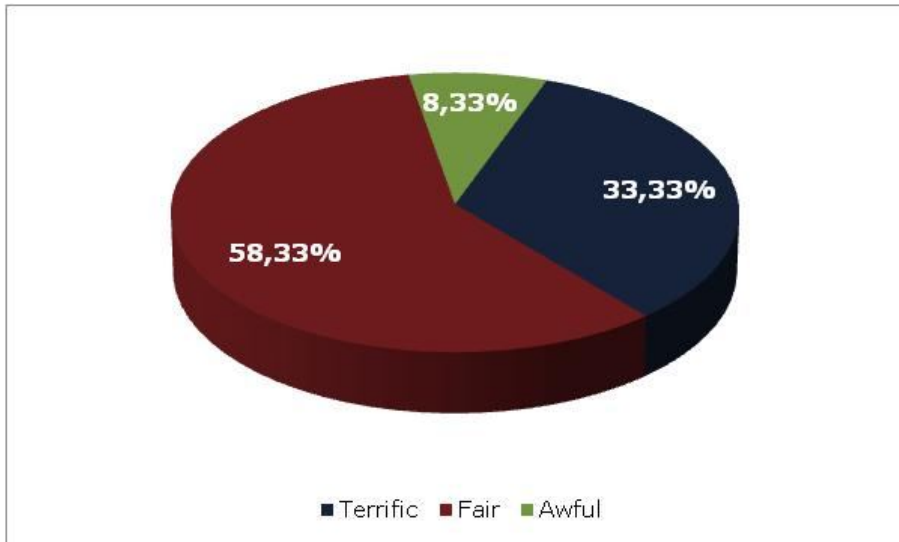
Ondanks de financiële crisis blijkt dat 83,33% van de venture capitalists hun investeringsniveau uitgedrukt in kapitaal niet zullen veranderen en dus zullen aanhouden zoals voorheen zoals figuur 8-2 aangeeft. Slechts 16,67% van de venture capitalists die meewerkten aan dit onderzoek beweren hun investeringsniveau te doen dalen. Deze laatste groep van venture capitalists hebben assets under management ten bedrage van \$100 - \$499 miljoen. Volgens BVA (2009) kende de private equity markt in België in 2008 ten opzichte van 2006 en 2007 een daling van 25 procent. Deze observatie gebeurde op basis van de analyse van ex post gegevens. Dit onderzoek geeft

deze daling niet weer. Enerzijds kan dit verklaard worden doordat BVA (2009) zich richt op de volledige private equity markt, terwijl dit onderzoek zich focust op venture capital. Anderzijds kan dit verklaard worden door het feit dat dit onderzoek polst naar de intentie van de venture capitalists. Venture capitalists geven aan wat ze denken dat hun investeringsniveau, uitgedrukt in kapitaal, zal zijn tijdens de financiële crisis. Er is mogelijk een kloof tussen de intentie van venture capitalists en de werkelijke handelingen van deze venture capital verschaffers. Volgens Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, zijn hier nog twee bijkomende verklaringen aan te geven. Allereerst zegt hij dat zelfs als venture capitalists een beetje onder druk staan van de financiële crisis, hij toch verwacht dat ze gaan investeren in de bedrijven die reeds aanwezig zijn in hun portefeuille. Deze laatste bedrijven hebben namelijk de nodige steun nodig, hebben hulp en advies nodig bij de verdere ontwikkeling ... Venture capitalists gaan dus volgens hem misschien minder investeren in nieuwe bedrijven, maar gaan wel de bedrijven in hun huidige portefeuille ondersteunen. Zo kunnen ze deze bedrijven nog laten groeien doorheen de cyclus van moeilijkheden die gepaard gaan met de financiële crisis. Vanaf het moment dat de financiële crisis voorbij is, kan het bedrijf renderen en winst opleveren voor de venture capitalist. Daarnaast geeft hij aan dat er ook een aantal venture capitalists misschien wel risicovol wensen te investeren met het geld dat ze bezitten tijdens de crisis. Bedrijven worden tijdens deze financiële crisis laag gewaardeerd. Indien venture capitalists het bedrijf toch kunnen laten groeien tijdens deze moeilijke periode, kunnen ze later, na de crisis, winst genereren wanneer het bedrijf hoger gewaardeerd wordt. Op korte termijn neemt de venture capitalists een groot risico, maar op lange termijn kan dit wel zijn vruchten afwerpen.



Figuur 8-2: Level of investment in terms of capital

Ook werd gepeild naar de opinie van venture capital verschaffers over het economische klimaat. Uit figuur 8-3 blijkt dat 92% van de respondenten het economische klimaat als redelijk goed beschouwt, waarvan 33% de huidige situatie zelfs beschrijft als uitstekend.

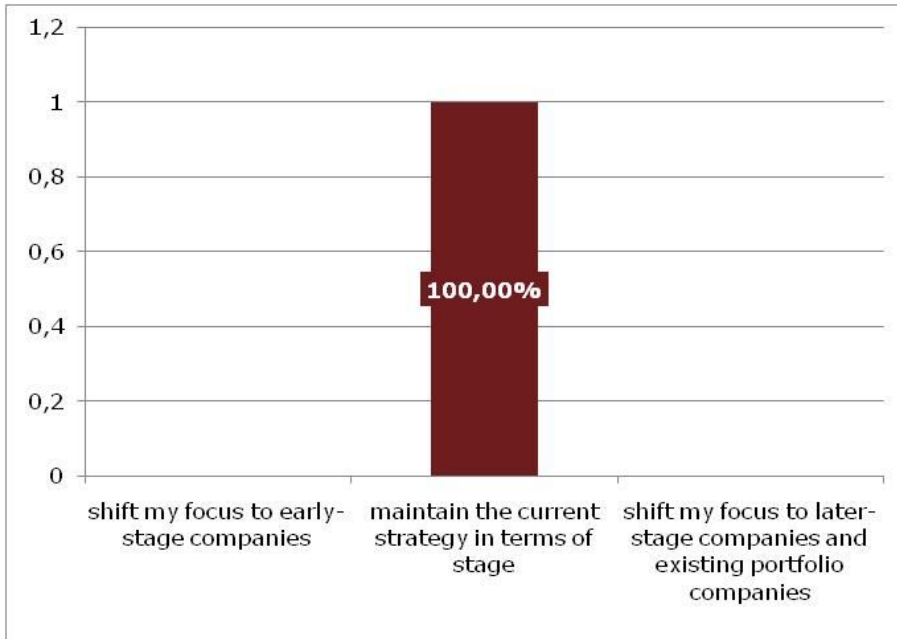


Figuur 8-3: De opinie over het economische klimaat

8.2 De fase van investeren

De eerste hypothese stelt dat venture capitalists hun strategie met betrekking tot fase van investeren zullen wijzigen tijdens de huidige financiële crisis. Uit de resultaten (figuur 8-4) kunnen we besluiten dat deze hypothese verworpen kan worden. Elk bedrijf dat meewerkte aan dit onderzoek beweert namelijk zijn investeringen met betrekking tot fase van investeren niet te wijzigen. Dit heeft tot gevolg dat ook hypothese twee verworpen kan worden. De Europese studie, uitgevoerd door Deloitte en EVCA (2009), beweert dat venture capitalists omwille van de crisis hun huidige strategie in verband met fase van investeren zullen aanhouden, maar bovendien ook eerder hun focus zullen leggen op later stage investeringen. Dit laatste geldt vooral voor grote Europese venture capital verschaffers. Ook Belgisch onderzoek (BVA, 2009) geeft aan dat later stage investeringen stijgen in 2008 ten opzichte van 2007. Wanneer de bevindingen van BVA kunnen geprojecteerd worden op dit onderzoek, kunnen we misschien stellen dat de meeste venture capitalists reeds voor de crisis hun focus legden op later stage investeringen. Tijdens de

crisis zullen ze hun strategie niet veranderen, maar zullen de later stage investeringen mogelijk aanhouden.



Figuur 8-4: Invloed van de crisis op de strategie van venture capitalists – fase van investeren

Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, geeft de volgende verklaringen voor deze bevindingen. Indien een fonds opgericht wordt, probeert de venture capitalist nieuwe aandeelhouders te overtuigen om te investeren in dit fonds. Op voorhand wordt wel beslist welk soort risico deze investeerders zullen nemen. Stel dat bijvoorbeeld in 2008 een fonds wordt opgericht met een bepaald risico. Dit risico wordt onder andere bepaald door te kijken in welke sector er geïnvesteerd zal worden, in welke fase ... Als we ons nu bevinden in de periode van de financiële crisis in 2009, dan zal de structuur van dit fonds niet wijzigen, aangezien het risicoprofiel vastgelegd is in 2008. Het is niet eenvoudig om dan de structuur volledig om te gooien. Er bestaat de mogelijkheid dat venture capitalists een beperkte flexibiliteit hebben, maar een volledige verandering van de structuur zal maar weinig voorkomen. Vervolgens verwijst hij naar de capaciteit van de groep managers die het fonds beheren. Investeren in buy-outs, start-ups of groeifinanciering is volgens Serge Prosman een volledig andere job. Elke fase van investeren kent zijn eigen kenmerken en moeilijkheden. De managers dienen de nodige know-how te hebben om hierin te investeren. Daarom zal het voor een groep managers enorm moeilijk zijn om hun

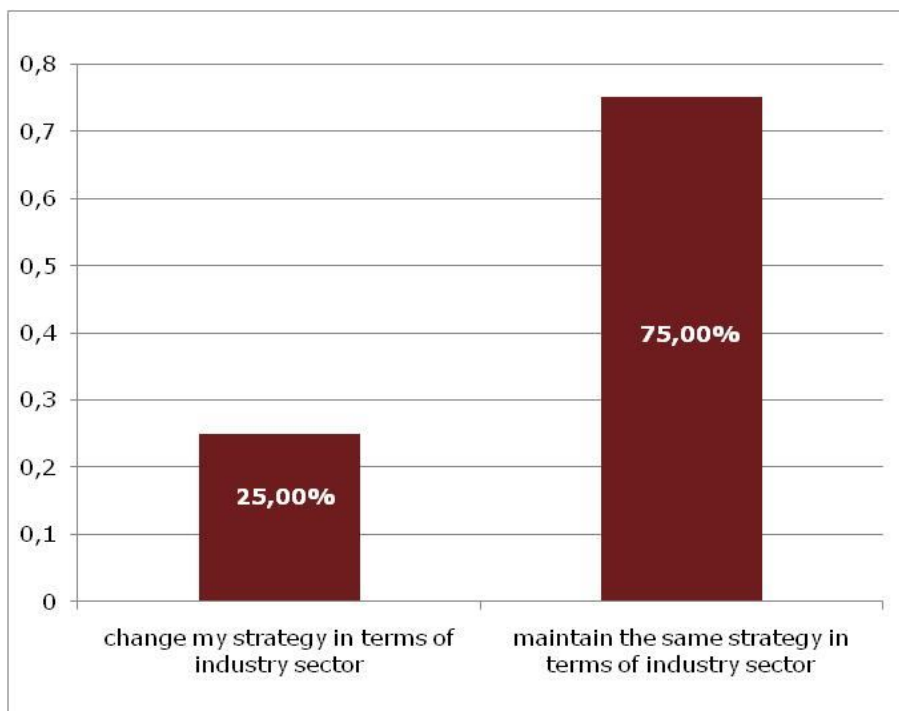
strategie met betrekking tot fase van investeren te wijzigen. Ook kan deze redenering doorgetrokken worden naar de strategie met betrekking tot sector. Ook hier wordt van de managers vereist dat ze vaak specifieke kennis per sector hebben.

