

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef
Venture capital en de professionalisering van startende ondernemingen

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Copromotor :
prof. dr. Anneleen MICHELS

Jens Derwae
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

Venture capital en de professionalisering van startende
ondernemingen

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Copromotor :
prof. dr. Anneleen MICHIELS

Jens Derwae

*Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische
wetenschappen*

Woord vooraf

Na het voltooien van mijn schakelprogramma Toegepaste Economische Wetenschappen (TEW) heb ik deze masterproef geschreven in het kader van het behalen van mijn masterdiploma TEW, afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap. Het was een zeer leerrijke ervaring om deze masterproef tot een goed einde te brengen.

Om deze masterproef te verwezenlijken wil ik enkele personen bedanken. Graag wil ik mijn promotors Prof. Dr. Wim Voordeckers en Prof. Dr. Anneleen Michiels bedanken voor de begeleiding van deze masterproef. Ze stonden altijd paraat om feedback te geven en bij te sturen waar nodig.

Verder wil ik ook graag de investeringsmaatschappijen en portfoliobedrijven bedanken die deel hebben genomen aan dit onderzoek. Zonder hen was deze mastproef niet mogelijk geweest.

Graag wil ik ook mijn familie en vrienden bedanken voor de steun in deze periode. Een laatste dank gaat uit naar mijn vriendin die mij gesteund heeft en deze masterproef heeft nagelezen.

Jens Derwae

Samenvatting

De focus van deze masterproef ligt op venture capital en de professionalisering van startende ondernemingen. Aan de hand van een kwalitatief onderzoek is getracht een antwoord te vinden op de onderzoeksvraag: 'Wat is het belang van professionalisering voor venture capitalists in startende ondernemingen?'

Dit is een interessante vraag om verder te onderzoeken, aangezien er beperkt onderzoek bestaat naar venture capital en de professionalisering van ondernemingen. Door dit verder uit te diepen zijn er enkele concepten naar voor gekomen die bijdragen aan professionalisering van een onderneming.

Er werden 10 interviews gedaan met investeringsmaatschappijen en 3 met portfoliobedrijven. Investeringsmaatschappijen en portfoliobedrijven moesten aan bepaalde criteria voldoen alvorens deel te kunnen nemen aan het onderzoek. Beide diepte-interviews werden op een semi-gestructureerde manier afgenomen. Na afloop van de interviews werden deze uitgeschreven en gecodeerd. Deze codering gebeurde op basis van factoren die een invloed konden hebben op professionalisering. Quotes die bijdragen aan de onderzoeksvraag werden verwerkt in het onderzoek om op die manier een antwoord te bieden.

In het literatuuronderzoek worden de kernwoorden van deze masterproef uitgediept. Hierdoor krijgt de lezer een beter beeld over de inhoud. Ook werd in de literatuurstudie al enkele suggesties gedaan over de factoren die een invloed hebben op professionalisering.

De resultaten van het onderzoek indiceren dat professionalisering een multidimensionaal aspect is. Volgens beide partijen zijn er meerdere factoren die bijdragen aan de professionalisering van een (startende) onderneming.

De meest belangrijke factor voor professionalisering is het management. Indien het management van goede kwaliteit is, zal professionalisering in het bedrijf verbeterd worden. Investeringsmaatschappijen zullen externe managers rekruteren voor het portfoliobedrijf om zo een sterker management te verkrijgen. Structuur binnen de onderneming is eveneens een factor die sterk bijdraagt aan professionalisering. Door goede structuren op te zetten binnen een bedrijf gaat professionalisering bevorderd worden. Naast het management en de structuur speelt corporate governance ook mee bij de professionalisering. Een actieve raad van bestuur gaat bijdragen aan professionalisering door de strategie van het portfoliobedrijf te richten op groei en een juiste marktpenetratie. In high-tech sectoren speelt een raad van advies een belangrijke rol. Ook dit orgaan zal bijdragen aan professionalisering. HRM en cultuur hebben minder effect dan de andere factoren.

Tot slot geven de investeringsmaatschappijen en portfoliobedrijven advies voor startende ondernemingen die willen professionaliseren. Ondernemers zullen een goede kennis moeten hebben van hun product, markt en belangrijke kerncijfers. Als een ondernemer goed voorbereid is om aanspraak te maken op een investering, moeten ze voldoende kennis hebben over deze factoren.

Inhoudsopgave

WOORD VOORAF	I
SAMENVATTING	III
INHOUDSOPGAVE.....	1
LIJST MET TABELLEN.....	3
LIJST MET FIGUREN	3
HOOFDSTUK 1: INLEIDING.....	5
1.1 PROBLEEMSTELLING	5
1.1.1 <i>Situering</i>	5
1.1.2 <i>Venture Capital</i>	5
1.1.3 <i>Professionalisering</i>	7
1.2 ONDERZOEKSVRAGEN	8
1.3 OPZET MASTERPROEF	9
HOOFDSTUK 2: STARTENDE ONDERNEMINGEN.....	11
2.1 MOEILIKHEDEN VOOR STARTENDE ONDERNEMINGEN	11
2.2 SUCCESFACTOREN VOOR STARTENDE ONDERNEMINGEN.....	12
2.3 STARTENDE ONDERNEMINGEN IN DE BELGISCHE CONTEXT	13
2.3.1 <i>Cijfers</i>	13
2.3.1.1 Startende ondernemingen in cijfers.....	13
2.3.1.2 Startersactiviteit.....	14
2.3.1.3 Overlevingsgraad van starters.....	14
2.3.2 <i>Belgische wetgeving</i>	15
2.3.2.1 Naamloze vennootschap	15
HOOFDSTUK 3: VENTURE CAPITAL	17
3.1 DEFINITIE VENTURE CAPITAL	18
3.2 SOORTEN VENTURE CAPITALISTS.....	20
3.3 DE INVESTERING	20
3.3.1 <i>Duurtijd</i>	20
3.3.2 <i>Limited partners en general partners</i>	20
3.3.3 <i>Verwacht rendement</i>	21
3.3.4 <i>Investeringsstrategie van de investeringsmaatschappij</i>	21
3.3.4.1 Investering per fase van onderneming.....	22
3.3.4.2 Investering per industrie	22
3.3.4.3 Investering per regio	22
3.4 PROBLEMEN VERBONDEN AAN VENTURE CAPITAL.....	23
3.5 ACTIES EN ROL VAN EEN VENTURE CAPITALIST.....	24
3.5.1 <i>Pre-investment screening</i>	25
3.5.2 <i>Monitoring</i>	25

3.5.3 Exit activiteiten.....	26
HOOFDSTUK 4: PROFESSIONALISERING	29
4.1 DEFINITIE PROFESSIONALISERING	29
4.2 WAAROM PROFESSIONALISEREN?	31
4.2.1 <i>Threshold firm</i>	32
4.2.2 <i>Mogelijke problemen bij professionalisering</i>	33
4.3 ENTREPRENEURIAL MANAGEMENT VERSUS PROFESSIONAL MANAGEMENT	34
4.3.1 <i>Entrepreneurial management</i>	34
4.3.2 <i>Professional management</i>	35
4.3.3 <i>Verschilpunten tussen entrepreneurial management en professioneel management</i> ...	35
4.4 PROFESSIONALISERINGSPROCES	36
4.4.1 <i>Governance systemen</i>	37
4.4.2 <i>Managementontwikkeling</i>	39
4.4.3 <i>Strategie</i>	40
4.4.4 <i>Human Resource Management (HRM)</i>	41
4.4.5 <i>Structuur van de onderneming</i>	42
4.4.6 <i>Controlesystemen</i>	44
4.4.7 <i>Cultuur van een onderneming</i>	44
HOOFDSTUK 5: VENTURE CAPITAL EN PROFESSIONALISERING	47
HOOFDSTUK 6: EMPIRISCH ONDERZOEK	49
6.1 ONDERZOEKSMETHODE	49
6.2 DATA	49
6.3 CODERING	51
HOOFDSTUK 7: RESULTATEN	53
7.1 RESULTATEN	53
7.1.1 <i>Wat verstaat men onder professionalisering?</i>	53
7.1.2 <i>Wat is de belangrijkste factor bij professionalisering?</i>	57
7.1.3 <i>Welke professionaliseringsmaatregelen nemen vc's in startende ondernemingen?</i>	58
7.1.4 <i>Welke professionaliseringsmaatregelen nemen de Belgische startende ondernemingen best alvorens naar een vc te stappen?</i>	68
7.2 DISCUSSIE	73
HOOFDSTUK 8: CONCLUSIE	79
8.1 BEPERKINGEN ONDERZOEK EN AANBEVELINGEN VOOR VERDER ONDERZOEK	79
8.2 BESLUIT	80
REFERENTIES	81
BIJLAGEN	87

Lijst met tabellen

Tabel 1: Kerncijfers van de EVCA (Invest Europa, 2016).	6
Tabel 2: Reden tot stopzetting van starters in Limburg (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).	15
Tabel 3: Verschilpunten tussen entrepreneurial management en een professional management (Flamholtz & Randle, 2012).	36
Tabel 4: Respondenten.	51

Lijst met figuren

Figuur 1: Evolutie van het aantal starters in België (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).	13
Figuur 2: Ondernemingen in 2015 per provincie (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).	14
Figuur 3: Overzicht van het aantal artikels over venture capital voor de periode van 1981 tot en met 1998.	17
Figuur 4: Piramide van de ontwikkelingsfase van organisaties (Flamholtz & Randle, 2012).	30
Figuur 5: Functioneel organigram.	43
Figuur 6: Divisioneel organigram.	43
Figuur 7: Codeerboom.	52

Hoofdstuk 1: Inleiding

1.1 Probleemstelling

1.1.1 Situering

In deze masterproef wordt getracht het belang te vinden tussen venture capital en de professionalisering van startende ondernemingen. Het opzet van deze masterproef is tweedelig, namelijk enerzijds een beeld scheppen over welke bijdrage een venture capitalist (vc) levert aan het portfoliobedrijf en of eerdere professionalisering een effect heeft op het verkrijgen van venture capital. De focus ligt niet op de financiële bijdrage van een investeringsmaatschappij aan de startende onderneming. Doch, is dit een belangrijke factor voor startende ondernemingen. Naast de financiële steun die ze zoeken bij de investeringsmaatschappij, willen ze hun onderneming laten groeien. De aanleiding voor dit onderzoek is gekomen door het artikel van Hellmann and Puri (2002), waar de link tussen venture capital en de professionalisering van startende ondernemingen in Silicon Valley wordt verklaard. In onderstaande paragrafen wordt een situatieschets gegeven over de componenten die belangrijk zijn voor dit onderzoek.

1.1.2 Venture Capital

Venture capital wordt gezien als een onderdeel van private equity. In 1999 is door Mason en Harrison een artikel verschenen waarin de start van het academisch blad '*venture capital: an international journal of entrepreneurial finance*' is aangekondigd. Vanaf dit moment is de academische wereld meer aandacht en onderzoek gaan besteden aan venture capital en private equity. Zo is tot op heden al onderzoek gedaan over hoe een venture capitalist (vc) tewerk gaat en wat ze precies doen (Gorman & Sahlman, 1989; Mason & Harrison, 1999b). Andere literatuur bespreekt de drie fases die er zijn bij een investering, gedaan door een vc (Kaplan & Strömberg, 2001; Metrick & Yasuda, 2011a, 2011b). Volgens Dziekoński and Ignatiuk (2016) zijn de meeste onderzoeken gedaan met een focus op de grootte van de deals, de verschillende sectoren waarin worden geïnvesteerd en welke invloed ze hebben op de groei van de onderneming. Andere onderzoeken focussen dan weer op de taken van een vc, buiten het verstrekken van financiële middelen aan ondernemingen (Gorman & Sahlman, 1989; Ivanov & Xie, 2010).

Door een studie van Europe Venture Capital Association (EVCA) in mei 2016 (Invest Europa, 2016), zijn er cijfers die aantonen dat venture capital een aanzienlijk aandeel heeft van de financiering via private equity (*tabel 1*).

Enkele kerncijfers over venture capital.

Er bestaan 840 investeringsmaatschappijen in de Europese Unie.

11,2% van de private equity investeringen (EURO) komen van venture capital.

98 van de 274 private equity deals in 2015 komen van venture capital.

In 2015 hebben er twee soorten private equity financiering plaatsgevonden. Één daarvan was venture capital voor een totaal van 34,1%.

In 2008 was dit slechts 9,6%.

In 2012 was het hoogste percentage (39%) van de investeringen toe te wijzen aan venture capital. Hier dient een kanttekening bij gemaakt te worden, omdat het totaalbedrag aan private equity investering in dat jaar relatief laag was ten opzichte van de andere jaren.

Tabel 1: Kerncijfers van de EVCA (Invest Europa, 2016).

Er zijn al verschillende definities uitgesproken over venture capital door academici. In een review artikel van Šimić (2015) wordt een overzicht gegeven van de definitie door verschillende academici en overheidsinstellingen gespecialiseerd in private equity en venture capital. De definitie voor venture capital die in deze masterproef gebruikt gaat worden is (Metrick & Yasuda, 2011a):

- De vc is een financiële tussenpersoon, die investeert in private bedrijven.
- Vc speelt een actieve rol bij monitoring en het ondersteunen van de bedrijven.
- De investeringsmaatschappij probeert een zo hoog mogelijke financiële return te behalen bij de exit.
- De vc investeert om de groei van het bedrijf te financieren en stimuleren.

Een vc heeft een heel ruim takenpakket dat kan worden ingedeeld in drie grote onderdelen: investering, monitoring en exit (Metrick & Yasuda, 2011a).

Als men over een investering spreekt, gaat het niet enkel over de kapitaalinjectie, maar ook over de screening van de bedrijven alvorens een vc beslist om te investeren in een bedrijf en bij te voegen aan zijn investeringsportfolio. Bedrijven moeten een proces doorlopen alvorens kans te maken om een investering te verkrijgen van een investeringsmaatschappij (Šimić, 2015).

De vc heeft als doel een zo hoog mogelijke return te behalen voor zijn limited partners. Men doet dit door een exit te doen, dit zijn terugtrekkingen van de investeringsmaatschappij, zowel financieel als strategisch. Limited partners zijn instellingen die kapitaal ter beschikking stellen voor de vc's. Deze instellingen zijn voornamelijk pensioenfondsen, overheid, financiële instellingen, verzekeringsmaatschappijen, academische instellingen, enzoverder (Payne, 2011).

Door een exit te doen in een portfoliobedrijf is er een mogelijkheid dat een positieve return wordt behaald. Deze return wordt dan toegedeeld aan de limited partners van de investeringsmaatschappij. Er vinden exits plaats bij een investeringsmaatschappij omdat ze een beperkte investeringshorizon hebben, van 7 tot 10 jaar, binnen hun portfoliobedrijven (Kumpf, 2013; Payne, 2011).

De investeringsmaatschappij verkoopt zijn deel van de aandelen van de onderneming bij een exit en zal geen beslissingen meer nemen voor de onderneming. Dit kan gebeuren op verschillende manieren

(Kaplan & Strömberg, 2009). Één hiervan is de verkoop van hun aandelen via een initial public offering (IPO). Hierbij wordt de onderneming, waarin werd geïnvesteerd, naar de beurs gebracht. Andere mogelijkheden zijn de doorverkoop aan een strategische partner en management buy out (MBO). Wanneer de termijn van de investering is verlopen, heeft de vc verschillende mogelijkheden om de exit uit te voeren. Dankzij de verkoop van de aandelen op de aandelenmarkt kan de vc zijn limited partners terugbetalen. Hierbij dient wel een kanttekening gemaakt te worden. Namelijk, de return die wordt gehaald door de venture capitalists (vc's), wordt niet integraal overgemaakt aan de limited partners.

De investeringsmaatschappij gaat niet enkel voor risicokapitaal zorgen en hopen op een positieve return, zij gaan het bedrijf ook monitoren (Bernstein, Giroud, & Townsend, 2016; Wright, 1998). Hierdoor heeft de vc meer zicht en controle over de prestaties en de werking van de ondernemingen, waardoor ze kunnen bijdragen aan een positieve return voor zijn limited partners. Een vc kan op verschillende manieren monitoren. De vc partner kan zeer actief en hands-on geëngageerd zijn in het geïnvesteerde bedrijf. Hierbij gaat de vc actief meewerken in de onderneming en zich opstellen als een actieve partner. Bij een tweede alternatief, dat minder actief is, kijkt de vc mee over de schouder van de onderneming en stuurt bij wanneer er vraag naar is. Tot slot, is er nog de passieve vorm van monitoring, gekend als de 'hands-off' aanpak. De vc heeft enkel geïnvesteerd en de onderneming dient zich aan de vooropgestelde afspraken te houden.

In deze masterproef gaat de focus liggen op de monitoring van de onderneming, meer bepaald de actieve rollen die een investeringsmaatschappij aanneemt en hoe deze bijdraagt aan de professionalisering van de startende onderneming. Een voorbeeld uit de academische literatuur is dat er een aanstelling van een nieuwe CEO kan plaatsvinden (Hellmann & Puri, 2002).

1.1.3 Professionalisering

Professionalisering is een zeer ruim begrip en moet dus afgebakend worden om een correct onderzoek te kunnen uitvoeren. De startende ondernemingen hebben een ondernemend karakter, maar zullen na verloop van tijd professioneler moeten worden om te resulteren in een succesvolle groei van de onderneming. Welke professionaliseringsmaatregelen er volgen om een investering te verkrijgen, zal deel uitmaken van het empirisch onderzoek. Er kan gesteld worden dat het aanstellen van een nieuwe CEO, een andere human resource politiek, nieuw dividendbeleid, enzoverder deel zullen uitmaken van de professionalisering (Hellmann & Puri, 2002). Een andere vorm van professionalisering kan ook het uitbreiden zijn van het netwerk dankzij de vc. Een raad van bestuur (RvB), raad van advies, remuneratie comité zijn ook aspecten die de professionalisering van ondernemingen aantoont (Flamholtz & Randle, 2012).

Hellmann en Puri (2002) onderzochten welke professionaliseringsmaatregelen genomen worden door vc's in het bedrijf. Nikkonen (2013) haalt kort aan dat professionalisering niet enkel de focus legt op de technologie van het bedrijf, maar ook op alle andere facetten, zoals reeds aangehaald door Hellmann and Puri (2002).

Er zijn tal van studies gedaan over de transformatie van ondernemend management naar professioneel management (Gedajlovic, Lubatkin, & Schulze, 2004; Zahra & Filatotchev, 2004). In deze artikels ligt de focus op threshold firms en worden ze door de auteurs vanuit een ander perspectief onderzocht (Allen, 2016; Daily & Dalton, 1992; J. Dyer, 1992; Gedajlovic et al., 2004; Howorth, Wright, Westhead, & Allcock, 2016; Zahra & Filatotchev, 2004; Zahra, Filatotchev, & Wright, 2009). Een onderneming komt in een threshold positie wanneer het niet meer kan voldoen aan de vraag van de markt en wanneer het managementteam zich moet aanpassen van ondernemend naar professioneel management.

Flamholtz and Randle (2012) besteden aandacht aan de verschillende fases die ondernemingen ondergaan op hun weg naar succes. Één van deze fases is de professionalisering. Ze besteden de nodige aandacht aan welke maatregelen ondernemingen kunnen nemen om hun onderneming professioneler te maken.

Dit onderzoek wil vanuit de academische literatuur en het empirisch gedeelte bijdragen aan de aspecten waar een investeringsmaatschappij nog voor staat, naast de kapitaalinjectie. Deze masterproef wil een beter beeld geven over de impact die ze hebben op een startende onderneming inzake professionalisering. Door de resultaten van het onderzoek, kunnen academici verder onderzoek doen in dit domein.

Ondernemers zullen door deze masterproef te bestuderen een beter beeld krijgen over de diensten en mogelijkheden die een investeringsmaatschappij te bieden heeft voor startende ondernemingen. Startende ondernemingen die een sterke groei hebben, kunnen dankzij de resultaten uit het onderzoek zien welke andere groei problemen en mogelijke oplossingen er zijn voor hun onderneming.

Het uiteindelijke doel van deze masterproef is te onderzoeken welke professionaliseringsmaatregelen de vc doorvoert in de startende onderneming waarin hij investeert. Uit de resultaten van het onderzoek wordt getracht een structuur te vinden in de professionaliseringsmaatregelen die de investeringsmaatschappij doorvoert en welke de belangrijkste factoren zijn inzake professionalisering voor ondernemingen.

1.2 Onderzoeksvragen

Met deze eindverhandeling wil ik een antwoord bieden op de onderzoeksvraag: *Wat is het belang van professionalisering voor de venture capitalist in startende ondernemingen?*

Om deze onderzoeksvraag zo goed mogelijk te ondersteunen zijn er enkele deelvragen opgesteld:

- Wat verstaat men onder professionalisering?
- Wat is de belangrijkste factor bij professionalisering?
- Welke professionaliseringsmaatregelen nemen vc's in startende ondernemingen?

- Welke professionaliseringsmaatregelen nemen de Belgische startende ondernemingen best, alvorens naar een investeringsmaatschappij te stappen?

1.3 Opzet masterproef

Het onderzoek is opgedeeld in twee delen. Een eerste deel bespreekt de literatuurstudie, met als hoofdpunten venture capital en de professionalisering van startende ondernemingen. Hierin worden enkele professionaliseringsprocessen aangehaald die later in het empirisch gedeelte, in een kwalitatief onderzoek, worden getoetst. Het verzamelen van de data gebeurt via interviews. Er is gekozen om interviews af te nemen bij zowel investeringsmanagers als bij managers van de (startende) portfoliobedrijven. Beide partijen moeten voldoen aan bepaalde voorwaarden. Deze voorwaarden vindt u terug in hoofdstuk 6, waar het empirisch onderzoek aan bod komt. Er werd contact gelegd met de respondenten via telefoon om te peilen naar hun interesse om deel te nemen aan het onderzoek. Vervolgens werd er een e-mail verstuurd met een situatieschets over het onderzoek (*Bijlage 1*). Het interview heeft een gemiddelde duur van 45 minuten voor zowel de investeringsmanager als voor de manager van het portfoliobedrijf. De interviews zijn afgenomen op een semigestructureerde manier. De vragen waren opgesteld op een manier zodat de informatie, die nodig was om het onderzoek te doen, verkregen werd. Er werd de mogelijkheid gegeven om het interview te doen via telefoon, skype of op kantoor.

Het empirisch gedeelte zal zich focussen op de verschillende stellingen van iedere geïnterviewde binnen een bepaald onderwerp. Deze stellingen worden onderling vergeleken en er wordt gezocht naar verbanden met de theorie.

Hoofdstuk 2: Startende ondernemingen

Kmo's (kleine of middelgrote ondernemingen) zijn een onderdeel van startende ondernemingen. Deze kmo's richten zich op een ander soort groei dan de grote ondernemingen (Mitra & Pingali, 1999). Volgens Buyens, Crijns, and Guiot (2002) zorgen ze voor de creaties van jobs en versterken de innovatie binnen de Vlaamse economie. Kmo's zijn een belangrijke soort onderneming in Europe. Zo stelt Jean-Claude Juncker, voorzitter van de Europese Commissie het volgende:

" Kmo's vormen de ruggengraat van onze economie en zorgen voor ruim 85% van nieuwe banen in Europa (Europese Unie, 2016)."

Kmo's dragen een aanzienlijk deel bij aan de economie in de hele wereld, zelfs in de meest ontwikkelde landen (Graham, 1999). In de ontwikkelde landen zijn kmo's zelfs de meest voorkomende ondernemingen en dragen sterk bij aan het bruto binnenlands product van hun land (Berthon, Ewing, & Napoli, 2008; Mitra & Pingali, 1999).

Bij de start van ondernemingen spelen advies en begeleiding van onder andere de accountant of collega-ondernemers een belangrijke rol. Ze helpen de ondernemer met de vaardigheden die een ondernemer nodig heeft om zijn bedrijf te managen. Indien de ondernemer zijn onderneming nog verder wil ontwikkelen, zijn bijscholing en het uitbouwen van een netwerkrelatie een goede opportuniteit (Buyens et al., 2002).

Startende ondernemingen hebben bij de opstart van hun onderneming in verschillende fases nood aan externe financiering. Dit is geen makkelijk gegeven aangezien de onderneming nog niet of in beperkte mate winstgevend is. Hierdoor is schuldfinanciering dus uitgesloten (Denis, 2004; Nofsinger & Wang, 2011). Ze kunnen wel beroep doen op informele investeerders zoals familie en vrienden. Zij financieren de onderneming voornamelijk omdat ze de ondernemer hun kennis en karakter beter kennen, ervaring in ondernemen is bij de informele investeerders minder van belang (Nofsinger & Wang, 2011). Als een onderneming aanspraak wil maken op externe financiering, zal hij/zij zich kunnen richten op drie soorten investering, namelijk angel investors, corporate investors en venture capital. Deze masterproef legt zijn focus op venture capital en laat de andere mogelijke financieringen buiten beschouwing.

Voor het onderzoek wordt een startende onderneming gedefinieerd als een onderneming die minder dan 10 jaar bestaat en meer dan 10 voltijds equivalente tewerkgestelde (FTE's) heeft. Deze criteria zijn genomen omdat Hellmann and Puri (2002) deze definitie hanteren bij een soortgelijk onderzoek. Verdere motivatie voor deze criteria is terug te vinden in het empirisch gedeelte.

2.1 Moeilijkheden voor startende ondernemingen

Een startende onderneming heeft te maken met andere problemen dan een meer matuur bedrijf. Het oprichten van een onderneming vergt een lange voorbereiding waarbij de ondernemer

verschillende hindernissen tegenkomt die hij dient te overwinnen. Over niet voldoende informatie beschikken, hoge opstartkosten en een tekort aan financieringsmiddelen kunnen hindernissen zijn die een ondernemer dient te overwinnen alvorens te starten. Ook na de opstart kunnen dit nog obstakels zijn (Buyens et al., 2002). De eigenaars van startende ondernemingen hebben vaak een technische achtergrond en beschikken dus niet over de nodige management skills die vereist zijn om een succesvol bedrijf te runnen. Ze zijn te veel bezig met het operationele van de onderneming en hebben dus een gebrek aan kennis inzake marketing, HRM, management prestaties... (Berthon et al., 2008; Buyens et al., 2002; Europese Unie, 2016).

In deze masterproef wordt enkel gekeken hoe startende ondernemingen aan externe financiering geraken, de rest wordt buiten beschouwing gelaten. Externe financiering is afkomstig van externe kapitaalverstrekkers en willen bijgevolg beschermd worden van opportunistisch gedrag (moral hazard) van de ondernemers. Hoe beter de bescherming voor externen, hoe groter de opportuniteit om kapitaal te verkrijgen (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997; Nofsinger & Wang, 2011). Ervaren managers hebben een voordeel om externe financiering te krijgen door hun bewezen managementcapaciteiten in het verleden (Nofsinger & Wang, 2011).

Bij de investering van een investeringsmaatschappij zijn er twee grote risico's betrokken. Die van asymmetrische informatie tussen de ondernemer en de investeringsmaatschappij (3.4). Een tweede risico is moral hazard. Bij moral hazard gaat de ondernemer het kapitaal gebruiken voor investeringen waar hij zelf beter van wordt. Deze twee risico's spelen een grote rol wanneer een startende onderneming aanspraak wil maken op externe financiering, omdat investeerders niet genoeg informatie kunnen verschaffen over het bedrijf en ondernemer (Denis, 2004; Jensen & Meckling, 1976; Nofsinger & Wang, 2011).

Om deze risico's te verkleinen zijn enkele oplossingen beschikbaar. Investeerders zullen een analyse uitvoeren op het product, ervaring van het management, kwaliteit van hun businessmodel... Ze hechten belang aan de overtuiging en geloof van het businessconcept van de ondernemer. Investeerders kunnen asymmetrische informatie en moral hazard beperken door 'staged financing' toe te passen (3.5.2). Hierdoor zal er meer controle gecreëerd worden over de onderneming en krijgen de investeerders een goed inzicht over hun investering. Een laatste oplossing is het vastleggen van de investering in contractvorm. Zo kan voor een financieel contract geopteerd worden om een incentive voorop te stellen. Hierdoor zal de ondernemer beloond worden bij goede prestaties en wordt de kans op moral hazard gereduceerd. Een andere optie zal zich meer specifïëren op de controlerechten. Deze controlerechten zullen bepalen wie welke beslissing mag nemen in bepaalde omstandigheden in de onderneming (Denis, 2004).

2.2 Succesfactoren voor startende ondernemingen

Buyens et al. (2002) hebben een onderzoek gedaan naar de succesfactoren van startende ondernemers die meer dan 5 jaar een onderneming hebben. Uit dit onderzoek komen volgende succesfactoren naar boven:

- 1) de persoonlijkheidstrekken en vaardigheden van de ondernemer (67%)
- 2) sectorervaring om te kunnen overleven (66%)
- 3) de prijszetting, ligging en klantgerichtheid van de onderneming (60%)
- 4) menselijk kapitaal in de onderneming aanwezig (27%)
- 5) markt waar de onderneming actief is en of het product succesvol is in zijn markt (23%)

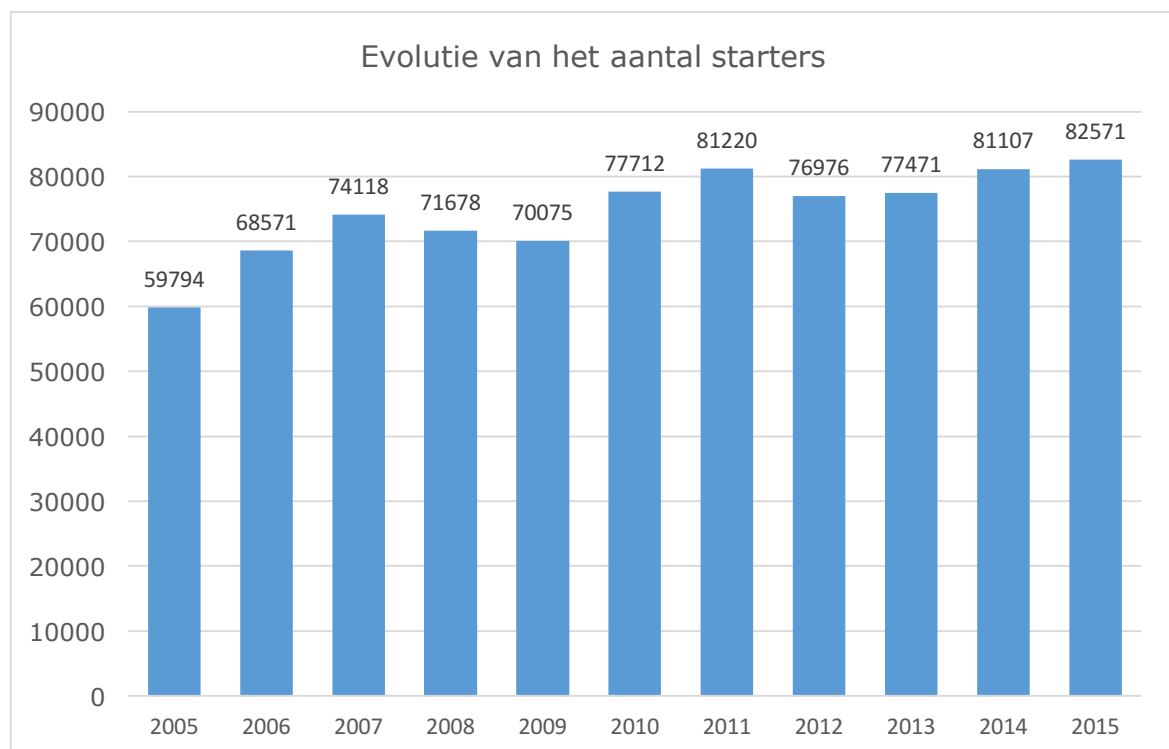
In het empirisch gedeelte zal worden nagegaan of dit succesfactoren zijn die bijdragen tot het succes van een onderneming volgens investeringsmaatschappijen.

2.3 Startende ondernemingen in de Belgische context

2.3.1 Cijfers

2.3.1.1 Startende ondernemingen in cijfers

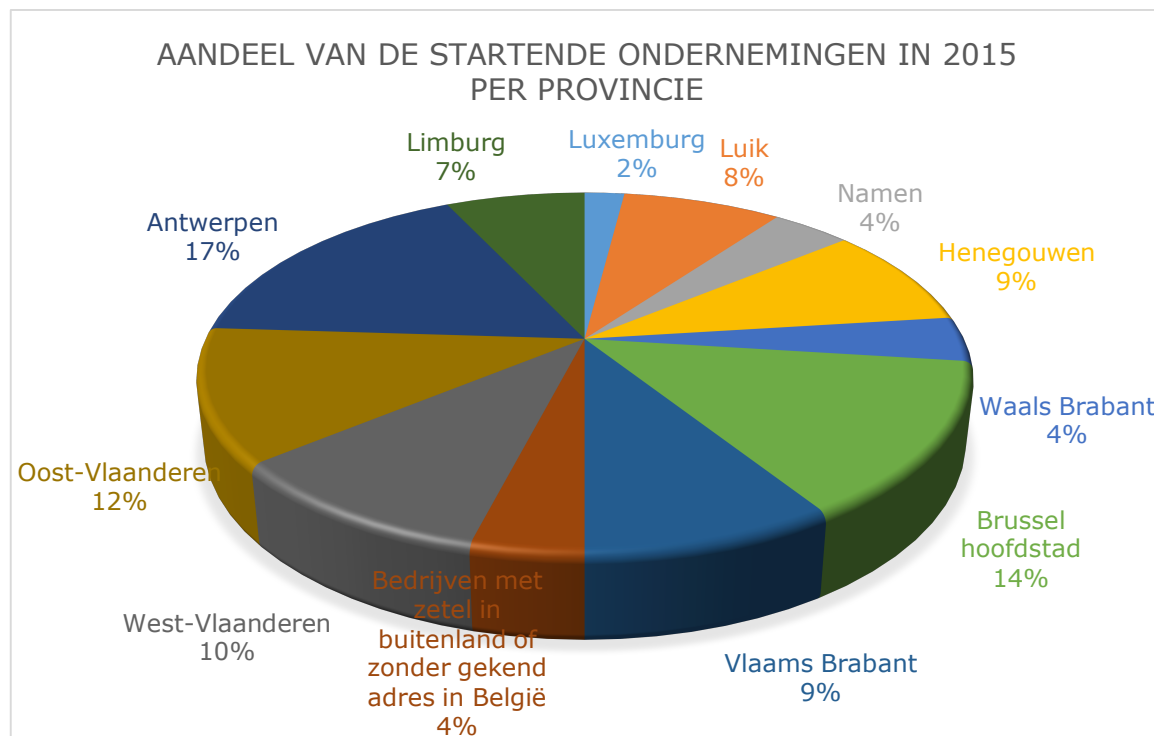
België heeft van 2005 t.e.m. 2015 een stijging van meer dan 38% gekend in het aantal startende ondernemingen. Met andere woorden is dit een stijging van 1,8% ten opzichte van 2014. Voor het eerste kwartaal van 2016 is er een stijging van 6,47% van startende onderneming ten opzichte van dezelfde periode in 2015 (*figuur 1*) (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).



Figuur 1: Evolutie van het aantal starters in België (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).

Vlaanderen is goed voor 55,8% van het aantal startende ondernemingen in België. De stijging in Vlaanderen is procentueel hoger (4,1%) dan België (1,8%). Voor de eerste drie maanden van 2016 is er een stijging te zien van 8,5% tegenover dezelfde periode in 2015.

Limburg vertoont de sterkste stijging van het aantal startende ondernemingen, namelijk 15% in het eerste kwartaal van 2016. Op basis van de startersdichtheid in 2015 scoort Limburg het slechtste. Slechts 1 persoon per 145 inwoners startte een onderneming in 2015. Over heel België zorgt Limburg voor 7% van de startende ondernemers (*figuur 2*) (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).



Figuur 2: Ondernemingen in 2015 per provincie (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).

2.3.1.2 Startersactiviteit

De sector waar de meeste startende ondernemingen in starten is de dienstensector met 31 000 starters (38%). Gevolgd door de vrije beroepen (16%) en de bouwsector (10,8%). De populairste activiteit die ondernemers verkiezen bij de opstart van hun onderneming is een adviesbureau op gebied van bedrijfsbeheer en bedrijfsvoering (3512 starters) in 2015. De top 25 van meest voorkomende startersactiviteiten wordt afgesloten door de detailhandel via postorderbedrijven of via internet met 822 starters in 2015 (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).

2.3.1.3 Overlevingsgraad van starters

De overlevingsgraad wordt gezet op 5 jaar na oprichting. De cijfers slaan dus terug op ondernemingen die in 2011 zijn opgestart. Van de in 2011 gestarte ondernemingen is nog 69,7% actief en 30,3% niet. Voor de stopzetting zijn er verschillende redenen: failliet, ontbonden, splitsing,

vereffening, overlijden of vrijwillige stopzetting In *tabel 2* zijn gegevens van het aantal stopzettingen verdeeld over deze mogelijkheden (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).

Redenen tot stopzetting	Aantal stopzettingen (totaal: 1769 van de 6038 starters)
Failliet	277
Ontbonden	13
Vereffening	173
Stopzetting activiteit	487
Overlijden	3
Overige	815

Tabel 2: Reden tot stopzetting van starters in Limburg (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2016).

2.3.2 Belgische wetgeving

In het volgende onderdeel wordt een korte uitleg gegeven over wat de Belgische wetgeving verplicht voor naamloze vennootschappen. Deze omschrijving dient om een beter beeld te scheppen over welke vennootschapsvorm de voorkeur krijgt voor een startende onderneming die aanspraak wil maken op venture capital. In hoofdstuk 7 wordt aangehaald dat een investeringsmaatschappij een naamloze vennootschap verkiest om in te investeren.

2.3.2.1 Naamloze vennootschap

Een naamloze vennootschap (NV) is een vennootschapsvorm die niet vaak wordt genomen door startende ondernemingen. Slecht 1,35% van het aantal starters verkiest een NV als vennootschapsvorm bij oprichting (UNIZO et al., 2016). Dit kan te maken hebben met de wettelijke verplichting om minimaal €61 500 maatschappelijk kapitaal te hebben bij oprichting (Art. 439 W. Venn.) waarvan er minimum $\frac{1}{4}$ volstort dient te zijn bij oprichting (Art. 448 W. Venn.).

Bij de oprichting van een NV is men volgens de wet verplicht een financieel plan op te stellen (Art. 440 W. Venn.). Het bestuur van de naamloze vennootschap bestaat uit een natuurlijk – of rechtspersoon (Art. 517 W. Venn.) en er dienen ten minste 3 bestuurders in de onderneming te zitten. Indien de onderneming is opgericht door 2 natuurlijke- of rechtspersonen of 2 aandeelhouders mag de RvB uit 2 leden bestaan (Art. 518 W. Venn.). In artikel 522 van het Wetboek van Vennootschappen paragraaf 1 vindt men de bevoegdheden van de RvB terug:

"De raad van bestuur is bevoegd om alle handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn tot verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behoudens die waarvoor volgens de wet alleen de algemene vergadering bevoegd is."