8.3 De sector

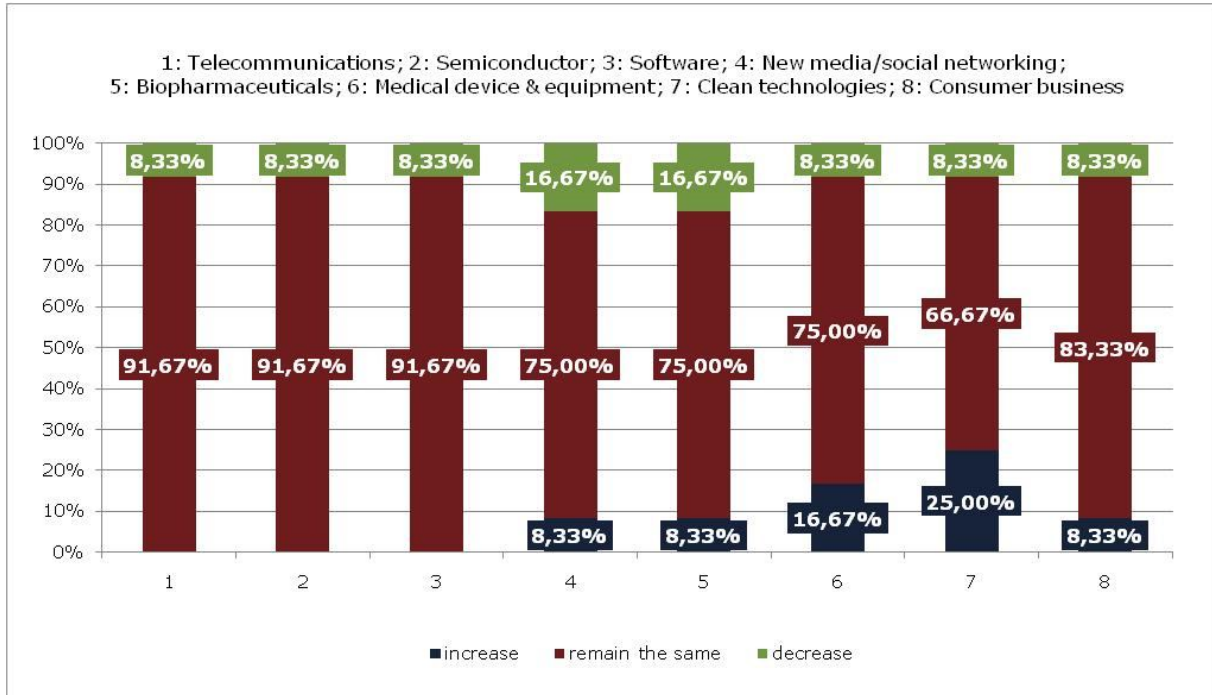
Venture capitalists zullen mogelijk omwille van de financiële crisis hun strategie wijzigen met betrekking tot sector. Om dit te onderzoeken, zal hypothese drie getoetst worden. Deze hypothese stelt dat venture capitalists hun investeringen met betrekking tot sector zullen wijzigen door de huidige financiële crisis. Figuur 8-5 geeft aan dat 75% van de venture capitalists die meewerkten aan dit onderzoek hun investeringen met betrekking tot sector niet zullen wijzigen. De overige 25% zal dit wel doen. Deze laatste groep van bedrijven heeft een assets under management tussen \$1 - \$49 en \$100 - \$499 miljoen. De grootte van het bedrijf lijkt dus geen invloed te hebben op deze hypothese. Volgens deze gegevens kunnen we stellen dat we hypothese drie mogen verwerpen. Dit heeft tot gevolg dat ook hypothese vier en vijf verworpen kan worden. Hoewel 75% van de bedrijven beweerden hun investeringen met betrekking tot sector niet te wijzigen, hebben toch een aantal van deze bedrijven meegedeeld hun investeringen in een bepaalde sector te doen dalen of stijgen. Een mogelijke verklaring hiervoor is het feit dat deze bedrijven hun investeringen binnen hun huidige portefeuille in een bepaalde sector zullen doen stijgen of dalen, maar geen nieuwe sectoren opnemen in hun portefeuille. De procentuele verhoudingen tussen de sectoren binnen hun huidige portefeuille zullen dus mogelijk wijzigen. Daarenboven geeft Serge Prosman aan dat er maar heel weinig venture capitalists zijn die een "één-sector-benadering" hebben, of zogenaamde specialisten zijn. Dit betekent dat de meeste venture capitalists een portefeuille beheren van bedrijven die zich bevinden in verscheidene sectoren. Het aandeel dat ze bezitten in bepaalde sectoren kan dus binnen hun portefeuille wijzigen. Er bestaan venture capitalists die investeren in één bepaalde sector, maar dit is zeer uitzonderlijk voor België. Een voorbeeld hiervan is Vendis Capital.

Figuur 8-6 geeft aan welke veranderingen we kunnen verwachten in de Belgische venture capital markt betreffende wijzigingen van de investeringen in een bepaalde sector. De algemene trend die

beschreven wordt in de Europese literatuur (Deloitte en EVCA, 2009) en die zegt dat investeringen in clean technologies zullen stijgen, zien we ook terug in deze grafiek. Echter blijven de investeringen in de meeste andere sectoren hetzelfde. De categorie die beschreven wordt als "remains the same" dient geïnterpreteerd te worden als volgt. Enerzijds bestaat deze groep uit bedrijven die werkelijk hun investeringen in een bepaalde sector hetzelfde wensen te houden en anderzijds uit een groep bedrijven die vanuit hun investeringsfocus niet zullen investeren in deze sector en daarom hun investeringsniveau hetzelfde houden, gelijk aan nul. De vraag die hier gesteld kan worden, is of deze stijging in investeringen in de clean technology sector werkelijk het gevolg is van de financiële crisis. De kans bestaat dat zonder de financiële crisis evenzeer investeringen zouden gemaakt worden in deze sector omwille van bijvoorbeeld de stijgende maatschappelijke druk naar hernieuwbare energie. Door de crisis bestaat er wel de mogelijkheid dat investeerders kritischer gaan nadenken waarin ze zullen investeren en meer afgewogen keuzes zullen maken.



Figuur 8-5: Invloed van de crisis op de strategie van venture capitalists – sector 1



Figuur 8-6: Invloed van de crisis op de strategie van venture capitalists – sector 2

8.4 Geografie

Vele venture capitalists in België focussen zich specifiek op Belgische ondernemingen. Ook een aantal respondenten beschikken over deze investeringsfocus. Slechts vijf bedrijven die hun medewerking verleenden, beschikken op vlak van geografie over een autonoom investeringsbeleid. Dit betekent dat we de antwoorden van deze respondenten niet kunnen veralgemenen naar de hele populatie, maar dienen te analyseren als bevoorrechte antwoorden. Op basis van de antwoorden merken we dat deze Belgische venture capitalists hun investeringen in alle niet-Europese landen hetzelfde zullen houden of ze antwoorden zelfs dat deze landen niet van toepassing zijn op hun bedrijf. Dit laatste betekent dat ze vanuit hun investeringsbeleid niet zullen investeren in deze landen. Enkel hun investeringen in Europa (excl. België) en hun investeringen in België wijzigen. Deze wijziging is zowel positief als negatief wat betekent dat we geen bepaalde trend kunnen afleiden. Waar de literatuur aangeeft dat investeringen in Azië zullen stijgen, kunnen we dit zeker niet afleiden uit onze resultaten. We durven te stellen dat hypothese zes en zeven verworpen kunnen worden. Echter dienen we hier voorzichtig te zijn daar de respons zeer laag is omdat we

enkel bedrijven kunnen opnemen die een autonoom beleid voeren betreffende geografie. Meerdere gegevens kunnen mogelijk de antwoorden wijzigen. Volgens Deloitte en EVCA (2009) zal er een verschuiving van de investeringen waar te nemen zijn naar Azië (exclusief India), India en Zuid-Amerika. Deze verschuiving kan niet bevestigd worden door dit Belgisch onderzoek.

Volgens Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, is het tamelijk evident dat deze resultaten gevonden werden. Het is in de praktijk enorm moeilijk om venture capital investeringen te hebben in andere continenten. Als venture capitalist zetel je namelijk in de Raad van Bestuur, dien je de vergaderingen van de Raad van Bestuur bij te wonen ... Volgens Serge Prosman investeren Belgische venture capitalists in bedrijven met een vestigingszetel in het buitenland die een maximale radius hebben van 300 kilometer ten opzichte van België. We spreken hier dus van Nederland, Luxemburg, Duitsland en Frankrijk. Per uitzondering kan er ook geïnvesteerd worden in Spanje of bijvoorbeeld Italië. Het is wel mogelijk dat de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt een acquisitie doen van bedrijven die wereldwijd gevestigd zijn. De venture capitalists die rechtstreeks wereldwijd investeren zijn eerder internationale fondsen zoals 3i.