Hoofdstuk 3: Venture Capital

Mason en Harrison publiceerden in 1999 een artikel met de aankondiging dat er een nieuw academisch blad wordt opgericht, *Venture capital: an international journal of entrepreneurial finance*. De auteurs beargumenteren dat het belang van een academisch blad opportuun is. Venture capital krijgt veel aandacht van academici (figuur 3) (Mason & Harrison, 1999a). De opkomst van vc kan ook bevestigd worden door de oprichting van EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) in 1983. Sahlman (1994) haalt aan dat de rol die de venture capital industrie speelt, een bijdrage levert aan de meest succesvolle ondernemingen. Economen moeten volgens hem de belangrijke rol van venture capital in de economie verstaan.

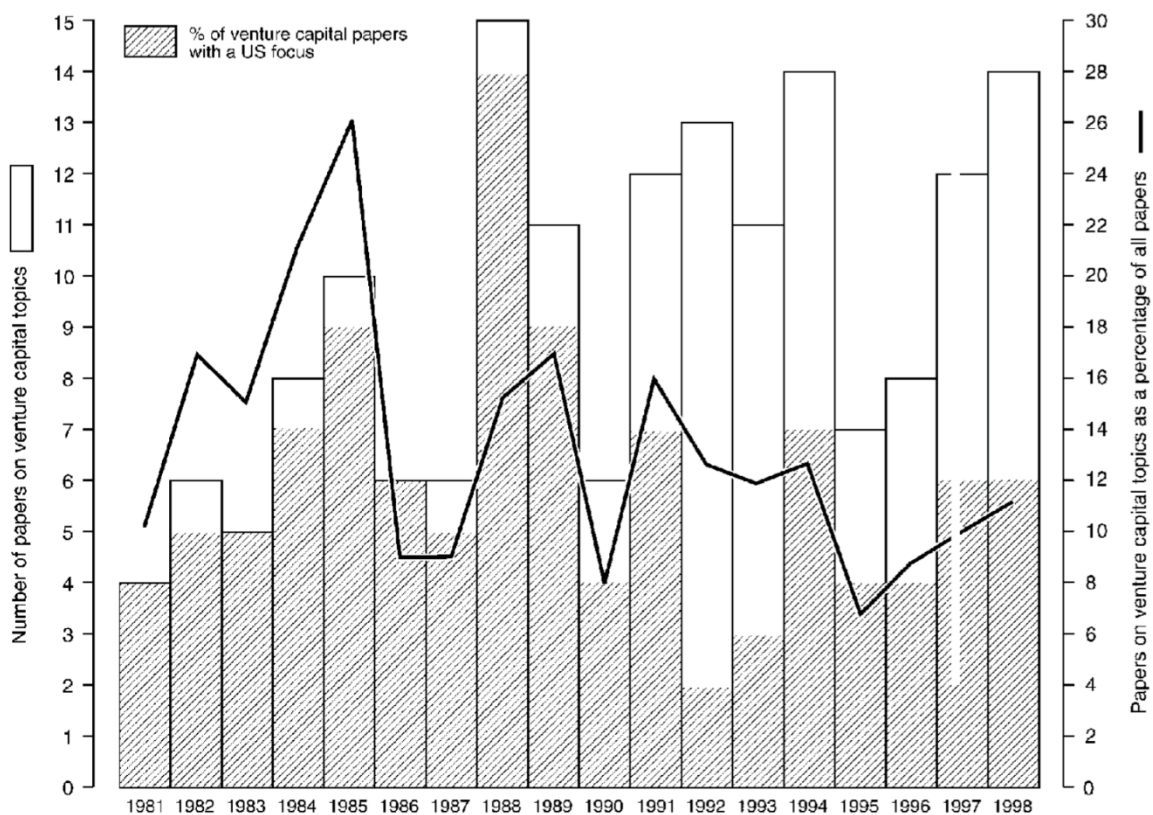


Figure 5. Papers on venture capital topics presented at the Babson College–Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference, 1981–1998.

Figuur 3: Overzicht van het aantal artikels over venture capital voor de periode van 1981 tot en met 1998.

Venture capital is een onderdeel van private equity. Private equity wordt gedefinieerd als het verstrekken van kapitaal aan niet beursgenoteerde bedrijven waarvan een grote potentiële groei wordt verwacht (Dziekoński & Ignatiuk, 2016; Kumpf, 2013). Ze willen ervoor zorgen dat de onderneming verder groeit en er daardoor een grotere waardecreatie ontstaat voor de investeerders in het fonds opgericht door de private equity onderneming. Ondanks de financiële crisis zijn de private equity bedrijven blijven geloven in de hoge return die ze zouden verkrijgen door investeringen

te doen (Payne, 2011). De private equity bedrijven zijn een financiële intermediair (financieel tussenpersoon) die fondsen creëren voor institutionele investeerders of welvarende individuen. Met deze geldinzameling gaan ze investeren in hun portfoliobedrijven (Kumpf, 2013). Naast de kapitaalinvestering gaat een private equity onderneming nog strategisch advies verstrekken (Dziekoński & Ignatiuk, 2016).

Er bestaan verschillende soorten van private equity investeringen. Zo kan gekozen worden om aan groeikapitaal te doen. De private equity spelers gaan investeren in meer mature bedrijven die niet meer in de opstartfase zitten. Ze willen op deze manier bijvoorbeeld een nieuwe markt binnendringen, hun bedrijf herstructureren.... De private equity onderneming zal geen meerderheidsaandeelhouder worden van deze bedrijven. Het groeikapitaal is een soort van strategie tussen een latere fase van venture financiering en een buy-out, een ander soort investering van private equity (Dziekoński & Ignatiuk, 2016; Kumpf, 2013). Bij een buy-out wil men een meerderheid van aandelen verkrijgen en dus ook de controle. Dit wordt voornamelijk gedaan bij volwassen ondernemingen met een gevestigde waarde en dankzij financiering, de verdere expansie van de onderneming bewerkstelligen (Dziekoński & Ignatiuk, 2016; Kumpf, 2013). Een laatste soort van private equity investering, die verder wordt uitgediept in dit hoofdstuk, is de financiering via venture capital. Men gaat hier voornamelijk investeren, als minderheidsaandeelhouder, in jonge bedrijven met een enorm groeipotentieel (Kumpf, 2013).

Vc's worden gezien als professionele investeerders met veel ervaring in de financiering van private startende ondernemingen (Hellmann & Puri, 2002). Ze spelen een belangrijke rol in de groei en innovatie van een onderneming en zijn een belangrijke bron van externe financiering (Bernstein et al., 2016; Bottazzi, Da Rin, & Hellmann, 2008; Parhankangas & Landström, 2006; Robbie, Wright, & Chiplotin, 1997).

Volgens Robbie et al. (1997) zijn er twee belangrijke relaties in het venture capital proces. De relatie tussen de investeringsmaatschappij en de ondernemer en de relatie tussen de investeringsmaatschappij en de investeerders van de fondsen. Deze laatste relatie valt buiten het bestek van deze masterproef.

3.1 Definitie venture capital

Er zijn tal van definities over venture capital uitgebracht door academici en overheidsinstellingen, gespecialiseerd in private equity. Zoals Avdeitchikova, Landström, and Månsson (2008) kort aanhalen bestaat er geen eenduidige definitie over venture capital. Dit maakt de empirische en theoretische vooruitgang in venture capital moeizaam.

Metrick and Yasuda (2011a) zien een investeerder als een vc indien hij voldoet aan volgende eigenschappen:

- De vc is een financiële tussenpersoon, die investeert in private bedrijven.
- Vc speelt een actieve rol bij monitoring en het ondersteunen van de bedrijven.

- De investeringsmaatschappij probeert een zo hoog mogelijke financiële return te behalen bij de exit.
- De vc investeert om de groei van het bedrijf te financieren en stimuleren.

Deze definitie zal gebruikt worden in het empirisch gedeelte van deze masterproef als een criteria om investeringsmaatschappijen te selecteren.

Een artikel over de aspecten die nog niet geweten zijn over vc, gebruiken een soortgelijke definitie (Gompers & Lerner, 2001). Gompers and Lerner (2001) hebben een verschilpunt met Metrick and Yasuda (2011a) inzake waar een vc in investeert. Gompers en Lerner (2001) zeggen dat vc's investeren in eigen vermogen of vermogens gelinkte investeringen in private ondernemingen. Amit, Brander, and Zott (1998) zien de vormen van financiering hetzelfde als Gompers et al.(2001), maar met het verschil dat een vc management expertise kan bieden aan het bedrijf.

Bij het ontstaan van het nieuw academisch blad rond venture capital hebben Mason and Harrison (1999b) een definitie bijgevoegd over wat venture capital is. Ze definiëren venture capital als volgt:

"...the provision of finance by an investor to businesses that are not quoted on a stock market and which have the potential to grow rapidly and become significant business in international markets."

Hier definieert men het potentiële bedrijf waarin wordt geïnvesteerd als een niet-beursgenoteerd bedrijf met potentieel om snel te groeien. Bottazzi et al. (2002) hebben een vergelijkbare definitie. Een laatste definitie van academici in deze literatuurstudie, is van Wright (1998):

"Venture Capital wordt gedefinieerd als een investering op lange termijn door een professionele investeerder in nieuwe ondernemingen, die niet beursgenoteerd zijn, met als hoofddoel een kapitaalwinst aangevuld met een dividendrendement."

Tot slot zijn er de overheidsinstellingen die instaan voor de private equity van hun omgeving. BVA (Belgian Venture Capital and Private Equity Association) geeft een definitie van venture capital. Zij zien vc als een onderdeel van private equity met investeringen voor de start-up, early development of groei van ondernemingen. Ze helpen niet-beursgenoteerde bedrijven om te groeien door middel van kapitaal (BVA, 2016).

In het review artikel van Šimić (2015), waarin de focus ligt op de investeringscriteria van vc's, wordt een kort overzicht gegeven van de verschillende definities over venture capital. In dit artikel zijn academische en overheidsdefinities weergegeven.

EVCA¹, NVCA² en CVCA³ verklaren dat venture capital een onderdeel is van private equity. NVCA legt zijn focus op nieuwe ondernemingen met een hoog groeipotentieel, terwijl CVCA focust op de fase waarin de onderneming gesitueerd is. Metrick and Yasuda (2011a) en Šimić (2015) bevestigen deze stelling.

Er kan een kanttekening worden gemaakt op al deze definities, zowel voor venture capital als voor private equity is er geen eenduidige definitie in de academische literatuur.

3.2 Soorten venture capitalists

Ivanov and Xie (2010) beargumenteren dat er verschillende soorten investeringsmaatschappijen bestaan. Ze spreken van Traditional Venture Capitalists (TVC) en Corporate Venture Capitalists (CVC). De laatste is verschillend in structuur, doelstellingen, investeringsbeslissingen en de verschillende diensten die ze aanbieden dan de TVC.

CVC ontstaat door de oprichting van een venture capital departement bij 'grote' bedrijven. Deze investeringsmaatschappijen streven niet enkel naar de financiële resultaten maar doen dit eerder voor strategische doeleinden (Mason & Harrison, 1999b; Metrick & Yasuda, 2011a). Ze investeren voor een langere periode in startende ondernemingen dan traditionele investeringsmaatschappijen. De startende ondernemingen genieten van hogere investeringsbedragen vanuit een CVC dan van een TVC (Guo, Lou, & Pérez-Castrillo, 2015). De TVC werken onafhankelijk van overheidsinstellingen, industriële – en financiële bedrijven.

3.3 De investering

3.3.1 Duurtijd

Algemeen kan gesteld worden dat de duurtijd van een investering een middellange termijn heeft (Witmeur, 2016). BVA spreekt van een termijn tussen de 3 en 7 jaar (BVA, 2016). Terwijl Gorman and Sahlman (1989) een investeringshorizon van 5 tot 7 jaar vaststellen. In de academici literatuur wordt zelfs gesproken over een investeringshorizon van 10 jaar, waarbij de eerste 5 jaren van de investering worden gezien als investeringsperiode en de laatste 5 jaar als harvesting. Dit wil zeggen dat ze in de laatste 5 jaar vruchten beginnen plukken van hun initiële investeringen van de eerste 5 jaren (Metrick & Yasuda, 2011a, 2011b; Payne, 2011; Sahlman, 1994).

3.3.2 Limited partners en general partners

De vc wordt gezien als de general partner (GP) van een investeringsfonds. Zij hebben een limited partnership met de limited partners (LP's) (Metrick & Yasuda, 2011a). De LP's zijn de

¹ European Private Equity & Venture Capital Association

² National Venture Capital Association

³ Croatian Private Equity and Venture Capital Association

kapitaalverschaffers wanneer het investeringsfonds wordt opgericht. Zij stemmen in om kapitaal te verschaffen als de GP beslist om te investeren. De LP verwacht op regelmatige basis een update van de GP over de investeringen gemaakt door het fonds (Payne, 2011). Zoals eerder (3.3.1) aangehaald is na de initiële investeringsperiode een periode waarin de vruchten van de investering worden geplukt. Deze rendementen op de investering worden grotendeels toegedeeld aan de LP's en daarom willen ze een bepaalde vorm van controle hebben op de acties van een GP (Sahlman, 1994). De kapitaalverschaffers, LP's, van de fondsen zijn institutionele investeerders zoals banken, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, grote ondernemingen, universiteiten... (Dziekoński & Ignatiuk, 2016; Kumpf, 2013; Metrick & Yasuda, 2011a).

3.3.3 Verwacht rendement

Een investeringsmaatschappij is op zoek naar investeringen in ondernemingen die een hoge return on investment (ROI) kunnen behalen, ze streven naar een ROI van 30 tot 50% per jaar (Sahlman, 1994). Deze return komt grotendeels toe aan de LP's van het investeringsfonds. De general partner, vc's, worden vergoed op basis van een management fee en een carried interest. De management fees zorgen dat een groot deel van de operationele kosten worden gedekt, de carry daarentegen zorgt dat de investeringsmaatschappij kan meegenieten van de winsten die het investeringsfonds creëert (Metrick & Yasuda, 2011a). De carried interest bedraagt meestal 20% van de winsten die gemaakt zijn in het investeringsfonds (Robbie et al., 1997; Sahlman, 1994). De investeringsmaatschappij wil het fonds ook dekken voor eventuele verliezen van één van de andere portfoliobedrijven. Ze gebruiken hiervoor een contract waarin vermeldt staat dat wanneer de onderneming goed presteert, zowel de ondernemer als het fonds hierdoor beter wordt verloond. Wanneer de onderneming slecht presteert of zelfs failliet gaat, dan heeft de investeringsmaatschappij het recht om zo goed als alle liquidaties van de onderneming op te eisen (Sahlman, 1994).

3.3.4 Investeringsstrategie van de investeringsmaatschappij

Als laatst wordt er gekeken naar de strategieën die investeringsmaatschappijen gebruiken om zijn portfoliobedrijven te selecteren.

De venture capital cycle geeft een duidelijk beeld weer over hoe de investeringen verlopen: de vc's gaan proberen kapitaal van de limited partners te verkrijgen, om zo een investering in een bedrijf mogelijk te maken. Om ervoor te zorgen dat het kapitaal goed beheerd wordt, gaat men het bedrijf monitoren en ondersteuning geven, zodat er een exit mogelijk is voor de vc. Dankzij een exit gaat het kapitaal (inclusief rendement) terug naar de limited partners en gaat de venture capitalist opnieuw op zoek naar nieuwe financieringsmogelijkheden voor zijn limited partners, zo kan de cyclus opnieuw beginnen (Gompers & Lerner, 2001). Wat een venture capitalist precies doet bij de monitoring en exit wordt verder uitgelegd in 2.6.

Algemeen kan gesteld worden dat investeringsmaatschappijen investeren in bedrijven met grote groeimogelijkheden. Vaak investeren ze in jonge innovatieve bedrijven en treden op als

meerderheids- of minderheidsaandeelhouder in portfoliobedrijven. Er wordt in sommige gevallen geïnvesteerd in bedrijven in een latere fase dan start-up, in een rol als minderheidsaandeelhouder. Er bestaan verschillende strategieën die een investeringsmaatschappij volgt. Enkele van deze worden hieronder verder toegelicht.

3.3.4.1 Investing per fase van onderneming

De investeringsmaatschappijen onderscheiden 4 fases waarin een onderneming zich kan bevinden (BVA, 2016; Dziekoński & Ignatiuk, 2016; Metrick & Yasuda, 2011a).

- 1) Seed en start-up fase: De investeringsmaatschappij investeert een klein bedrag in de onderneming. Er is nog geen commerciële activiteit en de kapitaalinjectie gebeurt om 'prove of concept' te leveren, marktanalyse, productontwikkeling.
- 2) early growth fase: De kapitaalinjecties zorgen ervoor dat de onderneming kan beginnen aan zijn eerste commerciële activiteiten. Ze kunnen het product verder ontwikkelen en testen. De onderneming moet minder dan 3 jaar bestaan om te behoren tot deze fase.
- 3) fast growth fase: Kapitaalinjecties dienen om de expansie in capaciteit voor de productie van diensten/producten te bewerkstelligen. Kapitaalinjecties worden voornamelijk gebruikt als werkkapitaal.
- 4) Maturiteitsfase: Dit zijn bedrijven die al een status hebben in hun industrie en aan de top willen blijven. Zij zullen de kapitaalvoorziening voornamelijk gebruiken om nieuwe markten te betreden, meer bestellingen te verkrijgen.... Deze bedrijven hebben niet hetzelfde groeipatroon als de vorige, maar zorgen wel voor een goede cashflow voor de investeringsmaatschappijen.

Een investeringsmaatschappij zal actief zijn in alle fases die een onderneming heeft, maar er zullen fases zijn waar de investeringsmaatschappij meer nadruk op zal leggen. In deze masterproef wordt er gezocht naar investeringsmaatschappijen die de nadruk leggen op de eerste fase.

3.3.4.2 Investing per industrie

Een investeringsmaatschappij kan ervoor kiezen zijn focus te leggen op een bepaalde industrie. Vaak is dit de gezondheid en zorgindustrie of de informatietechnologie. De hoge potentiële rendementen die uit deze sectoren gehaald worden, maken deze industrieën zeer aantrekkelijk voor investeringsmaatschappijen (Metrick & Yasuda, 2011a).

3.3.4.3 Investing per regio

Een investeringsmaatschappij heeft meestal een bepaalde regio waarin de portfoliobedrijven zich dienen te bevinden. Dit kan gaan van enkel Europa, tot een straal van 200 km rond Brussel (Metrick & Yasuda, 2011a).

In de Praktijk:

Bij de opzoeking van investeringsmaatschappijen in België hebben deze een combinatie van bovenstaande strategieën. Zo heeft een investeringsmaatschappij altijd een geografisch gebied waar ze investeringen doen. Meestal zit er ook een sectorale voorkeur bij. Enkele van deze investeringsmaatschappijen hebben zelfs een voorkeur om te investeren in ondernemingen afhankelijk van de fase waarin de onderneming zich begeeft (Agentschap Innoveren, & Ondernemen, & 2016).

3.4 Problemen verbonden aan venture capital

Investeringsmaatschappijen investeren in een vroeg stadium in de onderneming. In deze stadia is de asymmetrische informatie het hoogst. De investeringsmaatschappij kan dit grotendeels oplossen door contracten op te stellen tussen hen en het portfoliobedrijf, maar niet alle problemen kunnen worden opgelost door het opstellen van een contract (Parhankangas & Landström, 2006).

Een principaal-agent probleem is één van de risico's verbonden aan venture capital. De investeringsmaatschappij (principaal) vraagt aan de ondernemer (agent) om een bepaalde taak uit te voeren. Deze taak zal niet altijd correct uitgevoerd worden door de agent. Hierdoor ontstaat er een principaal-agent probleem. Beide partijen zullen handelen in eigen belang en deze belangen zullen soms tegenstrijdig zijn wat tot gevolg heeft dat er een conflict ontstaat. De principaal (vc) kan dit grotendeels voorkomen door het portfoliobedrijf (agent) te monitoren en erop toezien dat alles verloopt zoals afgesproken. Indien de ondernemer over andere informatie beschikt dan de investeringsmaatschappij kan men spreken van asymmetrische informatie. Ook dit kan verholpen worden door goede monitoring van de vc (Amit et al., 1998; Jensen & Meckling, 1976; Kaplan & Strömberg, 2001).

Mogelijke oplossingen voor het principaal-agent probleem liggen bij de investeringsmaatschappij. Zij kunnen opteren voor het opstellen van financiële contracten, meewerken met de informatieverzameling van de ondernemingen en het geven van advies. De beste remedie is een goede monitoring van het portfoliobedrijf. Één van de monitoring acties die ze ondernemen is staged financing. Hierbij gaat men niet het volledige kapitaal in één keer injecteren, maar een deel van de initiële investering ter beschikking stellen als bepaalde incentives behaald worden. Hoe korter men deze periodes maakt, hoe beter de controle over het bedrijf is (Gompers, 1995; Hopp & Lukas, 2014; Kaplan & Strömberg, 2001).

Als een ondernemer beslist om bepaalde projecten te blijven financieren met het kapitaal van de investeringsmaatschappij, hoewel dit project niet de gewenste doelstelling heeft, spreken we over een agency kost. Een ander voorbeeld in verband met asymmetrische informatie kan zich stellen dat wanneer een ondernemer bepaalde skills heeft waar de investeringsmaatschappij geen weet van heeft of niet correct heeft kunnen meten. Dit zorgt ervoor dat de investeringsmaatschappij niet over de dezelfde informatie beschikt als de ondernemer.

3.5 Acties en rol van een venture capitalist

Het is van cruciaal belang dat een ondernemer beseft dat de investeringsmanager een actieve rol speelt en erop toeziet dat alles vlot verloopt in de onderneming (Parhankangas & Landström, 2006). Ze hebben namelijk eenzelfde doel voor ogen, samen de onderneming laten groeien en dus de waarde van de onderneming te maximaliseren (Metrick & Yasuda, 2011b; Parhankangas & Landström, 2006; Sahlman, 1994).

BVA heeft een gedragscode uitgebracht waaraan alle investeringsmaatschappijen zich dienen te houden (*Bijlage 2*) (Witmeur, 2016). Verder wordt er in de literatuur gezegd dat vc's zich verstandig moet opstellen inzake investering in het belang van zijn LP (Mason & Harrison, 1999b).

Naast de kapitaalinjectie van een investeringsmaatschappij biedt het nog andere diensten aan. Volgens Gorman and Sahlman (1989) zijn er 11 diensten die een investeringsmaatschappij nog biedt aan zijn portfoliobedrijf:

- 1) bijstand bij extra financieringen
- 2) strategische planning
- 3) rekrutering van management
- 4) operationele planning
- 5) introductie bij potentiële leveranciers en klanten
- 6) oplossen van verloningsproblemen
- 7) vertrouwenspersoon voor ondernemers
- 8) introductie bij dienstverleners (advocaten, verzekeringsmakelaar...)
- 9) managen van de investeringsgroep
- 10) rekrutering voor leden van de raad van bestuur
- 11) toegang tot middelen van de moederonderneming

Andere academici bevestigen deze rollen die een investeringsmaatschappij op zich neemt. De investeringsmaatschappij neemt voornamelijk de verantwoordelijkheid bij de rekrutering van managers, helpt bij het verkrijgen van andere financieringen, strategische planning van de onderneming en zorgt ervoor dat de onderneming in het juiste contact staat met leveranciers en klanten (Bottazzi et al., 2008; Dziekoński & Ignatiuk, 2016; Metrick & Yasuda, 2011b; Sahlman, 1994).

In de volgende drie paragrafen wordt er dieper ingegaan op wat een investeringsmaatschappij doet doorheen het hele proces dat een onderneming doorloopt indien hij aanspraak wil maken op venture capital. Hierin worden drie activiteiten omschreven, namelijk de pre-investment screening, monitoring en de exit (Metrick & Yasuda, 2011a).

3.5.1 Pre-investment screening

Een eerste stap is de screening van de bedrijven. De screening gebeurt om goede investeringen te kunnen selecteren. Een vc streeft ernaar een ROI te halen van 30 tot 50% per jaar (Bernstein et al., 2016). Na 20 tot 30 minuten is al meer dan de helft geweigerd op basis van hun businessplan bij de scanning van de projecten. Ze hebben niet genoeg inhoud of zijn niet accuraat gemaakt waardoor de betrouwbaarheid van het businessplan in vraag wordt gesteld en het risico voor de investeringsmaatschappij te groot is (Šimić, 2015). Volgens Callegati, Grandi, and Napier (2005) hebben de investeringsmaatschappijen vijf maatstaven die bepalen of een samenwerking tussen de vc en de ondernemer mogelijk is. Namelijk de kredietwaardigheid van een businessplan, een businessplan met patenten op de technologieën van de onderneming, een 'track record' van het bedrijf en management, de mogelijkheid om snel te groeien en de kwaliteit van het managementteam.

Indien de scanning positief verloopt, gaat de onderneming verder onderzocht worden. Bedrijven die nog in de running zijn, krijgen een term sheet van de investeringsmaatschappij. Dit contract is het startpunt van de onderhandelingen (Metrick & Yasuda, 2011a). Bij de verdere screening wordt er door de vc niet enkel rekening gehouden met het financiële gedeelte maar ook met de opportuniteiten die er zijn binnen het bedrijf. Een vc gaat kijken naar de strategie, technologie, gedrag van klanten en concurrenten, het managementteam en de marktgrootte waarin het bedrijf gesitueerd is (Kaplan & Strömberg, 2001). Ze beschrijven dat het managementteam één van de grootste risico's is van een investering. Slechte managementteams zullen niet de gehoopte resultaten kunnen bereiken die een vc verwacht van de investering. Een oplossing hiervoor is het managementteam aanvullen met meer ervaren managers. De vc's kunnen dit risico dekken door meer controle over het bedrijf te eisen. Hierdoor wordt de kans groter dat de portfoliobedrijven naar de beurs kunnen gaan bij een exit van de vc.

Wanneer de ondernemer dit contract heeft goedgekeurd, gaan ze samen zitten voor de final due diligence. Hierbij wordt een meeting geregeld tussen de investeringsmaatschappij en de managers van het bedrijf, dit om te observeren hoe de relatie tussen hen verloopt bij het eerste contact. De investeringsmaatschappij gaat nog verschillende punten in de onderneming bekijken. Dit kan gaan van een marktanalyse tot hoe men omgaat met wettelijke bepalingen (Metrick & Yasuda, 2011a). Op basis hiervan kan het contract aangepast worden door de investeringsmaatschappij om de geïdentificeerde risicofactoren van de onderneming vast te leggen in het contract (Kaplan & Strömberg, 2001).

3.5.2 Monitoring

Het belang van contracten bij een investering is belangrijk voor de vc's (Kaplan & Strömberg, 2001; Metrick & Yasuda, 2011a, 2011b). Zoals reeds aangehaald in 3.4 kan een vc staged financing toepassen om controle te behouden over de onderneming. Indien een onderneming niet winstgevend is, kan een vc beslissen om te herstructureren of zelfs beslissen om het bedrijf failliet te laten

verklaren (Metrick & Yasuda, 2011b). Ze kunnen hierbij op regelmatige basis controleren of de ondernemingen de incentives behalen en beslissen of er verder gaat geïnvesteerd worden (Gompers, 1995). Contracten worden eveneens gebruikt om bepaalde rechten te verkrijgen binnen het portfoliobedrijf: zetel in de RvB, stemrecht, vervangen van de CEO (Gompers & Lerner, 2001).

De monitoring van portfoliobedrijven is voorzien om controle te bewaren en om informatie asymmetrie tegen te gaan. De kost van monitoring hangt af van de graad van asymmetrische informatie en het aandeel van de vc in de onderneming. Indien de monitoring van een portfoliobedrijf geen kostprijs zou hebben, dan zou de investeringsmaatschappij aan monitoring blijven doen (Gompers, 1995).

Vc's die ervaring hebben met een soortgelijk bedrijf, zoals het portfoliobedrijf, zullen zich meer als een hands-on investeerder gedragen (Bottazzi et al., 2008). Investeerders met een hands-on mentaliteit kunnen gezien worden als investeerders die graag actief betrokken zijn binnen het portfoliobedrijf en bijdragen aan het algemeen management. De general partner gaat een actieve rol innemen in het bedrijf om zo meer informatie te verkrijgen. Wanneer de vc een belangrijke rol krijgt binnen het portfoliobedrijf zullen de kosten voor het monitoren lager liggen en zal het financieel resultaat stijgen. Bij ervaren investeringsmanagers, binnen een bepaalde industrie, zal de monitoring op een minder frequentere basis gebeuren. Ze opteren ervoor om de onderneming te laten werken met het kapitaal dat ter beschikking is voor een langere periode (Hopp & Lukas, 2014).

Dankzij een samenwerking met een vc zal hij bijdragen aan betere innovatie en het succes van het portfoliobedrijf vergroten (Bernstein et al., 2016). Heel wat academici geven de verschillende rollen die een vc aanneemt in zijn monitoring functie weer (Kaplan & Strömberg, 2001; Metrick & Yasuda, 2011a; Wright, 1998). Een zetel in de RvB is weggelegd voor de GP. Ze ondersteunen de RvB in het geven van advies. Kaplan and Strömberg (2001) beargumenteren dat dit vaak voorkomt wanneer er een nieuwe CEO wordt aangesteld. Naast een zetel in de RvB zal een vc zich met andere aspecten van de onderneming bezighouden. Zoals de rekrutering van extern management, strategiebepaling, relaties met klanten en leveranciers onderhouden, het netwerk van het portfoliobedrijf uitbouwen, hulp bieden voor het verkrijgen van opvolgingsinvesteringen en de voorbereiding op de exit van de investeringsmaatschappij in het portfoliobedrijf (Sahlman, 1994).

3.5.3 Exit activiteiten

Bij de laatste activiteit gaat men over tot een exit in het portfoliobedrijf. Exit wordt gezien als de verkoop van de aandelen van de investeringsmaatschappij uit het portfoliobedrijf. Dit is de belangrijkste stap in het hele proces, omdat hier de investeringsmaatschappij een precies beeld krijgt over het rendement van de investering. Zoals eerder aangehaald heeft een investeringsmaatschappij maar een beperkte investeringshorizon (3.3.4). Ze hebben op voorhand bepaald wanneer de desinvestering plaats zal vinden. Dit geeft de investeringsmaatschappij de mogelijkheid om na te gaan of ze een goede investeringskeuze heeft gemaakt. Een investeringsmaatschappij is genoodzaakt om een exit te doen, omdat tijdens de investeringsperiode er door het portfoliobedrijf

geen dividenden worden uitgekeerd en exit de enige vorm is om rendement te behalen (Schwienbacher, 2009). De echte desinvestering kan verschillend zijn dan de vooropgestelde exit bij aanvang van de investering. Een logische verklaring hiervoor is, dat veel afhankelijk is van de effectieve ontwikkeling van de onderneming. Factoren die hier een rol spelen zijn heel divers. Een exit route kan veranderen omdat de verwachte winst niet is zoals gehoopt, zowel positief als negatief, men weet niet hoe de financiële markt er binnen enkele jaren uit zal zien (Guo et al., 2015; Kumpf, 2013).

Een investeringsmaatschappij beschikt over verschillende mogelijkheden om te desinvesteren in een portfoliobedrijf. Schwienbacher (2009) geeft vijf mogelijke opties weer: IPO, aan- of verkoop, MBO, herfinanciering of een liquidatie van de onderneming.

IPO (Initial Public Offering):

Bij een IPO gaat de onderneming naar de beurs zodat de investeringsmaatschappij zijn aandelen kan verkopen. Gompers and Lerner (2000) stellen vast dat een CVC vaker een IPO gaat doorvoeren bij de portfoliobedrijven. Als een onderneming te klein is, zal een investeringsmaatschappij geen IPO voorstellen omdat de kosten om naar de beurs te gaan veel te hoog zijn. Een IPO is enkel mogelijk bij bedrijven die de grootste groeiopportuniteiten hebben. De kans dat een onderneming naar de beurs gaat, is hoger als het investeringsbedrag van de investeringsmaatschappij hoger ligt. Een investeringsmaatschappij prefereert een IPO, omdat ze hieruit de hoogste waarde kunnen verkrijgen voor hun aandelen (Guo et al., 2015; Kumpf, 2013; Schwienbacher, 2009).

Verkoop (trade sale of acquisition):

Wanneer de waarde van het bedrijf niet hoog genoeg ligt voor een IPO, verkiest de investeringsmaatschappij om een verkoop te doen aan een bedrijf. Meestal is de koper van de aandelen actief in dezelfde industrie als het portfoliobedrijf. De koper is geneigd om een hogere waarde te geven, omdat het portfoliobedrijf nauw aansluit bij de activiteiten die het grotere bedrijf heeft. Dit zorgt ervoor dat een hoger rendement kan behaald worden op de investering van de investeringsmaatschappij (Guo et al., 2015; Kumpf, 2013; Schwienbacher, 2009).

MBO (management buyout):

De investeringsmaatschappij gaat zijn aandelen terug verkopen aan de ondernemer van het portfoliobedrijf. Deze soort exit zal voor een lager rendement zorgen en komt minder voor dan een IPO of trade sale.

Herfinanciering:

Investeringsmaatschappijen zullen hun aandelen doorverkopen aan andere investeringsmaatschappijen (Schwienbacher, 2009).

Liquidatie:

Een laatste mogelijke exit route is de liquidatie van de onderneming. Bij de liquidatie wordt de onderneming failliet verklaart en probeert de investeringsmaatschappij zoveel mogelijk van zijn

investering terug te vorderen. Dit is een exit route die meer is opgekomen sinds de financiële crisis in 2008 (Schwienbacher, 2009).

Hoofdstuk 4: Professionalisering

Volgens een vc moet een onderneming professioneel bezig zijn met zijn onderneming. Hierbij dient de ondernemer niet enkel rekening te houden met het financiële resultaat van de onderneming maar ook met de strategie, marketing, management, HRM, enz. (Nikkonen, 2013).

Een voorbeeld hiervan is het inhuren van externe managers. Hierdoor kan de onderneming, indien nodig, zijn waarden en normen van de onderneming veranderen om de continuïteit te garanderen. Een professionele manager zorgt namelijk dat er minder emotionele beslissingen worden genomen die de waarde en het bedrijfsbelang in gevaar brengen (W. G. Dyer, 1989).

Professionalisering is een zeer complex gegeven, dat zich voordoet in verschillende stappen in groeiende ondernemingen. In de literatuur wordt dit door Dekker, Lybaert, Steijvers, and Depaire (2015) gezien als een multidimensionale constructie. Er zijn meerdere factoren die bepalen wat zal bijdragen aan de professionalisering van een onderneming.

4.1 Definitie professionalisering

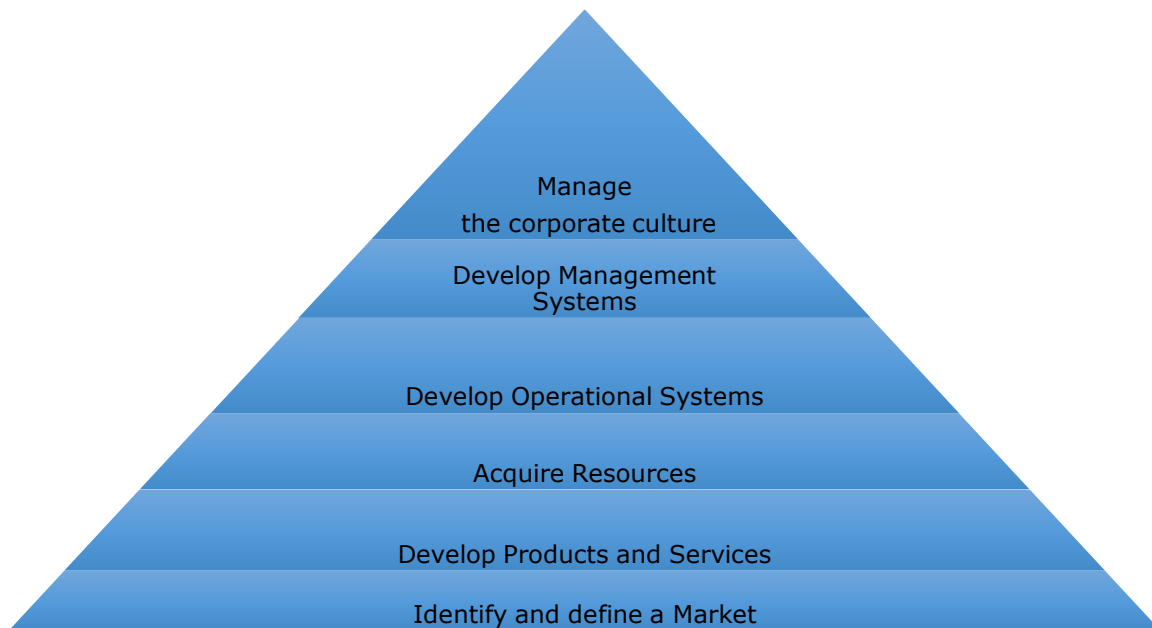
Een exacte definitie over professionalisering vinden is niet zo eenvoudig. De meeste academici omschrijven dit eerder als een proces dat een onderneming doorloopt om uiteindelijk professioneel genoemd te worden. Howart et al. (2016) beschrijven dat een onderneming professioneel is, als er een stijging is in de 'management control systems' en de formalisering van processen binnen een bedrijf.

Dekker et al. (2015) hebben een nieuwe manier onderzocht om professionalisering te meten in een familiale context. Ze omschrijven professionalisering als een multidimensionale constructie, waar meerdere factoren bepalen hoe men professionalisering kan zien en of dit een effect heeft op de prestatie van de onderneming. Songini and Gnan (2009) zien dat professionalisering wordt geassocieerd met formele governance systemen, formele strategische planning en management controle systemen, zoals budgetering, rapporteringssystemen en incentives. In het AMA woordenboek van business en management wordt professionalisering als volgt omschreven (Kurian & Books, 2013):

"Introduction of professional standards into an occupation, so as to bring uniformity to credentials of its members, institute requirements for training, evaluate performance, and standardize the claims and qualifications of the field."

Flamholtz en Randle (2012) geven een ander inzicht over de professionalisering van een bedrijf. Zij beschrijven dit als een fase waarin de onderneming terecht komt dankzij de groei van de onderneming. Zij baseren zich op de levenscyclus waarin een onderneming zich begeeft. Ze zien professionalisering vooral als het creëren van een professioneel management.

"..., when we use the term professionally managed, we are referring to a firm that has retained the entrepreneurial spirit, while at the same time developing the systems required to effectively manage the much larger firm it has become."



Figuur 4: Piramide van de ontwikkelingsfase van organisaties (Flamholtz & Randle, 2012).

In *figuur 4* worden de zes fases voorgesteld die een onderneming doorloopt tijdens zijn groei. Deze kunnen worden ingedeeld in vier stadia van organisationele groei van de onderneming: nieuwe onderneming, expansie, professionalisering en consolidatie (Flamholtz & Randle, 2012).