Daarnaast werden de venture capitalists bevraagd naar de mogelijke trend die kan ontstaan in de nabije toekomst. De ondervraagden dienden aan te geven welke vijf locaties het meeste potentieel zullen hebben in de volgende drie jaren betreffende economische mogelijkheden. Zeer opmerkelijk is dat China, India en Brazilië hier steeds in de top drie zaten bij de respondenten die antwoordden op deze vraag. Oost-Europa en Rusland hebben volgens enkele respondenten in de volgende drie jaren ook veel potentieel. Deze landen worden vaak de zogenaamde BRIC-landen genoemd. Ze worden beschouwd als de nieuwe economische marktleiders van de toekomst. De BRIC-landen zouden zich zeer snel ontwikkelen en al snel de huidige marktleiders voorbij steken. Ook Europese venture capitalists zetten China op de eerste plaats en India op de tweede plaats bij het beantwoorden van deze vraag. Brazilië kreeg ook een plaats in de top vijf, maar Rusland viel hier uit de mand. Rusland werd zelfs ondergebracht in de top vijf van landen die het meest te verliezen hebben. Hierin verschilt het Europese onderzoek sterk van het Belgische onderzoek (Deloitte & EVCA, 2009).

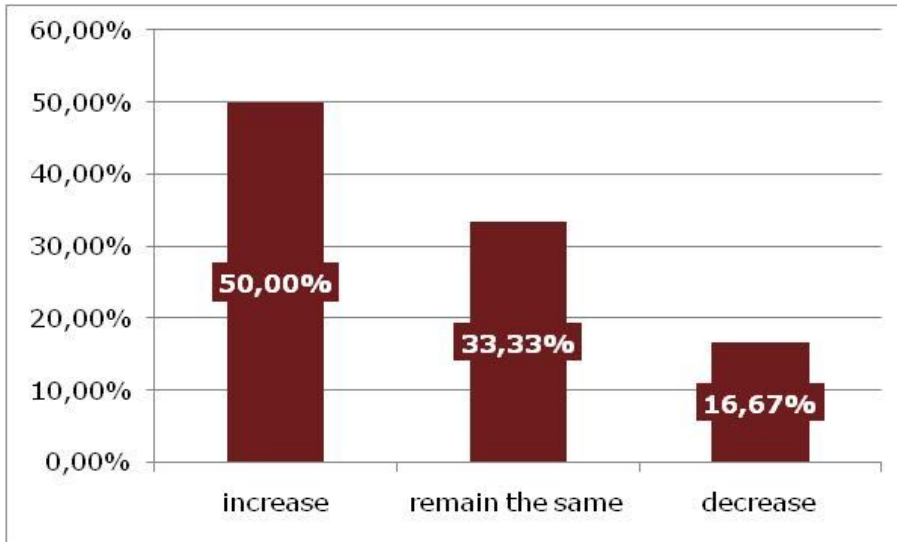
8.5 Combinatie van variabelen

Dit onderzoek tracht ook te onderzoeken of er een interactie waar te nemen is tussen de variabelen geografie, fase van investeren en sector. De literatuur gaf hieromtrent weer dat investeringen in het buitenland vooral zullen gebeuren in bedrijven die zich in de later stage bevinden (Hall en Tu, 2003). Aan de hand van een interview met Serge Prosman werd getracht om meer inzicht te krijgen in deze mogelijke interactie.

Uit het interview bleek dat ook Serge Prosman niet kon zeggen of er werkelijk een interactie is tussen de variabelen geografie, fase van investeren en sector. Tijdens het interview verwijst hij opnieuw naar het begrip risico. Het risico van een bepaalde investering wordt op voorhand vastgelegd. Het investeren in het buitenland gaat tezamen met een tamelijk hoog risico. Om een nog hoger risico te vermijden, is het mogelijk dat er enkel wordt geïnvesteerd in later stage of in minder risicovolle sectoren. Hierbij sluit hij zich aan bij de literatuur. Anderzijds zijn er mogelijk investeerders die middelen wensen te beleggen in zeer risicovolle fondsen om hier dan ook weer een hoger rendement uit te halen. Deze risicovolle fondsen zullen dan eerder investeren in buitenlandse bedrijven die zich bevinden in de early stage en in risicovolle sectoren.

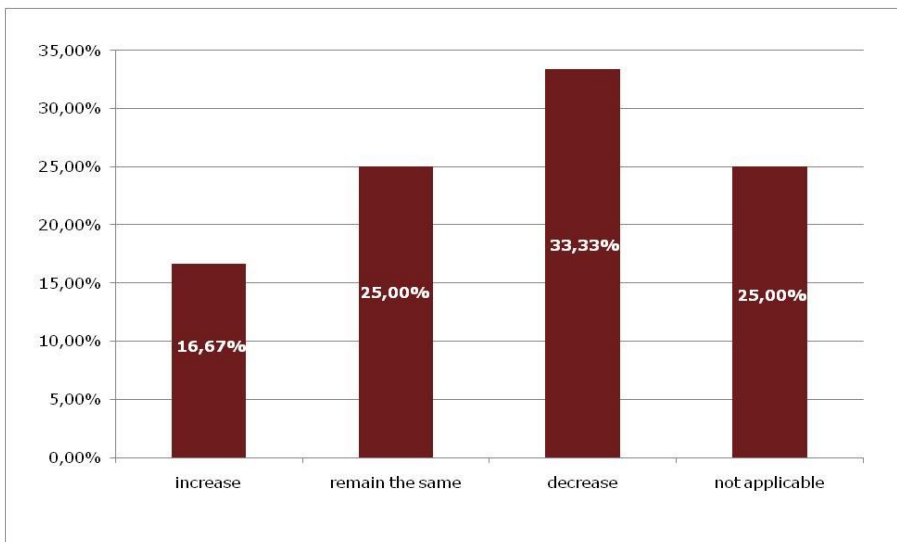
8.6 Analyse van het fonds

Daar het fonds voor venture capital verschaffers een belangrijk element vormt en de mogelijkheid tot investeren bepaalt, wordt dit evenzeer onderzocht in dit onderzoek. Mogelijk kan een verandering in het fonds een verklaring geven aan bovenstaande bevindingen. Figuur 8-7 geeft weer of de verwachte grootte van het fonds in vergelijking met het huidige fonds zal stijgen, dalen of hetzelfde blijven. De helft van de ondervraagden beweren dat de verwachte grootte van het fonds zal stijgen. Dit impliceert ofwel dat het huidige fonds waarmee men kan investeren tijdens de crisis laag is en de venture capitalists verwachten dat dit in de toekomst zal stijgen, ofwel dat het fonds van normale grootte is en in de toekomst zal stijgen volgens een normaal patroon.



Figuur 8-7: De verwachte grootte van het fonds ten opzichte van het huidige fonds

Figuur 8-8 geeft weer dat de financiële middelen afkomstig uit het buitenland verwacht worden te dalen met 33,33%. Hiertegenover staat een stijging van 16,67% van de middelen afkomstig uit het buitenland die verwacht worden. Niet van toepassing betekent hier: "venture capitalists die vanwege hun investeringsfocus of doelstellingen of organisatiestructuur geen middelen zullen aanwenden en aantrekken vanuit het buitenland."



Figuur 8-8: Aantal limited partners gevestigd in het buitenland

De financiële crisis heeft zoals reeds aangehaald banken en verzekeringsmaatschappijen geteisterd. Ook Belgische venture capitalists geven aan hier de nodige gevolgen van te ondervinden. De bereidheid tot investeren van commerciële banken, investeringsbanken en verzekeringsmaatschappijen is volgens de respondenten sterk gedaald. Hiertegenover staat een stijging van de investeringen door de overheid. Ook is deze trend zeer sterk terug te vinden in de Europese venture capital markt (Deloitte & EVCA, 2009).

8.7 Stimulerende factoren

Venture capitalists werden ook ondervraagd naar de overheidsacties die, volgens hen, de venture capital markt kunnen stimuleren of de condities van deze markt kunnen verbeteren. De meeste voorkeur ging uit naar het liberaliseren van het belastingsbeleid. Dit wordt opgevolgd door de ontwikkeling van een beleid voor het stimuleren van institutionele investeerders om te investeren in venture capital.

Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, licht aan de hand van een voorbeeld het belastingsbeleid in België toe. België beschikt ten opzichte van zijn buurlanden niet over fiscale consolidatie. Neem bijvoorbeeld een winstgevende Belgische moederonderneming die een verlieslatende dochteronderneming in Frankrijk heeft. De moederonderneming dient vennootschapsbelasting te betalen op haar volledige winst. Het verlies van de dochteronderneming wordt in België niet gecompenseerd met de winst van de moederonderneming. Neem anderzijds een winstgevende Franse moederonderneming die een verlieslatende dochteronderneming in België heeft. De moederonderneming zal maar vennootschapsbelasting moeten betalen op het verschil tussen de winst van de moeder en het verlies van de dochter. De mogelijkheid die hier bestaat tot compensatie is een groot verschil voor bedrijven. Anderzijds heeft België wel een belastingsbeleid dat op een aantal vlakken voordelig is. Er worden bijvoorbeeld geen belastingen geheven op meerwaarden, wat in andere landen vaak wel het geval is.

9 Casestudie: de Limburgse Reconversie Maatschappij (LRM)

9.1 Inleiding

Dit praktijkonderzoek omhelst evenzeer een casestudie. Deze casestudie heeft als doel om een lokale venture capitalists van naderbij te bestuderen. Op deze manier kan specifiek gekeken worden hoe een bepaalde Belgische venture capitalist omgaat met de financiële crisis en hoe deze crisis mogelijk invloed kan hebben op de strategie die ze toepast. Er werd gekozen voor LRM. LRM beschikt over een autonoom investeringsbeleid en past dus binnen onze onderzoeksfocus. Deze venture capital verschaffer investeert echter enkel in Limburgse projecten wat maakt dat we vooral de sector en de fase van investeren kunnen bestuderen. Wel kunnen we ons ook richten naar onrechtstreekse investeringen in het buitenland. Bij de keuze van de venture capitalist dienden we ook rekening te houden met de bereidheid tot medewerking. Deze werd door LRM ingewilligd.

Deze casestudie omvat drie delen. Allereerst zullen de activiteiten en de strategie van LRM bestudeerd worden. Ook zal een blik geworpen worden op het jaarverslag van LRM en het magazine Dynamo die refereren naar de crisis. Ten tweede zal aan de hand van een interview met Alexandra Mannaerts, investment manager van LRM, duidelijk gemaakt worden hoe LRM omgaat met de crisis. Tenslotte zal een conclusie gevormd worden.

9.2 LRM en de crisis

De Limburgse Reconversie Maatschappij is een investeerder die bedrijven risicokapitaal en vastgoed biedt. LRM financiert bedrijven die ondernemingsactiviteiten hebben in de provincie Limburg. LRM kan wel investeren in buitenlandse bedrijven op voorwaarde dat deze bedrijven activiteiten hebben in Limburg. Ook investeert LRM in Limburgse ondernemingen naar aanleiding van buitenlandse financieringsprojecten om zo de Limburgse entiteit te versterken. De missie van LRM wordt door henzelf beschreven als volgt: "LRM wil als winstgedreven investeerder dé katalysator zijn in de ontwikkeling van de Limburgse economie door het verstrekken van risicokapitaal aan groeigerichte bedrijven, het creëren van ruimte om te ondernemen en het

valoriseren van het mijnverleden.” Deze venture capitalist focust zich vooral op innovatie, creativiteit en duurzaamheid. Dit wordt ook weerspiegeld in de bedrijven waarin ze wensen te investeren. In principe investeert LRM in alle sectoren, maar ze proberen hun activiteiten wel op te delen in vijf speerpuntsectoren, namelijk vennootschappen in de ICT en media sector, vennootschappen in de lifesciences sector, vennootschappen in de sector van cleantechology en energie, KMO's en grote ondernemingen. LRM wenst dus enerzijds waardecreatie binnen de portfoliobedrijven te behalen, maar wenst anderzijds ook bij te dragen tot het behoud en de groei van de tewerkstelling in Limburg. Op 31 december 2008 stelden de ondernemingen van de LRM-portefeuille op dat ogenblik 6700 personen tewerk. LRM streeft bovendien ook de creatie van winst na. Afhankelijk van het risico waaraan LRM wordt blootgesteld, vraagt ze een vergoeding bovenop de ingezette middelen. De gerealiseerde winsten kunnen zo gebruikt worden om nieuwe projecten te financieren en dit op lange termijn en op continue basis verder te zetten. De portefeuille van LRM bestaat uit onder andere volgende bedrijven: Cegeka, Bioville, Silicos, Visys, Ipec, De Barrier, Minerva, Bruyninx Group ... (LRM, Opgevraagd op 5 mei, 2010)

In het magazine *Dynamo* (Mondelaers, 2008) van de investeringsmaatschappij voor Limburg verklaart Stijn Bijmens, algemeen directeur van LRM, het volgende: “Dat deze globale crisis zijn weerslag zal hebben op lokaal vlak lijkt onvermijdelijk. Een belangrijke motor van economische groei, het vertrouwen, is zwaar aangetast. Consumenten, bedrijven en openbare besturen zullen misschien geplande investeringen of uitgaven uitstellen. Banken zullen hun kredietbeleid waarschijnlijk aanscherpen en de verhouding van eigen vermogen ten opzichte van schuld zal in de financieringsdossiers centraal staan. De crisis dreigt de reële economie te besmetten” (p. 1). Hierop vervolgt hij met de volgende woorden: “LRM ondersteunt de Limburgse economie in deze crisistijd meer dan ooit. Wij kunnen de balans tussen eigen vermogen en schuldfinanciering bij de Limburgse bedrijven in evenwicht houden door risicokapitaal te verstrekken. In de Amerikaanse hypotheekmarkt en de bankwereld was deze verhouding helemaal uit balans, wat heeft geleid tot de bekende gevolgen. Met de risicodragende middelen van LRM kunnen bedrijven nieuwe bankeisen inwilligen of groei financieren. Moeilijke tijden bieden immers ook kansen voor ondernemers. Ons uitgebreide gamma van financieringsinstrumenten kan de perfecte brug zijn tussen eigen vermogen van de ondernemer en bankfinanciering” (p. 1). Ook het jaarverslag van

2008 van LRM (2009) geeft aan dat de kredietcrisis te voelen is en dat bedrijven krediet-schaarste ondervinden. Hierdoor is volgens hen de rol van kapitaalverschaffer van LRM des te meer belangrijker. De totale investeringen in geld uitgedrukt van LRM in 2008 kenden een sterke stijging. Deze trend wordt volgens LRM ook verder gezet in 2009. In 2008 beschikte LRM over 23 dossiers, wat een stijging is van twee dossiers ten opzichte van 2007. Het investeringsvolume in 2008 uitgedrukt in 1000 EUR bedroeg 23 731 EUR en kende ten opzichte van 2007 een stijging van 13 564 EUR.

Vanuit deze vermeldingen in zowel het magazine *Dynamo* (Mondelaers, 2008) als in hun jaarverslag van 2008 (2009) is het interessant om LRM via een interview met een bevoorrechte getuige, namelijk Alexandra Mannaerts, investment manager van LRM, te bestuderen.

9.3 LRM en de crisis: interview

Alexandra Mannaerts lichtte allereerst het artikel toe gepubliceerd in *Dynamo* (Mondelaers, 2008) alsook het jaarverslag van 2008 (2009). Ze vertelde ons het volgende. "De Raad van Bestuur heeft eind december 2008 beslist om in het kader van de crisis toch bedrijven te ondersteunen die in moeilijkheden komen naar aanleiding van de crisis. Dit zijn dus bedrijven die fundamenteel en structureel wel gezond zijn, maar getroffen worden door de crisis en waarbij dus de omzet sterk terugvalt. Deze bedrijven krijgen te kampen met liquiditeitstekorten en kunnen in dit geval ook niet de terugbetaling van hun bancaire leningen garanderen. LRM zal dan participeren in deze bedrijven om de periode van crisis samen met hen te overbruggen. Aan deze bedrijven zullen we replacement capital ter beschikking stellen. Sinds de financiële crisis hebben we in een aantal bedrijven geïnvesteerd die zich in deze situatie bevinden. Dit zijn nieuwe bedrijven die worden toegevoegd aan de portefeuille. LRM investeert ook nog steeds in vervolginvesteringen van bestaande bedrijven die in de portefeuille zitten."

Alexandra Mannaerts vervolgde: "Omwille van de conjunctuur is het op dit moment niet eenvoudig om uit je participaties te stappen. We dienen hier een beetje de kat uit de boom te kijken. Toch hebben we nog voldoende middelen om te blijven investeren. In vergelijking met traditionele

venture capitalists durven we ook voor een langere termijn een participatie aan te gaan, we spreken hier dan van negen jaar. Op moment van instappen, maken we wel afspraken over exit en de voorbereiding tot deze exit tezamen met de aandeelhouders. Vaak zullen we overeenkomen om vanaf vijf of zeven jaar de mogelijkheid te verkrijgen om een tussenpersoon in te schakelen om te kijken welke mogelijkheden tot exit de markt op dat moment te bieden heeft. Dit is geen specifieke deadline. We hebben het recht om dit vandaag te doen, maar niet de verplichting. Zoals de conjunctuur vandaag is, zullen we niet overgaan tot het inschakelen van een tussenpersoon om te zoeken naar exit-mogelijkheden. Als de conjunctuur het niet toelaat, heeft het geen zin om een geforceerde exit te doen die geen meerwaarde biedt voor LRM. We moeten bovendien ook kijken of het bedrijf waarin we participeren wel klaar is voor exit. Indien dit niet het geval is, blijven we participeren.”

Omwille van de financiële crisis probeerden we ook te achterhalen of LRM haar beslissingsmodel zal aanpassen bij het selecteren van potentiële participaties. Alexandra Mannaerts bevestigde dit op volgende wijze: “Op dit moment is het wel zo dat we heel omzichtig omspringen met de screening van bedrijven waar we in stappen omwille van de crisis. Het is niet meer louter en alleen een analyse van financiële informatie die we doen, maar we merken ook meer en meer een tendens naar het voeren van een commerciële due diligence, we gaan meer praten met de groep, praten met de klanten van de potentiële participatie, we gaan kijken of de klanten tevreden zijn over het werk dat de mogelijke participant aflevert ... De analyse van niet-financiële informatie doen we ten opzichte van vroeger wel iets meer en intensiever en daarnaast is het ook zo dat we ons veel vaker gaan beroepen op mensen uit de sector met een zekere operationele ervaring. Deze laten we dan op hun beurt eens door het bedrijf lopen en zij geven ons ook hun visie. In het verleden werd vaak de doorslag gegeven op basis van financiële informatie, maar we gaan nu veel meer belang hechten aan operationele- en commerciële due diligence. We willen ook een goed beeld krijgen van het management van een bedrijf. Omwille van de meerwaarde die deze manier van werken biedt, denken we deze manier van screening ook te behouden wanneer de crisis voorbij is. Het is logisch dat door de crisis de minder goede presterende bedrijven minder snel middelen zullen ontvangen, maar of we daarom meer of minder bedrijven zullen weigeren is tamelijk moeilijk te zeggen. Het mag natuurlijk niet onze bedoeling zijn om te investeren in een slecht bedrijf om het,

bij wijze van spreken, uitstel van executie te geven om na drie à vier jaar te zien dat het toch slecht afloopt.”

De provincie Limburg zal in de maand mei deelnemen aan de Wereldexpo Shanghai 2010. Naar aanleiding van de Internationale literatuur die aangeeft dat venture capitalists wensen te investeren in Azië proberen we ook na te gaan of LRM onrechtstreeks deze doelstelling heeft. Alexandra Mannaerts geeft het doel van deze deelname aan de Wereldexpo Shanghai 2010 als volgt weer. “Allereerst hebben we het doel om Limburg op de wereldkaart te plaatsen. Daarnaast gaan we trachten om buitenlandse bedrijven naar Limburg te brengen. Het is de bedoeling om buitenlandse investeerders aan te trekken om hier te investeren. LRM heeft naast middelen om te investeren in bedrijven in de vorm van kapitaal ook nog heel wat onroerende goederen. We spreken hier van braakliggende industriegrond waar investeringen op kunnen gebeuren en bedrijven op gebouwd kunnen worden. We zien wel dat grote bedrijven in onze portefeuille gaan overwegen om investeringen te doen in Azië, meer bepaald China omdat deze regio voor bepaalde sectoren toch veel groeipotentieel heeft. Venture capitalists, en ook wij, gaan zo indirect toch geconfronteerd worden met investeringen in Azië en BRIC-landen. Ter illustratie hebben wij een participatie in Alro die een vestiging heeft in Dilsen-Stokkem, Genk, maar ook in Slowakije. We moeten enkel aantonen dat het bedrijf waarin we participeren een link heeft met Limburg en de Limburgse economie ten goede komt, dit kan onder de vorm van werkgelegenheidscreatie of een vestiging van een soort ‘centre of excellence’. Dit is eigenlijk de enige beperking die we hebben omwille van de beheersovereenkomst met de overheid. ”

“LRM richt zich tot bedrijven uit alle sectoren, die zich bevinden in alle fases. We zijn op dit vlak generalisten. Het is logisch dat in tijden van crisis er minder startende ondernemingen zijn. Bedrijven in onze portefeuille die zich in de sector van ICT en lifesciences begeven, bevinden zich wel eerder in de early stage. Dit is eigen aan de sector. Hoewel we ons niet specifiek tot bepaalde sectoren richten, verdelen we onze activiteiten wel in een aantal segmenten op, namelijk ICT en media sector, vennootschappen in de lifesciences sector, vennootschappen in de sector van cleantechology en energie, KMO's en grote ondernemingen. Het is zo dat op dit moment er een aantal hypes zijn zoals bijvoorbeeld cleantechology. Deze sector wordt alsmaar belangrijker en

belangrijker en vandaar dat daar een sterkere focus op ligt. Ook de maatschappij roept om sterke veranderingen in de energiesector. We gaan dus op zoek naar projecten in de cleantechology, lifesciences en ICT en media sector. Dit betekent niet dat we een traditioneel bedrijf gaan weigeren wanneer dit vraagt om een participatie. In deze context durf ik niet te zeggen dat we deze focus gaan hebben omwille van de financiële crisis." zei Alexandra Mannaerts.