De eerste fase, de nieuwe onderneming, is gericht op de eerste twee elementen van de piramide. Een onderneming bevindt zich in de nieuwe onderneming vanaf het moment dat er nog geen verkopen zijn tot verkopen van \$1 miljoen voor fabricage bedrijven en tot \$3 miljoen voor serviceondernemingen. In deze fase wil men het bewijs leveren dat hun businessconcept wel degelijk succes heeft. De onderneming dient de markt te segmenteren en te bepalen welke behoeften er zijn voor het product of dienst die ze aanbieden. Naast de segmentatie, moeten ze hun product ontwerpen/ontwikkelen en zorgen dat het product of dienst leverbaar is voor de klanten (Flamholtz & Randle, 2012).

De volgende stap is de expansiefase van het bedrijf. In deze fase zal de onderneming een sterke groei krijgen in zijn verkopen en het aantal werknemers. Deze fase van de onderneming kent een aanzienlijke groei van personeel, financieringen, ruimte en installaties. De ondernemer is genooddaakt om te denken op lange termijn. Een voorbeeld hiervan, is de aankoop van printers. Als men printers koopt die voldoen aan de vraag van vandaag, dan zullen deze niet meer voldoen aan de vraag van de toekomst en dient een nieuwe investering te gebeuren in printers. Het is dus aangeraden om te anticiperen op de groei van de onderneming en installaties aan te schaffen die voldoen aan de toekomstige groei van het bedrijf. De operationele systemen, zoals accounting, R&D, marketing, HR... zijn zeer belangrijk bij de groei van de onderneming. Deze zijn noodzakelijk om de

groei van de onderneming succesvol te laten verlopen. Dit is allemaal nodig om te voldoen aan de vraag van het product of dienst. Uiteraard is dit een grote uitdaging voor de ondernemer, die deze namelijk zal ervaren als groeipijnen van de onderneming. De zaakvoerder zal niet meer de volledige controle over het bedrijf kunnen behouden (J. Dyer, 1992; Flamholtz & Randle, 2012). Vanaf deze fase begint de nood te komen om over te gaan naar een professioneel gemanagede onderneming.

In een derde fase komt men terecht in de professionaliseringsfase. Men gaat kwalitatieve veranderingen moeten doorvoeren om ervoor te zorgen dat de onderneming een ander soort onderneming kan worden. Tot op dit punt, waren alle activiteiten informeel en werden er geen specifieke doelstellingen, verantwoordelijkheden en plannen vooropgesteld. De onderneming zal meer formelere structuren moeten opzetten om de onderneming te doen slagen. Men kan dit doen door meer formeel te plannen, regelmatig geplande meetings, rol van de werknemers specificeren, werken met een performance appraisal system en een controlemechanisme opstarten (3.5.7). Bij de professionalisering zullen de managers hun gedrag en competenties moeten veranderen, namelijk van entrepreneurial naar professioneel (3.4). Het gaat hier voornamelijk over het creëren van een andere mindset van het management. Om doorheen deze fase te komen is het noodzakelijk om een managementsystemen te ontwikkelen. Volgens Flamholtz and Randle (2012) bestaan er 4 managementsystemen. Er wordt een planningsysteem opgesteld, dit systeem houdt zich bezig met de implementatie en planning van doelstellingen, budgettering... De structuur van de onderneming zorgt voor een duidelijk beeld hoe de onderneming is georganiseerd en aan wie gerapporteerd dient te worden. Een derde managementsysteem, managementontwikkeling, gaat helpen om de geplande vooruitgang van een werknemer te ondersteunen en dit terwijl de onderneming verder groeit. Controle en performance systeem zijn de laatste managementsystemen die gebruikt worden in de professionaliseringsfase. Men gaat processen en mechanismen gebruiken om de werknemers beter te laten presteren en hierdoor aan de organisationele doelstellingen te voldoen. De keuze om voor een professioneel management te kiezen ligt vaak bij het gebrek aan kennis van de ondernemer in bepaalde aspecten van het bedrijf. Hij zal zich bijvoorbeeld aanwenden tot professionals gespecialiseerd in accounting, indien hij hier niet over voldoende kennis beschikt (J. Dyer, 1992).

De laatste fase volgens Flamholtz and Randle (2012) is gelegen in de top van de piramide, waar corporate culture moet worden geïmplementeerd/aangepast. Men ziet deze fase als de consolidatiefase. De informele manier van werken is niet meer effectief genoeg en werknemers moeten gewoon worden aan het feit dat ze de zaakvoerder niet meer dagelijks kunnen spreken. Hiervoor zijn er meer formele methodes nodig voor een succesvolle overgang. Deze transformatie helpt bij de overgang van een entrepreneurial onderneming naar een professionele onderneming. De waarden, overtuigingen en normen worden hier op een formele manier vastgelegd.

4.2 Waarom professionaliseren?

Bij de opstart van ondernemingen worden de ondernemende activiteiten van het bedrijf geregeld door de zaakvoerder of belangrijke leden van het topmanagement. Beslissingen gebeuren eerder op

een informele manier en men vindt nieuwe methodes en structuren uit (Zahra et al., 2009). Startende ondernemingen die blijven groeien zullen op een bepaald tijdstip complexer worden en hun plafond bereiken (J. Dyer, 1992). Om van de opportuniteiten van continue groei gebruik te kunnen maken, zullen de governance mechanismen aangepast moeten worden zodat ze terug voldoen aan de complexere omgeving (Gedajlovic et al., 2004). Het is zeer belangrijk dat de ondernemer deze opportuniteit ziet en begrijpt dat hij de onderneming niet meer zal kunnen managen en controleren op de informele manier. Naast het vaststellen van deze problemen dienen er daadwerkelijk acties ondernomen te worden om de continuïteit van de onderneming te garanderen (Daily & Dalton, 1992; J. Dyer, 1992).

Dyer en zijn zoon geven een redenering waarom het noodzakelijk is voor een onderneming om te professionaliseren (J. Dyer, 1992; W. G. Dyer, 1989). Zo zullen er externe managers worden aangenomen als het management niet sterk genoeg is. De departementen waar volgens hem onvoldoende talent zit, in de meeste startende ondernemingen, zijn marketing, finance en accounting. In het boek *'The entrepreneurial experience'* (J. Dyer, 1992) wordt aangehaald dat ondernemers meestal een zeer technische achtergrond hebben en dus minder expertise in het businessgedeelte. Een andere reden om te professionaliseren, is het veranderen van waarden en normen in de bedrijfsvoering. Hierdoor vindt men het makkelijker om niet productieve werknemers te ontslaan en meer discipline te creëren bij het personeel (4.3.2). De voorbereiding op de overname van het bedrijf of strategie verandering, zijn laatste redenen waarom een bedrijf kan professionaliseren.

Men kan op verschillende manieren professionaliseren. Zo kan men bijvoorbeeld ervoor kiezen om interne medewerkers de mogelijkheid te geven om een training te volgen die hen in staat stelt om professioneel te handelen. Een andere mogelijkheid bestaat erin om van buitenaf een professionele manager te rekruteren (W. G. Dyer, 1989).

4.2.1 Threshold firm

In 4.1 en 4.2 werd aangehaald dat een onderneming van een ondernemende fase naar een professionele fase gaat. Deze ondernemingen worden vaak gezien als een threshold firm. Howorth et al. (2016) zeggen dat vorige studies het concept van professionalisering zien als een threshold die bereikt moet worden. Daily and Dalton (1992) specificieren dit nog verder, door te stellen dat wanneer een onderneming begint te stagneren en de bronnen waarover het beschikt niet meer voldoende zijn om te voldoen aan de opportuniteiten om te groeien.

Een soortgelijke definitie wordt gegeven door Zahra and Filatotchev (2004), met de kanttekening dat een onderneming een transitie ondergaat richting de professionalisering via *'the organizational life cycle (OLC)'*. Dit kan ook gezien worden als een fase tussen de start-up en die van een gevestigde onderneming (Zahra et al., 2009).

Anders gesteld wil men zeggen dat ondernemers, die in een threshold situatie zitten, een sustainable groeiprobleem hebben. Bij een sustainable groeiprobleem wil de ondernemer duiden op het probleem dat de onderneming niet verder kan groeien om zo hun inkomstenstroom te verhogen als men niets onderneemt (Allen, 2016). Threshold firms worden gezien als bedrijven die op het punt komen om een transitie te maken van een entrepreneurial firm naar een meer geprofessionaliseerde onderneming (Daily & Dalton, 1992; Howorth et al., 2016).

In de definities van threshold firms spreekt men regelmatig over de transitie van de onderneming. Een transitie is onvermijdelijk wanneer de kennis van de startende ondernemer niet meer voldoende is (Daily & Dalton, 1992). Het betekent wel dat de onderneming alle uitdagingen van een startende onderneming heeft overleefd, maar nu botst op het ontwikkelen van nieuwe kennis en ervaring die noodzakelijk zijn, als de onderneming in een nieuwe fase van zijn OLC terecht wil komen. Ondernemingen die in deze threshold situatie terecht komen, hebben een duidelijke visie, maar kunnen deze niet vervullen door het gebrek aan kennis en ervaring (Zahra & Filatotchev, 2004).

Om uit deze threshold situatie te geraken zal de onderneming nieuwe eigenschappen moeten creëren, terwijl men nog steeds gebruik maakt van de oude. Zulke nieuwe eigenschappen worden verkregen door het opbouwen van nieuwe kennis. Men kan bijvoorbeeld kennis verruimen in de administratie en routines verbeteren. Dit kan voor de nodige moeilijkheden zorgen omdat de huidige eigenschappen waarover een onderneming beschikt, gelimiteerd zijn en het moeilijk wordt om de nieuwe eigenschappen bij te brengen (Zahra & Filatotchev, 2004). Aangezien een onderneming in een threshold zit, zal de ondernemer de controle en operaties moeten verdelen tussen zijn managers (Daily & Dalton, 1992; Gedajlovic et al., 2004). De ondernemer kan kiezen voor behoud van het aantal werknemers en de verkopen niet te vergroten. Hij kan ook kiezen om zijn onderneming te verkopen en tot slot kan hij opteren om professioneel personeel aan te werven (J. Dyer, 1992).

4.2.2 Mogelijke problemen bij professionalisering

Het afstaan van onder andere controle door de oprichter naar een professional zal niet makkelijk zijn. Het is frequent dat de eigenaar de controle niet wil verliezen over zijn bedrijf, daarom dat op het moment wanneer de onderneming in een threshold zit, het niet uitzonderlijk is dat er ruzie ontstaat tussen de ondernemer en het professioneel management inzake controle. Een overgang van een 'founder managed firm' naar een 'professionally managed firm' is meestal moeilijk en in de meeste gevallen zal dit zelfs niet slagen (Gedajlovic et al., 2004).

Het probleem zit vooral bij de persoonlijkheid die verdwijnt in een onderneming als men wil professionaliseren. Zo kunnen de huidige werknemers een verzet vertonen tegen verandering, waardoor sommige belangrijke personeelsleden de onderneming zullen verlaten (Flamholtz & Randle, 2012). De achtergrond en visie tussen de ondernemer en het professioneel management kunnen ook verschillen. Zo stelt men dat een professionele manager minder begrip heeft voor het menselijke aspect, maar zich meer concentreert op de financiële resultaten op korte termijn (J. Dyer, 1992). Deze verschillen worden verder uitgewerkt in 4.3.3.

4.3 Entrepreneurial management versus professional management

Zoals eerder uitgelegd, gaat een onderneming van ondernemend naar een meer professioneel bedrijf. Een goede ondernemer merkt wanneer hij deze transitie dient te doen en gaat dan ook controle en macht afstaan aan externe leden van de RvB, die meer ervaring en kennis hebben met complexere ondernemingen (Zahra & Filatotchev, 2004).

4.3.1 Entrepreneurial management

Het entrepreneurial management kunnen we situeren in de eerste twee fases die Flamholtz and Randle (2012) voorstellen als de ondernemende fase in hun OLC. Ondernemers zijn personen die zeer gedreven en alert zijn om in te pikken op opportuniteiten die zich binnen de markt voordoen. De middelen waar zij voornamelijk over beschikken, zijn arbeid en technische kennis (Gedajlovic et al., 2004). Zij doen ervaring op door te leren on-the-job en door informele gesprekken met collega's of werknemers (J. Dyer, 1992; Zahra et al., 2009).

De oprichter heeft meestal het zeggenschap over de onderneming, aangezien hij/zij over de controle beschikt en eigenaar is. Zij bepalen en ontwikkelen de cultuur die er heerst binnen deze onderneming (Daily & Dalton, 1992).

Het grote voordeel bij het behoud van autoriteit door de oprichter, is het makkelijker binnen treden en competitie aangaan in bepaalde markten. Zolang deze markten niet te complex zijn, kan de ondernemer hier een voordeel uit halen door zijn flexibiliteit. Een entrepreneurial onderneming zal sneller kunnen reageren op een bepaalde vraag in de markt dan een groot professioneel bedrijf. Het enige struikelblok dat de onderneming kan tegenkomen is het niet kunnen volgen of vervullen van de verwachtingen van de markt. Deze ondernemingen hangen sterk af van de oprichter om al dan niet succesvol te worden. Doordat de ondernemer zijn controle niet graag afstaat (in sommige gevallen), gaat hij/zij niet snel geneigd zijn om financiële en strategische gegevens te delen, om zo externe financiering te verkrijgen. Bij de oprichting worden de aandelen in handen gehouden van de oprichter zodat hij zijn controlerol kan uitoefenen. Hierdoor kunnen er governance problemen opduiken, zoals agency problemen. Indien de ondernemer weigert controle af te staan aan buitenstaanders, kan het moeilijk worden voor de onderneming om dezelfde termen en condities te creëren voor zijn werknemers zoals bij andere ondernemingen (Gedajlovic et al., 2004).

We kunnen dus stellen dat de oprichters duidelijk een andere managementstijl gebruiken dan die van de toekomstige leiders (= professionele managers) (Daily & Dalton, 1992).

4.3.2 Professional management

In een professioneel gemanaged bedrijf is de autoriteit verspreid over de organisatie. Dit zorgt ervoor dat alles veel formeler zal verlopen dan voordien. De professional zal zijn beslissingen meer objectief nemen die gebaseerd zijn op logische en rationele analyses in plaats van puur op intuïtie, zoals de oprichter deed (Daily & Dalton, 1992; W. G. Dyer, 1989; Gedajlovic et al., 2004). Hierdoor kan het voorvallen dat werknemers zich zorgen maken over de veranderingen en zich niet meer thuis voelen in de 'nieuwe' organisatie (Schein, 1983). Professionele managers hebben hun kennis vergaard door verder te studeren en hebben zo formele, algemene kennis die kan worden toegepast in de meeste organisaties (J. Dyer, 1992).

Door te opteren voor een professioneel management kiest de ondernemer ervoor om een revolutionaire verandering door te voeren. De keuze valt te verklaren door de toegenomen complexiteit en de nood aan formele controlesystemen om de onderneming in goede banen te leiden. In deze fase is er meer nood aan formele systemen dan aan echt leiderschap van de ondernemer (J. Dyer, 1992; Smith & Gannon, 1987).

4.3.3 Verschilpunten tussen entrepreneurial management en professioneel management

In dit deel worden de verschilpunten aangehaald. Dit wil niet zeggen dat een entrepreneurial management onprofessioneel of slechter is. De keuze van managementstijl is afhankelijk van de grootte van de onderneming (Flamholtz & Randle, 2012). Ze zullen verschillen qua verloning, uitgaven gedaan voor het bedrijf, tijd die men in de onderneming steekt en de betrokkenheid (J. Dyer, 1992). Flamholtz and Randle (2012) hebben een vergelijking opgesteld met de grootste verschilpunten tussen professional management en een entrepreneurial management.

In *tabel 3* (Flamholtz & Randle, 2012) wordt een overzicht gegeven van de grootste verschilpunten tussen de twee managementstijlen.

De planning bij een professioneel management gebeurt formeler. Hierbij heeft de professionele manager een effectief businessplan geschreven. Waarbij een entrepreneurial manager het businessplan meestal niet heeft geschreven, maar wel in zijn hoofd heeft. Een ander verschilpunt kan vastgesteld worden bij de ontwikkeling van het management. Een entrepreneurial management opteert voor training on-the-job terwijl een professioneel management bewust inzet op de ontwikkeling van de managementskills van individuen. Inzake budgettering gaat een professioneel management meer belang hechten hieraan, omdat ze zich baseren op de prestaties van de onderneming en ze voelen zich ook verantwoordelijk voor de prestaties die een onderneming behaalt.

Verschilpunten	Professional management	Entrepreneurial management
Winst	Winst georiënteerd	Winst is een bijzaak
Planning	Formeel: <ul style="list-style-type: none"> - Strategische planning - Operationele planning 	Informeel
Organisatie	Formeel, expliciete rol beschrijving	Informeel structuur met overlappingsen en niet gedefinieerde verantwoordelijkheid
Controle	Formeel planning systeem van organizationele controle, inclusief expliciete objectieven, doelen, metingen, evaluaties en beloningen	Zelden met formele maatstaven.
Management ontwikkeling	Geplande management ontwikkeling: <ul style="list-style-type: none"> - Identificatie van vereisten - Ontwerpen van programma's 	Ad hoc ontwikkeling, on-the-job training
Budgettering	Management met standaarden	Budgettering niet expliciet
Innovatie	Incremental innovation, bereidheid om gecalculeerde risico's te nemen	Major innovation, bereidheid om grote risico's te nemen
Leiderschap	Consulting of deelnemen aan bedrijfsvoering	Variërende stijlen: van heel directief tot heel los
Cultuur	Goed gedefinieerde cultuur	Familiale georiënteerde cultuur

Tabel 3: Verschilpunten tussen entrepreneurial management en een professional management (Flamholtz & Randle, 2012).

4.4 Professionaliseringsproces

Zoals Flamholtz and Randle (2012) aanhalen, zullen er bij de transformatie van entrepreneurial management naar een professioneel management meer formelere processen worden opgesteld (J. Dyer, 1992). De definitie van formeel heeft verschillende betekenissen in de academische literatuur. Bijvoorbeeld, het neerschrijven van bepaalde praktijken, standardisatie van bepaalde processen,... (Kok, Uhlaner, & Thurik, 2006).

Het professionaliseringsproces is gelinkt aan veranderingen in de cultuur van de organisatie. Ondernemingen gaan meer strategisch en financieel plannen, meer trainingen aanbieden.... Hierdoor doet men een stap in de richting om een professioneel bedrijf te worden (Howorth et al., 2016). Er zijn vier grote veranderingen die gebeuren wanneer een onderneming professioneler wil worden (Dekker et al., 2015; Howorth et al., 2016; Songini, 2006).

Eerst gaat men actieve en werkende governance systemen (4.4.1) opzetten waar de RvB een eerste stap is richting professionalisering. Als de onderneming dan beslist om de frequentie van vergaderingen op te drijven en de RvB ook effectief werkt, zal dit de professionalisering bevorderen.

Een andere methode is de delegatie van het beslissingsproces naar lager geplaatste managers (4.4.2). Men kan bijvoorbeeld eisen dat men op regelmatige basis rapporteert aan de CEO van de onderneming.

Professionalisering kan ook gebeuren door het invoeren van formele controlesystemen (4.4.6), zoals prestatiegerichte evaluatie, incentives zowel individueel als in groep, financiële controlesystemen en formele rekrutering. Voor een financieel controlesysteem kan men gebruik maken van budgetteringscontrole, zoals de key performance indicator (KPI). Bij de formele rekrutering (4.4.4) wordt met meerdere factoren rekening gehouden dan enkel het aanwerven van nieuw personeel. Deze categorie kan ook trainingen voor de werknemers, periodieke evaluaties en incentive systemen inhouden (Dekker et al., 2015).

Howorth et al. (2016) stellen dat professionals niet meer hetzelfde redeneren over controlesystemen als voorheen. Wanneer de onderneming professioneel is, denkt men meer na over 'hoe' deze systemen gebruikt worden, terwijl men in het verleden meer nadacht over 'wat' deze systemen moesten doen.

De laatste maatregel die ondernemingen kunnen nemen, is de culturele en organisatorische verandering (4.4.7) van de onderneming. Hierdoor kan er professioneler gehandeld worden.

4.4.1 Governance systemen

Eén van de kenmerken bij de professionalisering is het ontwikkelen van governance systemen, zoals een RvB (Songini, 2006). Het belang van governance systemen komt op de voorgrond wanneer een onderneming op een punt komt waar ze beginnen te merken dat de groeimogelijkheden niet meer voldaan kunnen worden (Editorial Journal of Management Studies, 2004). Een RvB kan zorgen voor betere relaties tussen de managers en ondernemers (J. Dyer, 1992; Gnan & Songini, 2003; Goergen, 2012).

Goergen and Renneboog (2006) geven een algemene definitie, waarbij er rekening wordt gehouden met alle stakeholders, over wat een corporate governance systeem is:

"A corporate governance system is the combination of mechanisms which ensure that the management (the agent) runs the firm for the benefit of one or several stakeholders (principals). Such stakeholders may cover shareholders, creditors, suppliers, clients, employees and other parties with whom the firm conducts its business."

In de academische literatuur wordt een RvB gezien als het belangrijkste centrale orgaan van het governance mechanisme (León, 2011; Zahra et al., 2009). Een RvB kan dienen als een monitoring mechanisme waarmee men de aandeelhouders beschermt en de motivering, begeleiding en controle van het management mee op peil kan stellen (Goergen, 2012; Songini, 2006; Zahra et al., 2009). Ze bieden hulp om de langetermijn visie van de onderneming te halen en duidelijk te maken aan het management. Door hun netwerk kunnen ze bijdragen aan de groei van de onderneming (Zahra et al., 2009).

Een RvB kan op verschillende manieren functioneren binnen een bedrijf (J. Dyer, 1992):

- 1) Paper boards: Deze RvB bestaat enkel op papier. Ze dienen enkel om aan de wettelijke voorschriften te voldoen en hebben dus geen enkele meerwaarde. Dit om het minimum aantal bestuursleden te hebben die wettelijk bepaald zijn (Art. 518 W. Venn.).
- 2) Rubber-stamp board: De RvB komt regelmatig samen, maar de beslissingen worden genomen door de ondernemer zelf. Onafhankelijke bestuurders kunnen in deze RvB zitten, maar hebben geen beslissingsrol. De rol is voornamelijk de ondernemer steunen. De bestuursleden doen dit als gunst voor de ondernemer, maar kunnen worden ontslaan door hem, indien ze niet aan de noden en eisen van de ondernemer voldoen.
- 3) Advisory board: Deze soort van RvB is actiever betrokken bij de bedrijfsvoering. Ze hebben op regelmatige basis vergaderingen en delen hier hun advies en kennis mee inzake strategische keuzes. Meestal zijn er onafhankelijke bestuurders aanwezig.
- 4) Overseer boards: De ondernemer heeft 50% of minder van de aandelen. De andere aandelen zijn voor investeerders. De RvB heeft regelmatig meetings en functioneert als een soort forum, waar de onderlinge conflicten samen komen door de verschillende belangen van alle investeerders (J. Dyer, 1992).

Algemeen kan gesteld worden dat wanneer een ondernemer zijn controle maximaal wil houden hij/zij moet opteren voor een paper board of een rubber stamp board. Als de ondernemer het noodzakelijk acht om meer advies te krijgen, is een advisory board aangeraden (J. Dyer, 1992).

Als de onderneming wil dat er advies en kennis wordt gegeven door de RvB, is het aangeraden om (externe) bestuursleden te kiezen die voldoende knowhow hebben. Deze bestuurders hebben bij voorkeur een verschillende achtergrond, zodat er meer visies en adviezen verstrekt worden aan de onderneming (J. Dyer, 1992; Goergen, 2012).

Een RvB kan verschillende rollen vervullen voor een onderneming (León, 2011). Ten eerste heeft de RvB een beslissingsrol. Ze neemt beslissingen inzake strategische doelstellingen en het bepalen van de bedrijfsstrategie in samenspraak met het management. Ze verkiezen het c-level (CEO, COO, CFO...) van de onderneming en staan in voor de goedkeuring van bepaalde transacties die de onderneming onderneemt.

Vervolgens is er ook een monitoringrol weggelegd voor de RvB. Ze zien erop toe dat het management en de CEO zich op een juiste professionele manier gedragen en handelingen stellen in het belang van de onderneming. De RvB doet dit, door het juiste verloningssysteem op te stellen (4.4.4). Hun rol als controlerend orgaan is zeer divers. Dit kan gaan van het controleren van financiële cijfers tot erop

toezien dat de visies en missies van de onderneming worden gerespecteerd. De laatste rol die een RvB aanneemt is van relationele aard. De onderneming wil via de RvB een netwerk kunnen aanspreken en via dit netwerk advies verkrijgen. Door zulke relaties op te bouwen kan de onderneming een voordeel behalen. Door deze netwerken uit te bouwen is het de bedoeling om met de juiste personen in contact te komen ten voordele van de onderneming.

4.4.2 Managementontwikkeling

Managementontwikkeling is een ander mechanisme dat bijdraagt aan de professionalisering van bedrijven. Managementontwikkelingen zorgen ervoor dat managers de juiste skills verkrijgen die ze nodig hebben om hun managementfunctie te voltooien. Deze ontwikkeling wil de huidige en potentiële prestaties van de werknemer verbeteren. Men gaat het individu stimuleren om zijn capaciteiten te verbeteren (Flamholtz & Randle, 2012).

Het doel van managementontwikkeling is meervoudig. Men wil ervoor zorgen dat de werknemers die managers worden/zijn de juiste managementskills aanleren en deze op de juiste manier toepassen. Anderzijds helpt deze ontwikkeling bij de ontwikkeling van de cultuur. Ook wil de ondernemer ervoor zorgen dat de manager de juiste leiderschapsstijl gaat toepassen (Flamholtz & Randle, 2012).

De werknemer die een rol als manager gaat aannemen zal duidelijk moeten begrijpen wat zijn taak als manager inhoudt en wat de onderneming van hem verwacht. Dit wordt gedaan door een functieomschrijving en doelstellingen te stellen. Voor werknemers die promotie maken is dit echter niet vanzelfsprekend. Men gaat namelijk van een rol als 'werker' naar een rol als 'observeerder'. Één van deze obstakels is de indeling van zijn tijd. Hij zal niet meer kunnen meewerken aan bepaalde zaken, maar zal hier eerder op moeten toezien. Een andere aanpassing, die noodzakelijk is voor het succes van de manager, is het verwerven van nieuwe competenties. De manager zal moeten deelnemen aan meetings, waar hij/zij vroeger niet aan deel nam. Een derde aanpassing speelt zich psychologisch af. De gedachten van de manager zullen moeten veranderen van een prestatie-gerichte visie naar een management georiënteerde visie (Flamholtz & Randle, 2012).

De ondernemers spelen in de beginjaren van hun onderneming een cruciale rol over het management van hun bedrijf. Ze kiezen namelijk om het bedrijf op een flexibele/informele manier te runnen. Tot voor het punt dat ze gaan professionaliseren, staan ze negatief tegenover de formalisering van de aanpak van het management. Ze willen zo lang mogelijk hun controle behouden en zullen externe managers pas aannemen als ze zich verplicht voelen om dit te doen, omdat zijzelf het bedrijf niet meer alleen kunnen runnen (Matlay, 1999). Door externe managers te rekruteren kan de business verder groeien. Door werknemers aan te moedigen om bij te leren, kan de ondernemer voorkomen dat er externe managers dienen aangenomen te worden (Flamholtz & Randle, 2012). Bij een professioneel bedrijf (stage 3), moedigt men werknemers aan om extra vaardigheden te verschaffen in managementskills.

4.4.3 Strategie

Bij de professionalisering van ondernemingen moet men ook werken aan een formeel strategisch plan samen met controlesystemen (4.4.6) (Songini, 2006). Consultants spelen hier een belangrijke rol als begeleider. Zij zorgen voor een externe, onafhankelijke kijk op de strategie die de onderneming wil hanteren of welke ze het best gebruiken. Het strategisch plan ziet men als één van de hoekstenen inzake professionalisering, omdat het een handige tool is waar het management zich op kan baseren om een visie te creëren waar de onderneming naar toe wil groeien (Flamholtz & Randle, 2012).

Strategie is een term die vaak voorkomt in de bedrijfswereld, daarom wordt in deze masterproef de volgende definitie toegepast die gebruikt zal worden in het empirisch gedeelte:

"The different, yet integrated courses of actions that will be taken by a firm or business unit to compete effectively in its chosen markets in order to obtain desired results (Flamholtz & Randle, 2012)."

Om aan het eindresultaat te komen dient de onderneming eerst enkele stappen te overlopen om zo tot het definitieve strategisch plan te komen. Men zal eerst de strategische moeilijkheden in kaart moeten brengen. Het is van belang om goed te situeren waar de onderneming strategisch naartoe wil. Ze gaat hiervoor een aantal analyses doen, zoals het bekijken van de markt, concurrentie... (Flamholtz & Randle, 2012). Hierbij is het van belang om op volgende vragen een antwoord te geven (Flamholtz & Randle, 2012):

- 1) In welke soort business zitten wij?
- 2) Wat zijn de sterktes en zwaktes van de onderneming?
- 3) Kunnen we of hebben we het potentieel om een markt niche te creëren/behouden?
- 4) Waar willen we als onderneming naartoe op lange termijn?
- 5) Wat is onze huidige strategie om competitief te zijn met de concurrentie in de gekozen markt? Hoe behalen we zo onze langetermijnvisie?
- 6) Welke zijn bepalende factoren of we onze langetermijnvisie al dan niet halen?
- 7) Welke doelen moeten we ons zelf vooropstellen om onze concurrenten te snel af te zijn? Welke zijn onze organisationele capaciteiten om deze factoren een positieve invloed te laten hebben op dit resultaat?

Na het beantwoorden van deze vragen kan men over gaan naar het stappenplan voor de ontwikkeling van het strategisch planningsproces. Eerst zal een onderneming een analyse doen van zijn omgeving. Hierbij kan het gebruik maken van een marktanalyse, waar men de huidige en potentiële nieuwe markt en concurrenten zal onderzoeken. Ook zal de onderneming moeten kijken wat de cultuur van de markt is en hoe het met de sociale en politieke situatie gesteld is waar het is gevestigd. Daarna zal de onderneming een zelfreflectie moeten doen en zijn sterktes en zwaktes in kaart te brengen. Vervolgens zal de onderneming moeten zoeken en oplossingen vinden voor strategische problemen. Hierna gaat men beginnen met het opstellen van een strategisch businessplan. Dit is een geschreven

document waarin de voorgaande stappen worden neergeschreven om een beter zicht te krijgen op de visie van de onderneming. Een logisch vervolg hierop is de implementatie van de cijfers in het businessplan. Tot slot, zal het management nogmaals alles nakijken en nagaan of de doelstellingen realistisch zijn. Men kan dit doen door maandelijks, per kwartaal of jaarlijks een meeting te houden. Er wordt dan bekeken of men de doelstelling van het strategisch plan nog nastreeft en eventueel enkele correcties doorvoeren (Flamholtz & Randle, 2012).

Deze formalisering van een strategisch plan vinden we terug in een professionele onderneming (stage 3), waarin de uitvoering hiervan een "way of life" is voor de onderneming. Dit proces duurt gemiddeld twee tot drie jaar alvorens het op punt staat. Bij een ondernemende onderneming (stage 1), is dit echter niet geformaliseerd. De strategie die deze ondernemingen hanteren worden op een informele, soms onbewuste, intuïtieve manier toegepast (Flamholtz & Randle, 2012).

4.4.4 Human Resource Management (HRM)

HRM is een synoniem voor personeelsmanagement (Armstrong & Taylor, 2014). Door hierin veranderingen te maken, bijvoorbeeld training, is men tegelijkertijd bezig met het professionaliseringsproces te verbeteren (Howorth et al., 2016). In kleine ondernemingen wordt het HR-beleid meestal bepaald door de ondernemer zelf en is er geen apart persoon die verantwoordelijk is voor het HRM (Matlay, 1999).

HRM wordt door Armstrong and Taylor (2014) gezien als:

"Human resource management (HRM) is a comprehensive and coherent approach to the employment and development of people. HRM can be regarded as a philosophy about how people should be managed... It is concerned with the contribution it can make to improving organizational effectiveness through people but it is, or should be, equally concerned with the ethical dimension- how people should be treated in accordance with a set of moral values."

In de academische literatuur wordt vaak gesproken over best practices binnen HRM. In grote bedrijven wordt meer gebruik gemaakt van best practices dan in kleine bedrijven. Kleine bedrijven hebben vaak geen budget om zulke professionele practices in te voeren. Enkele van deze best practices zullen hieronder kort worden uitgelegd.

Het rekruteringsproces bij kleinere bedrijven gebeurt vaak op de verkeerde manier. Ze gebruiken meestal informele rekruteringsprocessen waarbij ze familieleden, vrienden of werknemers aanspreken om via hun netwerk te kunnen rekruteren en extra informatie te vergaren van een potentiële nieuwe medewerker (Allen, 2016; Matlay, 1999).

Een salaris dient voornamelijk om werknemers te motiveren. Dit wordt gedaan aan de hand van incentives die de onderneming vooropstelt. Het is belangrijk bij het belonen van de werknemers, de juiste beloning te geven. Dit zal een effectief werkende motivatoren zijn (Flamholtz & Randle, 2012).

Bijvoorbeeld: als men een sales verantwoordelijke een commissie geeft op zijn verkopen zal dit de juiste soort beloning zijn, omdat hij volledig zelf bepaald hoeveel zijn commissie zal zijn. Deze verkoper zal extra gemotiveerd zijn door dit soort verloning. Indien hij niet tevreden is over zijn commissie percentage, zal hij niet meer die extra inspanning leveren om een nieuwe prospect binnen te halen. Het management zal een eindejaarsbonus verkrijgen met een jaarlijkse verhoging van het loon. Dit dient om de motivatie bij managers hoog te houden (Matlay, 1999). Dit wordt gezien als extrinsieke motivatoren: wanneer mensen een taak uitvoeren verwachten ze hiervoor een verloning. Een ander soort motivatie voor het personeel zijn de intrinsieke motivatoren (Flamholtz & Randle, 2012).

Een andere practice, die kleine ondernemingen minder gebruiken, is de training van het personeel (Kok et al., 2006). Men kiest ervoor om informele training en on-the-job training te voorzien voor het personeel (Matlay, 1999).

De laatste practices zijn minder bekend, namelijk de klachtenprocedure en de interpersoonlijke relaties op de werkplek. Bij kleine ondernemingen gaat men op een informele manier, via discussies of meetings, om met werk gerelateerde klachten. Door een ontspannen en vriendschappelijke relatie tussen de werkgever en werknemer, leeft er een relaxe sfeer op de werkvloer. Hierdoor is de nood aan formele procedures en bepaalde sociale vereisten niet van toepassing (Matlay, 1999).

4.4.5 Structuur van de onderneming

Een structuur van een onderneming kan zeer bepalend zijn bij professionalisering. Het management doet dit voornamelijk om de onderneming makkelijker zijn doelstellingen te behalen (Flamholtz & Randle, 2012).

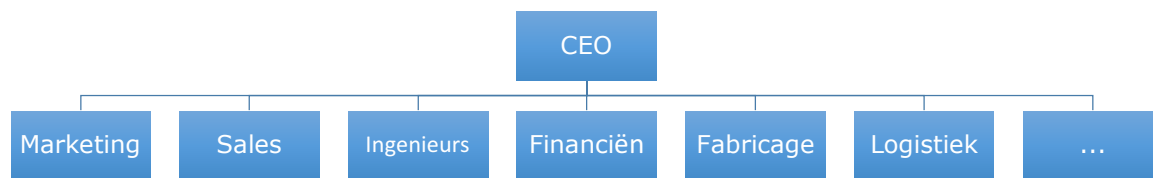
Flamholtz and Randle (2012) definiëren de structuur van een onderneming als volgt:

"An enterprise's organizational structure relates to the way people are organized to perform productive work and help achieve the firm's strategic business plan."

Bij de groei van een onderneming verandert de structuur constant. Deze constante veranderingen ontstaan door beslissingen van het management (Flamholtz & Randle, 2012). Bijvoorbeeld: het R&D departement bestaat uit te veel personeelsleden om met alle problemen naar de productmanager te stappen. Het management gaat dus beslissen om hier een extra functie te creëren tussen de productmanager en de personeelsleden van R&D. Elke onderneming is anders en er bestaat geen algemene structuur die alle ondernemingen moeten aannemen.

Het organigram wordt gezien als een macrostructuur. Er worden twee soorten macrostructuren uitgewerkt in deze masterpoef, namelijk de functionele structuur en de divisiestructuur. Een functionele structuur is de meest bekende structuur, de onderneming deelt hier de onderneming in specifieke departementen in (*figuur 5*). In deze departementen zal elk van hen rapporteren aan hun

senior executive, dit is een tussenpersoon tussen het departement en de CEO. Een van de grote voordelen is, dat de mensen die werken binnen een departement heel veel kennis krijgen door zich alleen te focussen op hun departement (Flamholtz & Randle, 2012).

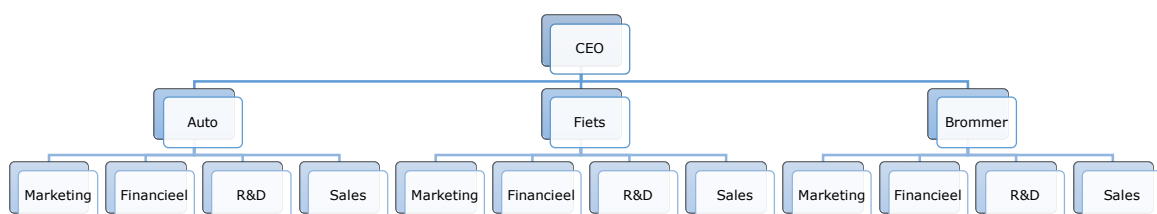


Figuur 5: Functioneel organigram.

Bij grote ondernemingen is deze structuur zeker een voordeel, maar er bestaat ook een keerzijde. Indien een onderneming verschillende producten heeft, bestaat er een risico dat sommige product(en) minder aandacht zullen krijgen van een of meerdere departementen met als gevolg dat het product minder rendabel wordt (Flamholtz & Randle, 2012).

Een oplossing hiervoor, is het gebruiken van een divisiestructuur. Er kunnen clusters worden gemaakt van verschillende producten, verschillende klantsegmenten of verschillende technologieën. Men creëert hierdoor verschillende divisies in een onderneming (Flamholtz & Randle, 2012).

Figuur 6 geeft een divisiestructuur weer waar de onderneming drie verschillende producten/clusters maakt: auto's, fietsen en brommers. In elke cluster is er een marketing, financieel, R&D en verkoop departement. Deze aparte departementen concentreren zich enkel op hun job voor hun product.



Figuur 6: Divisioneel organigram.