Alexandra Mannaerts besloot als volgt: "Tot op vandaag heeft LRM nooit beroep gedaan op externe bancaire financiering om vervolgens participaties te nemen. Dit betekent dat we op dit ogenblik geen balans hebben die geleveraged is. Wij zullen momenteel ook niet naar banken toestappen voor middelen. Dit betekent dus dat we momenteel niet te kampen krijgen met fondsen die verkleinen of investeerders die afhaken. LRM staat nog steeds open om te groeien. Op dit moment beschikken we over een aantal bedrijven die klaar zijn voor exit. Het economische klimaat laat deze exit op de dag van vandaag echter iets minder makkelijk toe, maar verdere investeringen zijn absoluut nog mogelijk. Bovendien hebben we daarnaast de kans om indien nodig de balans te leveragen."

9.4 Conclusie

We kunnen besluiten dat LRM geen ingrijpende veranderingen doorvoert in haar strategie omwille van de financiële crisis. LRM wordt in haar selectie van potentiële participanten wel voorzichtiger en gaat haar screening ook meer baseren op niet-financiële informatie. Omwille van het ongunstige financiële klimaat zijn ook voor LRM een aantal exit-mogelijkheden weggevallen en wordt overgegaan tot het uitstellen van deze exit. Toch schaadt dit het beleid en de financiële stabiliteit van LRM niet. Wat evenzeer opmerkelijk is, is het feit dat LRM structureel gezonde bedrijven gaat helpen die omwille van de crisis toch in zekere moeilijkheden zijn gekomen. We kunnen hieruit afleiden dat LRM de financiële crisis niet als een bedreiging ziet.

10 Conclusie

Op basis van de literatuurstudie werden een aantal hypothesen opgesteld. Bij aanvaarding van deze hypothesen zou dit een indicatie zijn van een duidelijke wijziging van de strategie van Belgische venture capitalists omwille van de huidige financiële crisis. Op basis van ons empirisch onderzoek moeten deze hypothesen echter allemaal verworpen worden. Mogelijk kan dit erop wijzen dat de Belgische venture capitalists het bij ongewijzigd beleid toch niet slecht denken te doen tijdens een periode die beschreven wordt als financiële crisis. Ook een bevoorrechte getuige gaf aan dat het geen zin heeft om stil te blijven staan of van strategie te veranderen. Indien de nodige middelen (fondsen) aanwezig zijn, kunnen deze opnieuw geïnvesteerd worden na een goede selectie van de bedrijven. Dit wordt ook bevestigd door 83,33% van de Belgische respondenten die aangeven hun investeringsniveau in termen van kapitaal niet te zullen wijzigen. Wanneer we spreken over de financiële middelen die geïnvesteerd kunnen worden, merken we wel op dat inderdaad banken en verzekeringsmaatschappijen minder middelen verstrekken. Dit wordt deels opgevangen door de overheden, die een stijgend aantal middelen verstrekken.

Uit dit empirisch onderzoek kunnen we bovendien ook besluiten dat het voor venture capitalists vanuit het praktisch oogpunt niet eenvoudig is om de strategie te wijzigen. De wetenschappelijke literatuur geeft aan dat venture capitalists zullen inspelen op de conjunctuur waarin ze zich bevinden en de strategie op drie manieren wijzigen, namelijk de fase van investeren, de sector waarin ze wensen te investeren en de geografische vestigingszetel van deze bedrijven. Vanuit wetenschappelijk oogpunt is het optimaal en opportuun om steeds te investeren in die bedrijven die geschikt zijn en het meest rendabel zijn tijdens een specifieke conjunctuur. Vandaag de dag bevinden we ons in een conjunctuur die gekenmerkt wordt door crisis. Venture capitalists hebben in het dagelijks leven echter vaak niet de mogelijkheid om over te schakelen naar een bepaalde sector of een bepaalde fase van investeren ten gevolge van een economische crisis. Hiervoor is een tweevoudige verklaring. Allereerst beschikt het management team over specifieke kennis, expertise en ervaring binnen een bepaalde sector en voor bepaalde fases van investeren. Indien venture capitalists bij het ontstaan van de crisis hun strategie omgooien, betekent dit ook dat het management team de nodige kennis, expertise en ervaring dient te hebben binnen deze nieuwe sectoren en fases van investeren waarop de venture capital verschaffer zich zal richten. Vanuit het

praktisch oogpunt is het niet mogelijk om het management team te vervangen of om te scholen. Ook de ervaring waarover deze managers beschikken, is jarenlang opgebouwd. Hierdoor zullen sterke strategische veranderingen niet onmiddellijk optreden. Ten tweede wordt bij de oprichting van een fonds een voorafgaand risicoprofiel vastgesteld. Dit risicoprofiel is afhankelijk van de sector waarin geïnvesteerd wordt, de fase van investeren en de geografische ligging van de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt. Indien limited partners investeren in een bepaald fonds, kan het risicoprofiel van dit fonds niet plots gaan wijzigen door opeens over te schakelen naar andere sectoren, fases van investeren en geografie.

Dit onderzoek leerde ons ook dat Belgische venture capitalists slechts zeer weinig rechtstreeks investeren in buitenlandse bedrijven. Indien deze rechtstreekse investeringen gebeuren, zal dit voornamelijk in landen zijn die een afstand tot België hebben van ongeveer 300 kilometer. Onrechtstreeks, via de ondernemingen waarin ze participeren, zullen Belgische venture capital verstrekkers wel investeren in het buitenland. Daar Azië, waaronder India en China, enorm veel groeipotentieel biedt voor bedrijven, zal het niet verwonderlijk zijn indien deze bedrijven dit groeipotentieel ook gaan benutten. De Belgische Maatschappij voor Internationale Investeringen en haar dochteronderneming, de Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden, investeren wel rechtstreeks in de buitenlandse economie. Echter krijgen hier de waarden duurzame ontwikkeling, sociaal verantwoord ondernemen en sociale welvaart veel belang en verschillen daarom deze venture capitalists vanuit overheidsinitiatief sterk met venture capitalists vanuit privé-initiatief.

Aan de hand van de bestaande literatuur en interviews met bevoorrechte getuigen werd getracht om een interactie terug te vinden tussen de variabelen sector, fase van investeren en geografie. Hall en Tu (2003) gaven aan dat indien venture capitalists in het buitenland zullen investeren, dit eerder zal zijn in bedrijven die zich bevinden in de later stage. Dit vormde ook de uitgangsbasis voor de formulering van hypothese acht. Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte, kon zich aansluiten bij deze literatuur, maar kon zelf geen relaties leggen tussen de variabelen. Aangezien deze hypothese omwille van haar complexiteit niet verder onderzocht kon worden via een enquête, kan dit onderzoek hier ook geen verdere conclusies over trekken.

We kunnen dus concluderen dat de financiële crisis op de strategie van venture capitalists geen tot weinig invloed kent. De sectoren die vandaag de dag aantrekkelijk zijn om in te investeren zijn energie en clean technology en lifesciences en de hieraan verbonden health care. Niet omwille van de financiële crisis, maar wel omwille van de hype en de maatschappelijke bewogenheid rond deze sectoren, zijn deze industrieën aantrekkelijk. Deze sectoren beschikken ook over veel ongewonnen ideeën en innovatieve technieken en kunnen zo ondernemingen mogelijk hoge rendementen opleveren. Rechtstreeks zal er geen directe geografische verschuiving van de Belgische venture capital markt waar te nemen zijn, maar is het wel zo dat de participaties onrechtstreeks de grens in de toekomst waarschijnlijk zullen oversteken. In het algemeen kunnen we zeggen dat Belgische venture capitalists voorzichtiger zijn geworden bij de screening van bedrijven en minder snel bedrijven zullen opnemen in hun portefeuille, maar toch percipiëren de Belgische venture capitalists dat ze het nu en in de nabije toekomst niet slecht zullen doen en hun strategie niet zullen wijzigen.

11 Aanbeveling voor toekomstig onderzoek

Dit onderzoek geeft inspiratie tot bijkomend onderzoek dat verricht kan worden in de toekomst.

Deze studie werd uitgevoerd op één bepaald tijdstip. Venture capitalists werden op basis van een elektronische enquête bevroegd naar hun intentionele gedragingen. Op deze manier werd gekeken of hun strategie voor de crisis en tijdens de crisis zou verschillen. Dit onderzoek kan in de toekomst verder gezet worden door in januari 2011 opnieuw dezelfde enquête af te nemen bij de respondenten. Op deze manier kan gekeken worden of de intentie tot investeren na één jaar bij venture capitalists gewijzigd is. Anderzijds is het ook interessant om in januari 2011 de werkelijke cijfers van EVCA te vergelijken met de resultaten van dit onderzoek. Zo kan onderzocht worden of er een verschil is tussen de werkelijke gedragingen van venture capitalists en de intenties die zij aangeven te hebben.

Het kan mogelijk interessant zijn om te kijken in welke mate de overheid invloed heeft op de venture capital markt. Indien venture capital financiering een meerwaarde biedt voor bedrijven betreffende overlevingskansen alsook werkgelegenheid creëert, kan de overheid bekijken in welke mate ze deze markt kunnen steunen en stimuleren. Dit kan zijn in de vorm van fondsen alsook via bepaalde subsidies of veranderingen van het fiscale systeem.

Daarnaast kan er onderzoek gedaan worden naar de sociale en economische impact van venture capital op de Belgische economie. Zoals reeds beschreven, zijn hier zeer tegenstrijdige resultaten over te vinden. Deze resultaten dienen uitgeklaard te worden. Indien venture capital mogelijk een significante sociale en economische impact heeft op de Belgische economie, kan er vervolgens nagegaan worden in welke mate de financiële crisis deze impact beïnvloedt.