Naast de macrostructuur is er eveneens een microstructuur, deze schept een duidelijk beeld over de functieomschrijving en welke verantwoordelijkheden de job met zich meedraagt. Deze functieomschrijvingen worden best formeel gemaakt zodat de werknemer een precies beeld heeft wat er van hem wordt verwacht. Hierdoor kan het management zien of er geen overlappings zijn voor verschillende functies (Flamholtz & Randle, 2012).

Flamholtz and Randle (2012) stellen dat de structuur van een onderneming afhangt van het niveau waar de onderneming zich op dat moment bevindt. Zo zal in kleine ondernemingen (stage 1) een pre-functionele structuur aanwezig zijn, dit omdat de onderneming nog niet veel werknemers telt en niet elke functie wordt ingevuld door een ander personeelslid. Als de onderneming al doorgegroeid is naar een professionele onderneming (stage 3), dan kunnen de functionele- of divisiestructuur van toepassing zijn. Een onderneming zal starten met een functionele structuur, maar na verloop van tijd, wanneer de onderneming groter is of meer producten heeft, zal men overschakelen naar een divisiestructuur. Men kiest deze divisiestructuur, omdat een manager van een departement zich dan kan specialiseren (Flamholtz & Randle, 2012).

4.4.6 Controlesystemen

Ondernemers staan vaak negatief ten opzichte van formele procedures. Maar dit is een verkeerde ingesteldheid. Ze zouden moeten beseffen dat, dankzij controlesystemen, ze meer controle hebben. Het kan gezien worden als een soort van mechanisme dat ervoor zorgt dat werknemers zich zullen gedragen zoals de onderneming dat van hen verwacht. Algemeen, dienen de controlesystemen als een soort van mechanisme waardoor het personeel zich zal gedragen om de doelstellingen die de onderneming vooropstelt te behalen. Deze doelstellingen en controlesystemen kunnen voor elk departement/business unit van de onderneming apart worden opgesteld (Flamholtz & Randle, 2012).

Er zijn verschillende manieren hoe een onderneming zulke controlesystemen kan opstellen. De ondernemer kan controle uitvoeren door middel van zijn charisma. Ze zullen zich opstellen als succesvolle mensen die de visie en verwachtingen aan het personeel zullen overdragen. Hij fungeert als een soort van rolmodel voor de onderneming. Een meer logische controle is daadwerkelijk toezicht doen op de prestaties van de werknemers. Een derde mogelijkheid is het opzetten van standaard procedures. De onderneming zal enkele gedragsregels hanteren waaraan de werknemers zich dienen te houden. Door het opstarten van deze regels en procedures is het niet meer noodzakelijk voor de ondernemer om een nauwlettend toezicht te houden op de gedragingen van zijn werknemers (J. Dyer, 1992).

Voor een stage 1 onderneming worden charisma en toezicht het vaakst gebruikt en gebeuren op een informele manier (J. Dyer, 1992). Wel zou de onderneming moeten beschikken over een formeel beoordelingsproces (Flamholtz & Randle, 2012). Bij een stage 3 onderneming zullen de controles meer uitgebreid en formeler zijn (Flamholtz & Randle, 2012).

4.4.7 Cultuur van een onderneming

De cultuur van een onderneming kan een belangrijke rol spelen bij de transitie van een entrepreneurial firm (stage 1) naar een professional firm (stage 3). Een organisationele cultuur heeft impact op elk niveau binnen de onderneming. Het wordt dan ook gezien als een cruciale factor die bijdraagt aan het succes van de onderneming. De cultuur wordt gezien als de persoonlijkheid van een onderneming. Deze verandert doorheen de tijd omdat een onderneming en zijn omgeving

constant veranderen. De cultuur van een onderneming is een soort van handleiding met assumpties en waarden die werknemers moeten volgen en respecteren (J. Dyer, 1992; Flamholtz & Randle, 2012).

Algemeen kan een onderneming een sterke of een zwakke cultuur hebben. Het laatste betekent dat het personeel geen duidelijke kijk heeft wat precies de cultuur van de onderneming is. Bij een sterke cultuur daarentegen is er een duidelijk zicht wat de cultuur is binnen de onderneming. Cultuur die een impact heeft op de financiële resultaten van de onderneming wordt een functionele cultuur genoemd. Wanneer de cultuur geen impact heeft op de financiële resultaten wordt dit een dysfunctionele cultuur genoemd. De cultuur kan verder ingedeeld worden in enkele categorieën. De belangrijkste zijn performance en verandering. Bij performance wordt de focus gelegd op cijfers, zoals de tevredenheid van klanten, of de kwaliteit van het product is zoals men wil... Ondernemingen die zich concentreren op veranderingen, hebben meestal minder moeite met de transities die nodig zijn om naar een hoger niveau in hun OLC te geraken (Flamholtz & Randle, 2012).

Er bestaan elementen die ervoor kunnen zorgen dat de cultuur binnen een onderneming behouden kan blijven. Een onderneming die over het juiste personeel beschikt, namelijk mensen die geloven en bijdragen aan de waarden en normen die belangrijk zijn voor de onderneming. Indien nieuwe werknemers worden aangenomen dienen de collega's hen te steunen en te begeleiden om deze waarden en normen nog beter te verstaan. De verloningen van het personeel kunnen niet tegenstrijdig zijn met de waarden die het bedrijf vooropstelt. Het is zeer belangrijk dat een onderneming zijn waarden duidelijk communiceert naar zijn werknemers, dit kan op verschillende manieren (J. Dyer, 1992). Zo kan een onderneming opteren om zijn basisprincipes op te hangen tegen de muur (nominale cultuur) of hij kan ervoor zorgen dat de werknemers duidelijk weten wat de cultuur is, zonder dit op de muur te bevestigen. Let wel op, het is niet vanzelfsprekend dat de stellingen van de onderneming op de muur ook de effectieve cultuur weergeven (Flamholtz & Randle, 2012). Bijvoorbeeld, een onderneming kan stellen dat work-life balance zeer belangrijk is (nominale cultuur), maar in werkelijkheid moeten werknemers veel overuren maken en is er geen sprake van work-life balance (echte cultuur).

Startende ondernemingen (stage 1) veranderen constant, waardoor ze zeer flexibel en snel kunnen reageren op verandering. Hun cultuur wordt vaak gecommuniceerd dankzij de directe interactie met de ondernemer. Voor een stage 3 bedrijf is dit geheel anders. Zij zullen een verandering moeten doorvoeren naar een professioneel management en hun cultuur moet gericht zijn op vooruitgang en verbeteren van alle processen en personeel aan de hand van training (Flamholtz & Randle, 2012).

Hoofdstuk 5: venture capital en professionalisering

Aan de hand van de gebruikte literatuur in de vorige hoofdstukken wordt getracht een theoretische link te vinden tussen venture capital en de professionalisering van ondernemingen. Dit hoofdstuk specificeert de link tussen de twee volgens de academici. In hoofdstuk 7 wordt dit omgezet in de praktijk, waarbij er aan de hand van interviews naar het verband wordt gezocht.

Zoals eerder aangehaald in deze literatuurstudie zorgt de betrokkenheid van een vc in het portfoliobedrijf ervoor dat het succes en de innovatie van de onderneming beter wordt (Bernstein et al., 2016). Een investeringsmaatschappij kan het meeste bijdragen in een onderneming waar nog geen product, dienst of technologie is uitgewerkt. Ze beschikken enkel over een idee en de vc ondersteunt hen om dit idee verder uit te werken. De bijdrage van de investeringsmaatschappij is nog sterk wanneer het product van het portfoliobedrijf zich al op de markt bevindt. Voor bedrijven die al beursgenoteerd zijn, kan de vc weinig bijdragen, enkel het kapitaal dat ze investeren (Hellmann & Puri, 2002). Een investeringsmaatschappij vindt het belangrijk dat een ondernemer professioneel is. Ze moeten niet zo zeer professioneel zijn in de technologie die ze hebben ontworpen, maar eerder op het gebied van de business. Zo zal een ondernemer zich professioneel moeten opstellen in de gebieden van marketing, financieel, strategisch, HRM... (Nikkonen, 2013). Een onderneming zal waarschijnlijk sneller professioneel zijn indien hij wordt gefinancierd door een investeringsmaatschappij. De vc helpt onder andere bij het rekruteren van een professional in de sales, management... (Hellmann & Puri, 2002; Howorth et al., 2016).

De vc verkrijgt in de meeste gevallen een zetel in de RvB. Hierdoor kan een vc meer ervaring in de onderneming brengen en kunnen ze complexere strategieën nastreven (Zahra & Filatotchev, 2004).

Een andere evolutie tot professionalisering van de onderneming uitgevoerd door de vc, is de vervanging van de ondernemer door een externe CEO. Sommige ondernemers willen zelf vervangen worden door een externe CEO, omdat zij zich dan kunnen concentreren op andere aspecten in de onderneming. Sommige ondernemers zullen een goede leider zijn in de eerste jaren van de onderneming, maar niet competent genoeg om de transitie te maken van ondernemer naar manager (Hellmann & Puri, 2002). Deze situaties kunnen ervoor zorgen dat de investeringsmaatschappij een zetel verkrijgt of bijkrijgt in de RvB (Kaplan & Strömberg, 2001).

Een professioneel en competent managementteam is de belangrijkste factor voor het succes van de investering volgens de investeringsmaatschappijen. Een zwak managementteam kan ertoe leiden dat de onderneming in falings gaat (Gorman & Sahlman, 1989; Hellmann & Puri, 2002). Een sterk managementteam zorgt ervoor dat de kans om naar de beurs te gaan groter wordt (Kaplan & Strömberg, 2001).

De cultuur van een onderneming kan veranderen wanneer zij professioneel worden of wanneer een vc in de onderneming investeert (Gedajlovic et al., 2004). Door een cultuurverandering kan de ondernemer zich professioneler opstellen. Ondernemingen die aanspraak willen maken op private equity gaan meer formele structuren opstellen net voor ze in contact komen met zo'n financieringsmogelijkheid (Howorth et al., 2016).

De betrokkenheid van een investeringsmaatschappij is afhankelijk van de organisationele structuur van het portfoliobedrijf. Indien de onderneming een goed uitgewerkte structuur heeft, vergemakkelijkt de controle en monitoring van de bedrijven en zorgt ervoor dat de investeringsmaatschappij minder actief betrokken is. Het hebben van een goed uitgewerkte organisationele structuur is een implicatie dat het bedrijf professioneel wordt gemanaged (Bottazzi et al., 2008; Flamholtz & Randle, 2012).

Hoofdstuk 6: Empirisch onderzoek

6.1 Onderzoeksmethode

Het doel van het onderzoek bestaat eruit om verbanden te onderzoeken inzake professionalisering en de invloed van een investeringsmaatschappij hierin. Aangezien de onderzoeksvraag en deelvragen een focus leggen op 'hoe' en 'welke' en niet op hoeveel is een kwalitatief onderzoek hier het best geplaatst (Pratt, 2009). Het kwalitatief onderzoek zal plaatsvinden onder de vorm van semigestructureerde interviews. Het is belangrijk in deze interviews de respondenten hun opinie over professionalisering te laten vertellen om een zo goed mogelijk beeld te schetsen. De vragen worden op een conversationele manier aangebracht. Dit zorgt ervoor dat de respondenten de belangrijkste meningen kunnen benadrukken. De vragen hebben geen specifiek vooropgestelde volgorde. Sommige vragen kunnen worden weggelaten omdat de respondent deze heeft beantwoord of er worden extra vragen gesteld omdat hij/zij nieuwe aspecten aanhaalt (Longhurst, 2003).

6.2 Data

Er is gekozen om interviews te doen bij zowel investeringsmaatschappijen als bij portfolio-bedrijven. Bij de selectie van de investeringsmaatschappijen en portfolio-bedrijven werden enkele criteria vooropgesteld waaraan ze moesten voldoen vooraleer ze gecontacteerd werden voor een interview.

De investeringsmaatschappijen, moesten voldoen aan de vijf criteria van Metrick and Yasuda (2011a) om een vc te definiëren:

- 1) De vc is een financiële tussenpersoon, die investeert in private bedrijven.
- 2) Vc speelt een actieve rol bij monitoring en het ondersteunen van de bedrijven. Dit is noodzakelijk voor het onderzoek naar het verband tussen vc's en de professionalisering van bedrijven.
- 3) De investeringsmaatschappij probeert een zo hoog mogelijke financiële return te behalen bij de exit.
- 4) Vc investeert om de groei van de bedrijven te financieren en stimuleren.

Niet elke vc legt zijn focus op startende ondernemingen, daarom werd een extra criteria ingevoerd. Investeringsmaatschappijen moeten op hun website vermeld hebben dat ze investeren in startende ondernemingen of via een document van Agentschap Innoveren en ondernemen (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2016). Hiernaast werd er gekeken of het investeringsgebied in België of in de regio van België ligt.

De portfolio-bedrijven moesten ook voldoen aan enkele criteria. Ze moesten deel uitmaken van de portefeuille van een investeringsmaatschappij gevestigd in België. Het portfolio-bedrijf zelf, zal een vestiging moeten hebben in België. Een derde criteria, dat de link legt tussen de literatuur en dit

onderzoek, stelt voorop dat de onderneming minder dan 10 jaar moet bestaan en op de jaarrekening van het laatste neergelegde boekjaar minstens 10 FTE's tewerkgesteld moet hebben. Er wordt gebruik gemaakt van dezelfde criteria dan een soortgelijk Amerikaans onderzoek in Silicon Valley (Hellmann & Puri, 2002).

De leeftijd van de ondernemingen werd gecontroleerd via de jaarrekening waarin het begin van het eerste boekjaar staat vermeld. Ondernemingen moeten na 1/1/2007 zijn opgericht om in aanmerking te komen. Deze gegevens werden opgevraagd aan de balanscentrale van de Nationale Bank van België via het internet (Nationale Bank van België, 2016).

Indien het criterium voor het aantal jaren na oprichting is vastgelegd, werd gekeken naar de FTE's van de onderneming. Hiervoor werd de jaarrekening gebruikt die goedgekeurd is door de algemene vergadering in 2016 (aanslagjaar 2015) gebruikt.

Voor één onderneming was er nog geen jaarrekening neergelegd omdat deze onderneming werd opgericht in 2016. Deze onderneming werd me aangeboden door een investeringsmanager. Tijdens dit interview heb ik vooraf gevraagd naar deze criteria, waaraan het ook voldeed.

De respondenten werden eerst telefonisch gecontacteerd om te informeren of er interesse was om deel te nemen aan het onderzoek. Hierna werd een mail gestuurd met een korte situatieschets, waardoor de potentiële geïnterviewde een beter inzicht kreeg over het onderwerp van dit interview (*bijlage 1*). De situatieschets over het onderwerp waren identiek voor de investeringsmaatschappijen en de startende ondernemingen. De managers kregen eerst een mogelijkheid om het interview te laten verlopen op kantoor of via Skype. De meeste kandidaten kozen voor een interview op kantoor en één respondent verkoos Skype. Omdat de managers van zowel de investeringsmaatschappijen als van de portfoliobedrijven een druk schema hadden, werd er een derde optie toegevoegd, namelijk een telefonisch interview. Dit zorgde ervoor dat de respondenten het interview konden afleggen terwijl ze zich verplaatsten in de auto en zo geen kostbare tijd verloren.

Alle interviews verliepen op een semigestructureerde manier. Deze manier is de meest representatieve werkwijze voor dit onderzoek. Vragen werden vooraf opgesteld, maar niet strikt opgevolgd. Hierdoor kreeg de respondent meer vrijheid om zoveel mogelijk informatie zelf te vertellen. Tijdens het interview werden open – en gesloten vragen gesteld. Naast de voorbereide vragen werden er nog additionele vragen gesteld die niet op de vragenlijst vermeld staan. Er werd een funneling techniek toegepast, hierbij is begonnen bij het stellen van een zeer brede vraag: "*Wat verstaat u onder professionalisering?*" (Sekaran & Bougie, 2015).

De vragenlijst voor de investeringsmaatschappijen is op een manier opgesteld zodat er een duidelijk beeld gecreëerd kan worden over professionalisering. In *bijlage 3* staan de vragen die het beginpunt zijn van het semigestructureerd interview. Voor het professionaliseringsproces te meten werden vijf items (governance, HRM, strategie, cultuur, structuur van de onderneming) specifiek behandeld. Tot slot werd er gevraagd naar advies voor startende ondernemingen die aanspraak willen maken op venture capital en wat volgens hen het belangrijkste is om te professionaliseren.

De vragenlijst voor portfoliobedrijven is op quasi dezelfde wijze samengesteld als deze van een investeringsmaatschappij (*bijlage 4*). Enkele verschilpunten zijn de vragen naar de achtergrond van

de manager in kwestie. Dit om later na te gaan of deze managers effectief een sterk track record hebben. Dit wil zeggen of ze bepaalde prestaties in het verleden hebben behaald. Om af te sluiten werd een vraag gesteld over hun ervaringen met investeringsmaatschappijen. Deze vraag werd opgesteld om een inzicht te geven aan ondernemers die in de toekomst willen samenwerken met investeringsmaatschappijen.

In totaal werden er 13 interviews afgelegd waarvan 10 interviews bij investeringsmaatschappijen en 3 bij portfolio-bedrijven. De interviews hadden een duur tussen de 30 en 50 minuten. Er werd geopteerd om een interview af te leggen met managers die in contact staan met het portfolio-bedrijf of de investeringsmaatschappij. Deze interviews worden anoniem weergegeven in deze masterproef omdat het vrijgeven van persoonlijke gegevens geen extra meerwaarde oplevert. De verschillende deelnemers van de investeringsmaatschappijen worden weergegeven van 1 tot en met 10. De portfolio-bedrijven worden weergegeven van A tot en met C (*tabel 4*).

Respondent	Geslacht (M/V)	Functie	Domein	Interview-methode	Zelfde bedrijf
1	M	Investeringsmanager	Chemie	Telefonisch	
2	V	Business Analyst	Communicatie	Telefonisch	
3	V	Investeringsmanager	Ruimte & Beleving	Ter plaatse	X
4	V	Secretary General	Chemie	Telefonisch	
5	V	Investeringsmanager	Gezondheid & zorg	Ter plaatse	X
6	M	business Analyst	Algemeen	Ter plaatse	
7	M	Managing partner	Algemeen	Telefonisch	
8	V	Senior Investeringsmanager	Slimme maakindustrie	Ter plaatse	X
9	M	Investeringsmanager	Technologie & diensten	Ter plaatse	X
10	V	Investeringsmanager	Slimme maakindustrie	Ter plaatse	X
A	M	CEO	Beveiliging	Telefonisch	
B	M	Chief product officer	Telecommunicatie	Skype	
C	M	CEO	Ontspanning	Ter plaatse	

Tabel 4: Respondenten.

6.3 Codering

De data werd verzameld aan de hand van interviews. Deze werden mits toestemming opgenomen, waarna deze werden uitgeschreven. Na het verwerken van alle data werden deze gecodeerd, beter gekend als open coderen (Miles & Huberman, 1994). Door te coderen wordt de kwalitatieve data gereduceerd en geordend. Hierdoor zal een betere conclusie getrokken worden (Sekaran & Bougie,

2015). De codes hebben als doel, de data te categoriseren. Voor dit onderzoek is er bijvoorbeeld een code gegeven 'kwaliteit v/h management'. Deze code werd toegewezen aan verklaringen die te maken hebben met de kwaliteit van het management.