Lijst van geraadpleegde werken

Ahlstrom, D., Bruton, G. , D. & Yeh, K. , S. (2007). Venture capital in China: past, present, and future [Elektronische versie] *Asia Pacific Journal Manage*, 24, 247-268.

Akerlof, G.A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism [Elektronische versie]. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Allegro Investment Fund. (2009). Opgevraagd op 6 mei, 2010, via <http://www.allegroinvestmentfund.com/Page-Home-EN.htm>.

Amit, R. , Brander, J. & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 13, 441-446.

Baekeland Fonds. (2006). Opgevraagd op 6 mei, 2010, via <http://www.baekelandfonds.be/>.

Belga, (2009, 22 september). Vijfduizend actievoerders verwacht op solidariteitsmeeting Opel. *De Standaard*. Opgevraagd op 27 september, 2009, via <http://www.standaard.be/Artikel/Detail.aspx?artikelId=B33332272090922&word=ford>.

Bergemann, D. & Hege, U. (1998). Venture capital financing, moral hazard, and learning [Elektronische versie]. *Journal of Banking & Finance*, 703-735.

BIO. (2010). Opgevraagd op 9 mei, 2010, via <http://www.bio-invest.be/Home.aspx?lang=nl>.

Black, B., Gilson, S. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277.

Block, J., & Sandner, P. (2009). What is the effect of the financial crisis on venture capital financing? Empirical evidence from US Internet start-ups [Elektronische versie]. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 11(4), 295-309.

BMI/SBI. (2009). Opgevraagd op 8 mei, 2010, via <http://www.bmi-sbi.be/nl/>.

Bottazzi, L., & Da Rin, M. (2002). Venture capital in Europe and the financing of innovative companies [Elektronische versie]. *Economic Policy*, 17(34), 229-270.

Bozkaya, A., Van Pottelsberghe De La Potterie, B. (2008). Who funds technology-based small firms evidence from Belgium [Elektronische versie]. *Economics of Innovation and New Technology*, 17(1-2), 97-122.

Branch, S. In search of money. *Black Enterprise* [Elektronische versie]. April 1992;22(9):83. Opgevraagd op 13 augustus, 2009, via Business Source Premier.

Bruno, A. & Tyebjee, T. (1985). The entrepreneur's search for capital [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 1, 61-74.

Buygrave, W.D. & Timmons, J.A. (1992). *Venture capital at the crossroads*. Boston: Harvard Business School Press.

BVA (2009). *De Belgische private equity sector houdt geen stand in 2008*. Opgevraagd op 5 september, 2009, via <http://www.bva.be/jd9znze624izu1j.aspx>.

Cetindamar, D. (2003) *The growth of venture capital: a cross-cultural comparison*. London: Praeger.

Cumming, D. (2006) Adverse selection and capital structure: evidence from venture capital [Elektronische versie]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 155-183.

De Clercq, D., Kumpulainen, M., Mäkelä, M. & Goulet, P. (1999). A longitudinal study of portfolio investment strategy in the Finnish venture capital industry [Elektronische versie]. *Venture capital*, 3(1), 41-62.

Deloitte Touch Tohmatsu & EVCA (2009). *Global trends in venture capital: 2009 global report*. Opgevraagd op 28 augustus, 2009, via <http://www.evca.eu/WorkArea/linkit.aspx?LinkIdentifier=id&ItemID=5402>.

Deloitte Touch Tohmatsu & EVCA (2009). *Global economic downturn driving evolution of venture capital industry*. Opgevraagd op 28 augustus, 2009, via http://www.evca.eu/uploadedFiles/News1/News_Items/2009-06-10-%20Global_VC_Survey_Release.pdf.

Dexia schrapt wereldwijd 1500 banen in drie jaar. (2009, 26 september). *De Standaard*. Opgevraagd op 27 september, 2009, via <http://www.standaard.be/Artikel/Detail.aspx?artikelId=IH2FPORD&word=ontslagen>.

Dillman, D.A. (2007). *Mail and internet surveys: the Tailored Design Method*. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.

EVCA (2005). *Employment contribution of private equity and venture capital in Europe*. Opgevraagd op 20 augustus, 2009, via http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/evca_employment_contribution_pe_2005.pdf.

EVCA (2008). *Glossery*. Opgevraagd op 21 augustus, 2009, via <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>.

EVCA (2008). *EVCA Yearbook 2008*. Opgevraagd op 2 januari 2010, via <http://www.bva.be/files/CMS/Belgium.pdf>.

EVCA (2002). *Survey of the social and economic impact of Venture Capital in Europe*. Opgevraagd op 20 augustus, 2009, via http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf.

Fiet, J.O. (1995). Reliance upon informants in the venture capital industry [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 10, 195-223.

Fried, V., H. & Hisrich, R., D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making [Elektronische versie]. *Financial Management*, 23(3), 28-37.

Gompers, P. (2005). *Handbook of corporate finance: Venture Capital*. Amsterdam: Elsevier.

- Grigor'ev, L. & Salikhov, M. (2009). Financial crisis 2008 [Elektronische versie]. *Problems of economic Transition*, 51(10), 35-62.
- Gupta, A.K. & Sapienza, H.J. (1992). Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 7(5), 347-362.
- Gurau, M. (2009, January 2). Understanding what a venture capitalist's 'no' means [Elektronische versie]. *New Hampshire Business Review*, 31(1), 22-22.
- Hall, G. & Tu, C. (2003). Venture capitalists and the decision to invest overseas [Elektronische versie]. *Venture capital*, 5(2), 181-190.
- Jeng, L. & Wells, P. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 6, 241-289.
- Jungwirth, C. & Moog, P. (2004). Selection and support strategies in venture capital financing: high-tech or low-tech, hands-off or hands-on? [Elektronische versie]. *Venture capital*, 6(2/3), 105-123.
- Keuschnigg, C. (2004). Venture capital backed growth [Elektronische versie]. *Journal of Economic growth*, 9(2), 239-261.
- Kortum, S. S. & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation [Elektronische versie]. *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- K.U. Leuven Research and Development. (2008). Opgevraagd op 7 mei, 2010, via <http://lrd.kuleuven.be/en/entrepreneur/gemmafrisius/index.htm>.
- Lacy, S. What Will the Crisis Mean for Venture Capital?. *BusinessWeek Online* [Elektronische versie]. October 10, 2008:19-19. Opgevraagd op 13 augustus, 2009, via Business Source Premier.
- Larsson, J., Roosvall, M. (2000). *Overruling uncertainty*. Opgevraagd op 2 november, 2009, via http://gupea.ub.gu.se/dspace/bitstream/2077/2440/1/Larsson_2000_5.pdf.

Laveren, E., Engelen, P., Limère, A., & Vandemaele, S. (2004). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen: Intersentia.

Lessen uit de financiële crisis. (2009, 24 september). *De Standaard*. Opgevraagd op 27 september, 2009 via <http://www.%20standaard.%20be/Artikel/Detail.%20aspx?artikelId=5B29BDEE&word=financiele+crisis>.

LRM (2009). *Jaarverslag 2008*. Opgevraagd op 3 mei, 2010, via http://www.lrm.be/data/acms/docs/OverLRMdownloads_blok2/1_1_20090520_jaarverslag_lrm_2008.pdf.

LRM. (z.d.). Opgevraagd op 5 mei, 2010, via <http://www.lrm.be>.

Malone, M. Venture capital in crisis. (cover story). *Forbes* [Elektronische versie]. May 30, 2000;165(13):97-97. Opgevraagd op 13 augustus, 2009, via Business Source Premier.

Manigart, S. & Ooghe, H. (1997). Het financieren van de groei: een strategische dimensie. In H. Crijns & H. Ooghe (Eds.), *Groeimanagement: Lessen van dynamische ondernemers* (pp. 119-130). Leuven: Lannoo.

Manigart, S. & Struyf, C. (1997). Financing high technology startups in Belgium: an explorative study [Elektronische versie]. *Small Business Economics*, 9, 125-135.

Manigart, S., Baeyens, K. & Van Hyfte, W. (2002). The survival of venture capital backed companies [Elektronische versie]. *Venture capital*, 4(2), 103-124.

Mayer, C. (2002). Financing the New Economy: Financial institutions and Corporate Governance [Elektronische versie]. *Information Economics and Policy*, 14(1), 311-326.

Mondelaers, T. (2008). Financiële crisis biedt kansen. *Dynamo: magazine van de investeringsmaatschappij voor Limburg*, 4, 1-4.

Muzyka, D., Birley S. & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 11; 273-287.

Norton, E. & Tenenbaum, B. (1993). Specialisation versus diversification as a venture capital investment strategy [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 8, 431-442.

PMV. (2009). Opgevraagd op 10 mei, 2010, via <http://www.pmv.eu/pmv/view/nl/>.

Poe, A. Venturing Out. *Entrepreneur* [Elektronische versie]. September 2008; 36(9): 31-31.

Pratt, S.E. (1989). Emerging strategies in the venture capital industry [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 2, 167-184.

Roberts, E. B. (1991). High stakes for high-tech entrepreneurs: understanding venture capital decision making [Elektronische versie]. *Sloan Management review*, 32, 2-9.

Sertyn, P. (2009, 26 september). Stille groeten uit Balen. *De Standaard*. Opgevraagd op 27 september, 2009, via <http://www.standaard.be/Artikel/Detail.aspx?artikelId=OP2FNKMS&word=ontslagen>.

SFPI-FPIM. (2010). Opgevraagd op 8 mei, 2010, via <http://www.sfpi-fpim.be/index.php?subj=1&page=1&ln=fr>.

Smith, R. L., & Smith, J. K. (2004). *Entrepreneurial finance*. United States of America: John Wiley & Sons.

Sopartec. (z.d.). Opgevraagd op 6 mei, 2010, via <http://www.sopartec.com/>.

Sowalfin. (2003). Opgevraagd op 8 mei, 2010, via <http://www.sowalfin.be/info.php>.

SRIB-GIMB. (z.d.). Opgevraagd op 8 mei, 2010, via <http://www.gimb.be/index.php?lang=nl>.

Start-IT. (2010). Opgevraagd op 6 mei, 2010, via <http://www.start-it.be/>.

Tice, C. (2009, February). Need venture capital? Try Europe [Elektronische versie]. *Entrepreneur*, 37(2), 32-32.

Timmons, J. A. & Bygrave, W. D. (1986). Venture capital's role in financing innovation for economic growth [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 1(2), 161-176.

Tyebjee, T., T. & Bruno, A., V. (1984). A model of venture capitalist investment activity [Elektronische versie]. *Management science*, 30(9), 1051-1066

Van Sebroeck, H. (2000). *The financing of innovation with venture capital*. Opgevraagd op 20 oktober, 2009, via <http://www.plan.fgov.be/admin/uploaded/200605091448024.WP0009en.pdf>.

Vrije Universiteit Brussel. (2008). Opgevraagd op 6 mei, 2010, via <http://www.vub.ac.be/infovoor/bedrijven/startkapitaalfonds.html>.

Wright, M., Robbie, K. (1998). Venture capital and private equity: a review and synthesis [Elektronische versie]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.

Wright, M. , Pruthi, S. , & Lockett, A (2005). International venture capital research: from cross-country comparisons to crossing borders [Elektronische versie]. *International Journal of Management Reviews*, 7(3), 135-165.

Wright, M. (2007). Venture capital in China: A view from Europe [Elektronische versie]. *Asia Pacific Journal Manage*, 24, 269-281.

Yin, R.K. (2009). *Case study research: design and methods*. California: SAGE publications.

Bijlagen

Bijlage 1: Elektronische enquête voor venture capitalists

Investigation to the impact of the crisis on venture capital investments

Q1. My assets under management are

| | |
|--|---|
| < \$1 million (<663.658,0229 euro) | ▼ |
| < \$1 million (<663.658,0229 euro) | |
| \$1 - \$ 49 million (663.658,0229 euro - 32.519.243,1212 euro) | |
| \$50 - \$99 million (32.519.243,1212 euro - 65.702.144,2652 euro) | |
| \$100 - \$499 million (65.702.144,2652 euro - 331.165.353,4174 euro) | |
| \$ 500 - \$1 billion (331.165.353,4174 euro - 663.658.022,8806 euro) | |
| > \$1 billion (>663.658.022,8806 euro) | |

The investment

Q2. Due to the global recession, I will

| | |
|----------------------------------|---|
| decrease the level of investment | ▼ |
| decrease the level of investment | |
| same level of investment | |
| increase the level of investment | |

Q3. Due to the global recession, I will

| | |
|--|---|
| change my strategy in terms of industry sector | ▼ |
| change my strategy in terms of industry sector | |
| maintain the same strategy in terms of industry sector | |

Q4. Due to the global recession, I will

| | |
|--|---|
| shift my focus to early-stage companies | ▼ |
| shift my focus to early-stage companies | |
| maintain the current strategy in terms of stage | |
| shift my focus to later-stage companies and existing portfolio companies | |

Q5. Due to the global recession, my investments in the ... sector will ...

| | | |
|--|-----------------|---|
| a. telecommunications | not applicable | ▼ |
| b. semiconductors, including electronics | not applicable | ▼ |
| c. software | not applicable | ▼ |
| d. new media/social networking | not applicable | ▼ |
| e. biopharmaceuticals | not applicable | ▼ |
| f. medical device and equipment | not applicable | ▼ |
| g. clean technologies | not applicable | ▼ |
| h. consumer business | not applicable | ▼ |
| | not applicable | |
| | increase | |
| | remain the same | |
| | decrease | |

Q6. In terms of total capital invested, over the next three years, my anticipated level of investment in the following regions will ...

| | | |
|--------------------------------------|-----------------|---|
| a. Asia (excl. India) | not applicable | ▼ |
| b. Europe and the UK (excl. Belgium) | not applicable | ▼ |
| c. Belgium | not applicable | ▼ |
| d. India | not applicable | ▼ |
| e. Israel | not applicable | ▼ |
| f. North America | not applicable | ▼ |
| g. South America | not applicable | ▼ |
| h. Africa | not applicable | ▼ |
| | not applicable | |
| | increase | |
| | remain the same | |
| | decrease | |

Q7. At the moment the promising investments of the portfolio are unsuccessful (or do not succeed) because of the following top 5:

| A. Opportunity uniqueness | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| Businessplann | | | | | | |
| | - Not convinving enough | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Venture capitalists too small for deal | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Wrong or hyped assumantions | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Product/Market | | | | | | |
| | - Technology | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Business model | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Competition | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Wrong market estimates | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Bad moment on the market | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Contacts with (potential) suppliers or customers | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Company to small to face the market | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| B. Entrepreneur & Management team | | | | | | |
| | - Not competent enough | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Bad composition of team, no one taking the lead, lack of complementarities | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Failing communication | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Contradicting himself/themselves | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Missunderstanding of practices of venture capital: unwilling to allow somebody else to take control of his business | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Talking with too many parties | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Financing terms: | | | | | | |
| Combination of 'appropriate return' together with 'opportunity uniqueness' | Financial structure of the company | | | | | |
| | - No solid financial structure | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Lack of transparency | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Bad accounting system | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Not mentioned debts | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | Other financing obtained | | | | | |
| | - Bank loan obtained | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Large order made financing obsolete | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Other VC or industrial investors took the deal ("over-powered by other VC") | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Appointed expert found other way to finance the company | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | Deal structure | | | | | |
| | - Deal structure not in balance | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - No agreement on price and deal terms | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - No agreement on potential exit | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| | - Very likely that more money would be needed in later stage | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> |

The fund

Q8. The projected fund size compared to the current fund will ...

Increase ▾
 Increase
 Remain the same
 Decrease

Q9. The anticipated number of investors (Limited Partners) located outside Belgium over the next five years will ...

Not applicable ▾
 Not applicable
 Increase
 Remain the same
 Decrease

Q10. The current economic crisis will affect the following types of limited partner his willingness to invest in the venture capital asset class, over the next three years

- | | |
|------------------------------|----------------|
| a. Commercial banks | Not applicable |
| b. Investment banks | Not applicable |
| c. Corporate operating funds | Not applicable |
| d. Corporate venture capital | Not applicable |
| e. Endowments | Not applicable |
| f. Family offices | Not applicable |
| g. Foundations | Not applicable |
| h. Fund of funds | Not applicable |
| i. Governments | Not applicable |
| j. Individuals and families | Not applicable |
| k. Insurance companies | Not applicable |
| l. Private pension funds | Not applicable |
| m. Public pension funds | Not applicable |
- Not applicable
 Increase
 Remain the same
 Decrease

Q11. Give the top five locations viewed as having the most to gain in terms of overall economic stature over the next three years

1.
2.
3.
4.
5.

Q12. Give the top two government actions, over the next 12 months, you felt would most foster innovation

- | 1st | 2nd | |
|----------------------------------|----------------------------------|---|
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Implement favourable tax policies for entrepreneur and venture development |
| <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | Increase government support for entrepreneurial activity |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Improve access to private capital sources |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Accelerate technology transfer activities from research labs to business |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Improve quality of local infrastructure (airports, roads, electricity, broadband, etc.) |
| <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | Encourage active public markets (stock exchanges) |

Q13. Give the top two government actions, over the next 12 months, you felt would most improve conditions specifically for your industry.

- | 1st | 2nd | |
|----------------------------------|----------------------------------|---|
| <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | Develop policies to motivate institutional investors to invest in venture capital |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Develop policies to motivate endowments, family offers, etc. to invest in venture capital |
| <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | Liberalization of tax policies |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Increase investment in R&D |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Deregulation of public capital markets |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Increase technology transfer activities |
| <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Increase investment in public projects |

Q14. It is a ... time to invest in promising entrepreneurial companies

- Terrific
 Terrific
 Fair
 Awful

Bijlage 2: Lijst van interviews

Interview 1

Wie: Serge Prosman, partner corporate finance advisory bij Deloitte

Wanneer: 26 april 2010

Doel: Serge Prosman beschikt over professionele kennis en ervaring binnen de Belgische venture capital markt. Dit interview had dan ook als doel om vanuit zijn kennis en ervaring de resultaten van dit Belgisch onderzoek kritisch te bestuderen en te evalueren. Er werd vooral stil gestaan bij de redenen die aan de oorsprong zouden kunnen liggen voor de gevonden resultaten.

Vragenstructuur: Er werd gekozen voor een half – gestructureerd interview. Dit betekent dat voorafgaand aan het interview een aantal onderwerpen werden geselecteerd waarover we absoluut informatie wensten te verkrijgen. Aan de hand van een open vraag probeerden we vervolgens de informatie te verkrijgen. Om dieper in te gaan op de verkregen informatie en meer duidelijkheid te scheppen, werden opnieuw open en gesloten vragen gesteld.

Interview 2

Wie: Alexandra Mannaerts, investment manager bij LRM

Wanneer: 12 mei 2010

Doel: Dit interview had tot doel om bedrijfsspecifieke kennis te vergaren over hoe LRM omgaat met de financiële crisis, hoe hun strategie er uit ziet en hoe deze strategie mogelijk verandert. Ook zal specifiek een blik geworpen worden op het beslissingsmodel van LRM.

Vragenstructuur: Er werd gekozen voor een half – gestructureerd interview.

Bijlage 3: Analyse van spin-offs

Spin-off ondernemingen zijn vaak ondernemingen die producten of diensten die ontstaan zijn vanuit universitair wetenschappelijk onderzoek wensen te commercialiseren. Een aantal fondsen investeren specifiek in zulke spin-off ondernemingen. Aangezien deze investeerders over een heel specifieke investeringsfocus beschikken, worden deze apart bestudeerd. De fondsen die bestudeerd worden zijn het Allegro Investment Fund, het Baekeland Fonds, het Brussels I³ Fund, het Gemma Frisius Fonds, Sopartec en tenslotte Start-it.

Allegro Investment Fund investeert voornamelijk in Vlaamse innovatieve, hoogtechnologische spin-off bedrijven die zich in de early stage bevinden. De bedrijven waarin geïnvesteerd wordt zijn een spin-off van de Universiteit Gent, de Vrije Universiteit Brussel, de Katholieke Universiteit Leuven, Imec, Ocas, Janssen Pharmaceutica en SO Kwadraat. De nieuwsitems op de website van Allegro Investment Fund geven aan dat het fonds nog zeer actief is tijdens de crisis (Allegro Investment Fund, 2009).

Het Baekeland Fonds omvat de fondsen van de Universiteit Gent en haar partners van de associatie UGent. Baekeland II is een tweede fonds, opgericht in 2005, dat gebruikt wordt om te investeren in zaai kapitaal en early stage spin-offs. Baekeland Fonds II hoopt een aanvaardbaar rendement te behalen op haar investeringen en zo bij te dragen tot de creatie van beloftevolle groeibedrijven en de vernieuwing van de Vlaamse economie. Enerzijds wenst Baekeland II dus financiële ondersteuning te geven aan startende spin-offs van de Associatie UGent en anderzijds wenst het fonds ook de opstart en de groei van spin-offs te stimuleren door de bedrijfsexpertise te combineren met de onderzoeksexpertise van de UGent. Baekeland II heeft geen voorkeur voor bepaalde sectoren of technologieën en behandelt daarom elk project van waardevolle expertise of kennis (Baekeland Fonds, 2006).

Het Brussels I³ Fund stelt zaadkapitaal en financiële en bedrijfskundige kennis ter beschikking van spin-offs van de Vrije Universiteit Brussel. Ook zal het fonds de nodige opvolgfinanciering kunnen verstrekken. Ondernemingen die de commercialisering van hun wetenschappelijk onderzoek en hun technologische ontwikkelingen als doel hebben, zijn een potentiële participatie voor Brussels I³ Fund. De voorwaarde die hieraan verbonden is, is het feit dat de overdracht van deze

wetenschappelijke kennis en technologische ontwikkelingen van de Vrije Universiteit Brussel naar de ondernemingen gewaarborgd is. Het Brussels I³ Fund investeert zowel in binnenlandse als buitenlandse spin-offs (Vrije Universiteit Brussel, 2008).

Het Gemma Frisius Fonds stelt kapitaal, meer bepaald zaadkapitaal, ter beschikking aan spin-offs van de Universiteit Leuven. Het Gemma Frisius Fonds I was opgericht in 1997 en omwille van het succes werd het Gemma Frisius Fonds II opgericht in 2002. Dit laatste fonds ondersteunt bedrijven die hun onderzoek en wetenschappelijke kennis die ontwikkeld is via de Universiteit Leuven wensen te commercialiseren. Gedurende de periode 2002-2008 investeerde dit fonds in nieuwe spin-offs. Ook dit fonds richt zich niet tot een specifieke sector en focust zich vooral op early-stage (K.U. Leuven Research and Development, 2008).

Sopartec is het fonds dat geassocieerd wordt met de Katholieke Universiteit van Louvain. Sopartec investeert met zaadkapitaal in nieuwe spin-off bedrijven die gegroeid zijn vanuit wetenschappelijk onderzoek van de Katholieke Universiteit van Louvain, het Universitair ziekenhuis St-Luc en het Instituut van Dove. Naast deze investeringen beheert Sopartec ook het intellectueel eigendom van de Katholieke Universiteit van Louvain (Sopartec, Opgevraagd op 6 mei 2010).

Start-it verstrekt risicokapitaal aan hoog technologische en startende bedrijven die een spin-off vormen van een universiteit. Start-it heeft een vestiging in Luik en participeert in bedrijven zoals bijvoorbeeld Optrion, Bio Art en Polymedis (Start-IT, 2010).

Bijlage 4: Analyse van venture capitalists met overheidsinitiatief zonder autonoom investeringsbeleid

België beschikt over een aantal venture capital verschaffers die berusten op initiatief van de overheid. Hieronder worden een aantal van deze venture capitalist bestudeerd die ook terug te vinden zijn in tabel 7-1.

De Participatiemaatschappij Vlaanderen [PMV] is een zelfstandige investeringsmaatschappij die zorgt voor het realiseren van initiatieven van de overheid. PMV heeft als doel hierbij economische groei te realiseren, maar hecht ook belang aan het maatschappelijk rendement. Zo probeert ze meerwaarden en dividenden te creëren en te zorgen voor continuïteit en groei van de onderneming. Zowel als ondernemer als facilitator ondersteunt PMV projecten in Vlaanderen die een belangrijke toekomstige bijdrage zullen betekenen voor de economie. Samenwerkingsverbanden worden gesmeed met private partners, daar waar de markt tekort schiet en de Vlaamse overheid baat heeft bij de samenwerking. Kenmerkend voor PMV is dat wanneer private middelen tekort schieten PMV zal optreden wanneer een economische problematiek vraagt om een structurele oplossing. De projecten worden vaak gekenmerkt door een hoog risico en bevinden zich in allerlei verschillende fasen van ontwikkeling. PMV deelt zijn activiteiten op in een aantal business units waaronder de volgende: Cultuurinvest, KidsInvest, PMV mezzanine en Vlaams Innovatiefonds (Vinnof). Cultuurinvest is een onafhankelijk investeringsfonds dat wordt beheerd door PMV. Het fonds richt zich tot bedrijven die zich specifiek in de cultuurindustrie bevinden. Deze industrie omvat bedrijven die producten of diensten aanbieden met culturele inhoud. De portefeuille van Cultuurinvest bevat bijvoorbeeld de Grenslandhallen, de Clavis Uitgeverij, Music Hall Promotions ... KidsInvest verleent achtergestelde leningen aan interessante voorwaarden aan bedrijven in de zelfstandige kinderopvang sector. Dit kan dus gaan om zelfstandige onthaalouders als evenzeer zelfstandige kinderdagverblijven. Middelen worden zowel verstrekt voor de start, de uitbreiding, de groei of de overname van zelfstandige kinderopvang. PMV mezzanine voorziet langdurige financiering die de brug vormt tussen bankkrediet en aandelenkapitaal. Deze vorm van financiering is voorzien voor zowel innovatieve starters als dynamische groeiondernemingen. Het Vlaams Innovatiefonds, Vinnof, verstrekt zaalkapitaal aan startende, innovatieve ondernemingen in Vlaanderen. Aan de hand van een kapitaalparticipatie wenst Vinnof rendement te behalen op

meerwaarden op de aandelen. De investering is steeds van kortlopende duur. Een voorbeeld van een bedrijf uit de portfolio van Vinnof is Visys (PMV, 2009).

De Belgische Maatschappij voor Internationale Investeringen [BMI/SBI] heeft als missie: "Buitenlandse investeringen van Belgische privéondernemingen met kapitaal en knowhow ondersteunen". Het kapitaal van deze middelen verschaffer is voor 63% afkomstig van de Belgische Staat via de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij en de Nationale Bank en de overige 37% is afkomstig van bankinstellingen en privéondernemingen. De Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden is een dochteronderneming van BMI/SBI. BMI/SBI verstrekt middelen aan Belgische bedrijven die vestigingen wensen op te richten in het buitenland. De buitenlandse lokale economie wordt op deze manier economisch, sociaal en politiek gestimuleerd. Er wordt bijvoorbeeld werkgelegenheid gecreëerd, de infrastructuur wordt uitgebreid, de financiële markt wordt ontwikkeld ... Naast rentabiliteit staat voor BMI/SBI dan ook duurzame ontwikkeling en sociaal verantwoord ondernemen voorop. Deze venture capital verstrekker heeft geen beperking met betrekking tot de sector waarin hij investeert. De participaties van BMI/SBI zijn wereldwijd verspreid (BMI/SBI, 2009).

De Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden nv [BIO] werd opgericht in 2001. De helft van het kapitaal is in handen van de Belgische Staat, de overige helft in handen van de Belgische Maatschappij voor Internationale Investeringen. BIO heeft als doel de privésector in ontwikkelingslanden en opkomende landen te bevorderen. Op deze manier wenst BIO de landen te helpen bij hun duurzame ontwikkeling en sociale welvaart en probeert zo armoede te verminderen. Financieel rendement is belangrijk, maar staat bij BIO niet voorop. BIO investeert rechtstreeks in initiatieven van de privésector en draagt zo bij tot de sociaal-economische groei van de betreffende landen. De investeringen gaan voornamelijk naar landen in Latijns-Amerika, Afrika en Azië. BIO richt zich vooral op de volgende sectoren: banken, leasingbedrijven, investeringsfondsen, agro-industrie, veeteelt, toegang tot water en infrastructuur (BIO, 2010).

De Federale Participatiemaatschappij en de Federale Investeringsmaatschappij fuseerden in 2006 en vormden de Federale participatie- en investeringsmaatschappij [FPIM-SFPI]. FPIM heeft één aandeelhouder, namelijk de federale overheid. FPIM voert dan ook het centraal beheer uit van de

participaties van de federale overheid, werkt samen met hen aan specifieke projecten en voert een eigen investeringsbeleid in het belang van de Belgische economie. De federale overheid stelt maatschappelijk verantwoord investeren voorop en heeft dan ook volgende economische doelstellingen: welvaartcreatie, bevorderen van het concurrentievermogen van de Belgische economie, waarborgen van een competitieve en evenwichtige goederen- en dienstenmarkt, verzekeren van de duurzaamheid van de ontwikkelingen op de markt en het organiseren van een stabiel macro-economische klimaat. FPIM kan dit waarmaken door een bijdrage te leveren aan de Belgische economie met de middelen en technieken die ze ter beschikking heeft. Voorbeelden van technieken zijn bijvoorbeeld het intekenen op converteerbare obligaties, kapitaal inbrengen bij oprichting of bij kapitaalverhoging, aan de hand van participatieoverdrachten belangen nemen in vennootschappen ... FPIM richt zich voornamelijk tot vier economische sectoren (vastgoed, luchthaven/luchtvaart, internationale investeringsfondsen en vergrijzing) en twee horizontale sectoren (duurzame ontwikkeling en innovatie). Uit het jaarverslag van 2008 blijkt dat FPIM omwille van de financiële crisis ook geïnvesteerd heeft in bank- en verzekeringsinstellingen, met name in Fortis, Dexia, KBC en Ethias. FPIM heeft in eigen naam, maar op vraag van de federale overheid en voor diens rekening, een aantal investeringen uitgevoerd in het vierde trimester van 2008 en het eerste trimester van 2009 in deze financiële instellingen in de vorm van een kapitaalinjectie (SFPI-FPIM, 2010).

Sowalfin is een investeringsmaatschappij die in 2002 is opgericht vanuit initiatief van de Waalse overheid. Sowalfin richt zich vooral op Waalse KMO's (Sowalfin, 2003).

De Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Brussel (GIMB-SRIB) investeert in ondernemingen bij oprichting, bij reorganisatie of bij uitbreiding die gevestigd zijn in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. Deze investeringen gebeuren aan de hand van kapitaalinjectie of onder de vorm van een lening in een grote meerderheid van de economische sectoren. Naast financiële steun, wordt ook niet-financiële ondersteuning aangeboden in de vorm van deskundige begeleiding (SRIB-GIMB, Opgevraagd op 8 mei 2010).

Sinds de goedkeuring van de Programmawet van 8 juni 2008 wordt er overgegaan tot een uitvoerscenario voor het Kringloopfonds. De aandeelhouders zijn dan ook overgegaan tot de vereffening van het Kringloopfonds.

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

Venture capital tijdens de financiële crisis

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-accountancy en financiering**

Jaar: **2010**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Gijs, Goele

Datum: **28/05/2010**