Een volgende stap in het codeerproces is het axiaal coderen. Hierbij worden er relaties gezocht tussen de verschillende codes. Deze worden vervolgens samengevoegd in één categorie. In het bovenstaande voorbeeld is er een code gebruikt voor de kwaliteit van het management (kwaliteit v/h management). Er werd ook een code 'CEO' gecreëerd. Deze 2 codes worden samengevoegd en in de categorie 'management' geplaatst (Corbin & Strauss, 1990).

Een laatste stap in het codeerproces is de selectieve codering. Alle categorieën die bepaald zijn bij het axiaal coderen worden rond een centraal thema gezet. Dit centrale thema is de hoofdzaak van het onderzoek, hier professionalisering (Corbin & Strauss, 1990). In onderstaande figuur kunt u de codeerboom zien die wordt toegepast in dit onderzoek (figuur 8). Een codeboom zorgt voor een beter overzicht van de onderlinge relaties van de codes (Calliope, 2015). Het hele coderingsproces is toepast in Microsoft Office Excel.



Figuur 7: Codeerboom.

Hoofdstuk 7: Resultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten besproken die zijn voortgevloeid uit de interviews. De resultaten bieden een antwoord op de centrale – alsook de vier deelvragen van deze masterproef. De centrale onderzoeksvraag in dit onderzoek is: *Wat is het belang van professionalisering voor venture capitalists in startende ondernemingen?* De citaten die worden weergegeven zijn letterlijke overnames van de respondenten. Wanneer er wordt geciteerd, zal verwezen worden naar de respondent die dit vertelde tijdens het interview. In de eerste 3 deelvragen wordt dezelfde structuur gevolgd als in 4.4.

7.1 Resultaten

7.1.1 Wat verstaat men onder professionalisering?

Om een antwoord te bieden op deze deelvraag wordt eerst beschreven hoe de investeringsmaatschappijen professionalisering zien. Vervolgens wordt gekeken hoe professioneel portfoliobedrijven zich vonden op het moment van het interview.

Investeringsmaatschappijen

De respondenten vinden dat professionalisering een breed begrip is. Ze zien dit meer als een multidimensionaal gegeven waarin verschillende factoren bijdragen tot professionalisering. Dit kan gaan van werken met een CRM (customer relationship management) tool tot het ontwerpen van een degelijk financieel plan.

Governance

Corporate governance structuren leveren een bijdrage aan de professionalisering van startende ondernemingen. Sommige portfoliobedrijven hebben geen RvB of adviesraad. De corporate governance structuur wordt gezien als een bouwsteen om goede structuren op te zetten en bijgevolg te professionaliseren.

Management

Een management kan veranderd worden omdat ze niet over voldoende managementcapaciteiten beschikt en dus niet kan overgaan tot professionaliseren. Daarvoor worden er adviseurs en externe managers in dienst genomen om bij te dragen aan de professionalisering van portfoliobedrijven. De investeringsmaatschappijen bekijken de werkervaring van het management en CEO om na te gaan of professionalisering mogelijk is binnen het bedrijf. Om dit te bewerkstelligen bieden de investeringsmaatschappijen hun netwerk ter beschikking.

"Wij bieden de ondernemers een netwerk aan. Zo zijn er langs de ene kant een aantal sectorspecialisten waarbij we de CEO kunnen introduceren. Dit zorgt voor professionalisering vooral bij starters (9)."

Structuur

Het portfoliobedrijf moet op een gestructureerde manier tewerk gaan en dus de juiste strategie en visie voor ogen houden. Sommige investeringsmaatschappijen zien dit als een voorwaarde. Één van de respondenten verklaarde de ernst van professionalisering voor een bedrijf:

"Als er geen professionalisering is, zal dit leiden tot slechte resultaten van een onderneming met alle gevolgen van dien (4)."

Structuur is één van de belangrijkste elementen die bijdragen tot professionalisering. Zo stellen verschillende respondenten het volgende:

"Structuur in de onderneming is een zeer belangrijk aspect om te professionaliseren. Men moet een duidelijke structuur hebben, anders gaat dit de professionalisering niet ten goede komen.... Hoe meer structuur een onderneming heeft, hoe makkelijker men kan professionaliseren (2)."

"Zonder structuur kan je niet professionaliseren. Dit is inherent. Als iedereen maar wat doet, krijg je een zwerm van acties. Als iedereen met de neus in dezelfde richting staat, krijg je vooruitgang (10)."

De andere respondenten hadden dezelfde mening over het belang van structuur. Enkelen van hen vonden het ook belangrijk om een goed salesproces te hebben, omdat dit voor de inkomsten van een onderneming zorgt.

Het is belangrijk dat bedrijven dit uitschrijven in een organigram waarin ze hun rollen goed omschrijven. Volgens hen verandert de structuur afhankelijk van de duur en grootte van de onderneming.

"Een organigram kan helpen bij professionalisering. Hierdoor kan men duidelijk bepalen wie verantwoordelijk is voor welke taak binnen de onderneming (2)."

"De meeste start-ups hebben in het begin een horizontale structuur. Na 2 jaar zou er een duidelijke structuur moeten zijn, waar iedereen zijn rol en verantwoordelijkheid goed gedefinieerd is (4)."

"Vanaf het moment dat je aan het groeien bent als onderneming, moet je een juiste structuur hebben. De departementen moeten goed op elkaar afgestemd zijn en iemand moet daar de leiding over nemen, zijnde de CEO. Het is heel belangrijk dat de juiste structuren worden opgezet (9)."

Controle

Drie respondenten haalden aan dat monitoring bijdraagt aan de professionalisering.

"Professionalisering is in mijn ogen bezig zijn met het monitoren van uw activiteiten (3)."

Hierdoor krijgt niet alleen de investeringsmaatschappij, maar ook het portfoliobedrijf een beter inzicht over zijn financiële cijfers. Deze rapportering dient op punt te staan en geoptimaliseerd te worden. Deze rapporteringen bestaan best uit KPI's (key performance indicators), budgetteringen, financiën, enzoverder.

Cultuur

Een aspect dat onrechtstreeks een invloed heeft door het management, is de cultuur binnen een onderneming. Wanneer een onderneming een goede cultuur en gedrevenheid heeft, speelt dit zeker mee bij de professionalisering van de onderneming.

Startende onderneming

Als we tot slot kijken naar de startende onderneming en hoe investeringsmaatschappijen hier specifiek aan bijdragen, wordt de volgende stelling gegeven:

"Ik ben er 100% van overtuigd dat wanneer een vc of private equity speler deel uitmaakt van uw aandeelhouderschap, dat je daardoor als starter wel degelijk professionaliseert (10)."

Één investeringsmaatschappij stelt een incubator ter beschikking. Dit helpt de startende onderneming om te professionaliseren. Ze bieden de volgende faciliteiten aan:

"Wij stellen een incubator ter beschikking. Dit is een faciliteit die we aanbieden aan startende bedrijven, zodat ze in een soort van community terecht komen waarbij ze bijvoorbeeld: printers, posthandeling, gemeenschappelijke secretaresse, gemeenschappelijke vergaderruimtes ter beschikking hebben. Dit is een facilitaire dienst dat het makkelijker maakt voor bedrijven om bepaalde dingen op orde te brengen (9)."

Portfoliobedrijven

Management

Investeringsmaatschappijen hechten belang aan een goed management om te professionaliseren. Bij portfoliobedrijven wordt deze stelling bevestigd.

"Heel belangrijk als we over professionalisering praten is dat er een professioneel managementteam aanwezig moet zijn binnen de onderneming (A)."

Dit wordt bevestigd door het feit dat de drie respondenten een uitgebreid track record hebben. Ze zijn actief geweest binnen verschillende ondernemingen in managementposities. Ze hebben minstens één universitair diploma. Dit zijn allemaal indicatoren dat de managers wel degelijk professioneel zijn en dit kunnen overdragen naar de onderneming.

HRM

Managers van portfoliobedrijven vinden het belangrijk dat de HRM en policies binnen een bedrijf in orde zijn bij de opstart van hun onderneming. Je moet trachten te zoeken naar het optimale aantal mensen die je inzet.

In dit onderzoek werd ook gepolst naar hoe professioneel de portfoliobedrijven zichzelf vonden. Uit de antwoorden kan worden afgeleid dat ze zich meer dan gemiddeld professioneel voelen.

"In de huidige situatie vind ik persoonlijk dat wij voor 80% professioneel zijn.... Operationeel zijn we vrij professioneel, want we laten ons leiden door de KPI's, budgetten en targets die we zelf vooropstellen (A)."

"We zien onszelf eerder als een bijzonder professioneel bedrijf omdat we vanaf dag 1 direct optimaal moesten kunnen presteren en opereren (B)."

"Wij zitten in een opstartfase. We zijn met een 30-tal mensen gestart van de ene dag op de andere. Wij zijn nog niet waar we willen zijn, omdat we nog in een aanloopfase zitten (C)."

Structuur

Een ander aspect dat de respondenten aanhaalden was de structuur van de onderneming. Ze vinden wel degelijk dat de structuur van een onderneming bijdraagt aan de professionalisering van een onderneming. Hieronder zijn twee stellingen die bevestigen dat structuur een belangrijke factor is.

"Structuur van een onderneming is belangrijk, omdat als je een professionele structuur wilt verkrijgen, je de structuur constant moet aanpassen aan de schaal van het bedrijf (A)."

"Wij zien professionalisering vooral als een goed opererend bedrijf dat zelfstandig kan functioneren en goede processen heeft ingebouwd in de onderneming (B)."

Controle

Zoals respondent A aanhaalt, wordt professionalisering gedaan door de monitoring. Respondenten van de investeringsmaatschappijen hebben dit ook aangehaald als factor bij de professionalisering.

7.1.2 Wat is de belangrijkste factor bij professionalisering?

Met een laatste vraag bij de respondenten van de investeringsmaatschappij werd gepolst wat de belangrijkste factor is die bijdraagt tot professionalisering. Voor sommige investeringsmaatschappijen wordt professionalisering gezien als een criteria. Andere stellen dat opvolging van de belangrijkste kerncijfers van de onderneming het belangrijkste is. Alle respondenten hebben hetzelfde besluit over het belang van professionalisering.

"Als er geen professionalisering is, zal dit leiden tot slechte resultaten van een onderneming met alle gevolgen van dien (4)."

Governance

Deze factor wordt door de respondenten gezien als één van de belangrijkste om te professionaliseren.

"Het begint allemaal bij een raad van bestuur. Je moet een raad van bestuur hebben om tot professionalisering te geraken (10)."

Er zijn nog andere governance organen die bijdragen aan de professionalisering, zoals renumerationcomité, raad van advies, directiecomité, enzovoort. Deze comités worden volgens de investeringsmaatschappij wel pas belangrijk in een later stadium van de onderneming.

"Andere raden moeten geïnstalleerd worden naargelang de grootte van de onderneming (8)."

Andere respondenten spreken dit tegen. Ze vinden een renumerationcomité belangrijk. Andere organen dragen wel degelijk bij tot de professionalisering. Voor specifieke sectoren is het zelfs uiterst belangrijk om een raad van advies te hebben:

"De Raad van advies is superbelangrijk voor ons. Dit zijn meer adviesraden over de technologische ontwikkeling en niet zozeer over de strategische bepaling van het bedrijf (4)."

Management

"Het belangrijkste om te professionaliseren is een goed management. Als dit aanwezig is, gebeurt professionalisering vanzelf (2)."

Door de openheid van het management is de kans groter dat de onderneming sneller/beter professionaliseert.

Strategie

Een volgende factor die naar bovenkomt is de strategie. Voornamelijk in technologische of chemische sectoren speelt dit een belangrijke rol. De managers moeten vaak hun strategie aanpassen. Een respondent van een vc stelt het volgende:

"Het is belangrijk dat je als manager jezelf regelmatig toetst aan de realiteit. Heel belangrijk is jezelf opnieuw onder de loep te nemen (5)."

Het is niet enkel belangrijk om je te vergelijken met concurrenten, maar het onderhouden en uitbreiden van het netwerk is eveneens belangrijk. Dit kan ervoor zorgen dat je de juiste kennis opdoet, nieuwe partners leert kennen of zelfs de mogelijkheid krijgt om je product/dienst in de kijker te plaatsen.

Structuur

Een portfoliobedrijf stelde het volgende inzake professionalisering, wat ons tot de volgende belangrijke factor brengt, structuur.

"Door structuren op te stellen kunnen we een richting krijgen in het bedrijf. Het is dan wel belangrijk dat iedereen dezelfde strategie implementeert (B)."

Vijf van de tien respondenten vertellen uitdrukkelijk dat structuur één van de belangrijkste factoren is die meespeelt bij de professionalisering van een bedrijf. Andere respondenten hebben het belang hiervan ook aangehaald, maar niet expliciet.

"Structuur is superbelangrijk. In het begin zullen de ondernemers alles samen doen. Na verloop van tijd zal blijken dat dit niet meer evident is en gaat men moeten verdelen (4)."

De respondenten gebruiken de structuur in de ruimste zin van het woord. Enkeligen zeggen dat de structuur belangrijk is, maar men moet proberen, zeker in de beginjaren, niet te veel procedures op te leggen. Zorg voor een logische structuur met zo weinig mogelijk vermenging. Om alles logisch te houden, duidt men op het belang van een organigram en een goede functiebeschrijving binnen het bedrijf. Er zijn vc's die observeren hoe gestructureerd een onderneming en haar team zijn.

7.1.3 Welke professionaliseringsmaatregelen nemen vc's in startende ondernemingen?

In de eerste deelvraag (7.1.1) wordt professionalisering reeds beschreven. Op basis hiervan wordt gekeken welke bijdragen een investeringsmaatschappij levert.

Investeringsmaatschappijen

Het doel van investeringsmaatschappijen is ervoor te zorgen dat de onderneming snel groeit en dat een rendement wordt gecreëerd. Voor vc's is een snelle groei zeer belangrijk bij startende ondernemingen.

"Een start-up groeit snel en het moet ook snel groeien (4)."

Doordat de investeringsmaatschappij aandeelhouder wordt, zijn er veranderingen binnen het portfoliobedrijf. Zo zal het kunnen voorvallen dat de CEO vervangen wordt, cultuurverandering, aanpassen van het business model, enzoverder.

"Vanaf het moment dat venture capital ter sprake komt, dan weten ondernemingen sowieso dat dit een bepaalde impact gaat hebben op hun organisatie (9)."

Welke deze veranderingen zijn en wat de rol van de investeringsmaatschappij hierin is, wordt in de volgende paragrafen verder uitgediept.

Governance

Een vc speelt een rol in de governance van een portfoliobedrijf, meer bepaald in de RvB. De investeringsmaatschappijen hebben zo goed als altijd (90%) een zetel in de RvB. Indien ze geen zetel hebben, beschikken ze over een observer seat. De observer seat wordt gegeven als er andere co-investeringsmaatschappijen een zetel hebben in de RvB. Het kan voorvallen dat ze overschakelen naar een observer seat wanneer hun aandeel in het portfoliobedrijf kleiner wordt.

"Wij hebben altijd een zetel in de raad van bestuur (8)."

"In toch wel 90% van de gevallen nemen we een zitje in de raad van bestuur op (9)."

"Wanneer ons aandeel in het portfoliobedrijf kleiner wordt, gaan we vaker over naar een observer seat (1)."

"We eisen wel, dat indien we geen zetel in de raad van bestuur hebben, de manager mag deelnemen aan de vergadering van de raad van bestuur en op de hoogte is van wat er beslist gaat worden. Hij brengt geen stem uit, maar mag zijn mening vertellen en in overleg met de bestuurder van de co-investeringsmaatschappij meebeslissen (4)."

De vergaderingen vinden op regelmatige basis plaats, dit om ervoor te zorgen dat de investeringsmaatschappij de voeling met het bedrijf niet verliest en zo snel mogelijk kan bijsturen indien nodig.

"Bij start-ups proberen we ervoor te zorgen dat 1 keer op 2 maanden er een raad van bestuur is (4)."

Het takenpakket van een vc als lid van de RvB is volgens de respondenten heel variërend. Het komt voornamelijk neer op twee rollen die ze aannemen:

"Wij vervullen twee rollen, in de raad van bestuur kunnen we controleren of onze investering loont, want wij zijn aandeelhouders. Hiernaast hebben we ook een adviserende rol, advies geven aan management om het bedrijf uit te bouwen (2)."

Ze bieden advies aan voor verschillende aspecten binnen de onderneming. Dit kan gaan over beslissingen inzake strategie, verloning management, rapportering, vervanging CEO. De meeste onder hen halen aan dat de vertegenwoordiger van de investeringsmaatschappij in de RvB altijd moet handelen in het belang van de onderneming.

"Als bestuurder is uw enige taak het welzijn van het bedrijf vrijwaren. Je bent dan niet meer investeringsmanager, maar je bent dan eigenlijk hulp bij dat bedrijf en adviseur, mede stuurder van het schip.... Dan ben je even niet meer investeerder van het bedrijf. Je moet handelen in het welzijn van het bedrijf (5)."

"Als lid van de raad van bestuur zal de vc erop toezien dat de voortgang en het belang van de onderneming altijd voorop gesteld is (7)."

"We volgen hen en monitoren de onderneming tot en met de exit (6)."

Volgens enkele respondenten werd ook beslist wanneer een volgende fundraising is of welke exit zal worden toegepast door de vc.

"Beslissen wanneer de volgende fundraising is en hierbij helpen. We gaan dan helpen bij de onderhandelingen in de volgende financieringsrondes die het bedrijf dient te ondernemen (7)."

"We volgen de investeringen op en analyseren de exit opportuniteiten die er zijn (6)."

Voor startende ondernemingen heeft respondent 4 een specifieke rol toegeschreven voor de RvB:

"Bij start-ups is er meer verantwoordelijkheid voor de raad van bestuur. Ze gaan niet louter goedkeuren, maar ze gaan helpen om het bedrijf te laten groeien door concreet te helpen in de onderneming (4)."

Management

Algemeen kan worden besloten dat de respondenten het management grotendeels verantwoordelijk stellen om te professionaliseren. Zij zullen het management zo goed mogelijk helpen. Dit kan gaan van het verlenen van advies tot het zoeken van een nieuwe manager binnen hun netwerk. Soms kan het voorvallen dat de investeringsmanager de rol van manager op zich neemt.

"In sommige gevallen geven we niet enkel financiële steun, maar zorgen ervoor dat een vc wordt aangesteld als manager en die gaat zich bezighouden met de dagdagelijkse ondersteuning van het management (1)."

CEO

Op de vraag of de CEO frequent vervangen werd, verklaarde de meerderheid van de respondenten dat een CEO meestal niet vervangen wordt. De verschillende antwoorden hebben te maken met de sector waarbinnen de respondent zich begeeft.

"Binnen mijn sector wordt de CEO niet zo vaak veranderd, maar het kan wel voorvallen (3)."

"Bij 2 van de 9 bedrijven waarin we hebben geïnvesteerd is de CEO vervangen (4)."

"De CEO wordt niet zo vaak vervangen. Dit gebeurt vaker met academische spin-offs, omdat meestal de personen die het verhaal naar buiten brengen professors zijn die het verhaal hebben bedacht. Dit zijn meestal geen profielen die je als bedrijf wilt. Ze zijn heel goed in de praktijk en technologie en meestal worden zij CTO of COO (5)."

"In 1 op de 3 gevallen wordt de CEO vervangen, dit is soms op vraag van de huidige CEO. Voornamelijk omdat het bedrijf boven zijn/haar hoofd is gegroeid (7)."

Vervanging van de CEO komt meestal op voorstel van de CEO zelf. De wissel van CEO zal altijd gebeuren in het belang van het bedrijf. Als de CEO zelf voelt dat de onderneming boven zijn hoofd stijgt zal hij een andere CEO willen. Het kan ook voorvallen dat de CEO niet de kwaliteiten heeft, maar eerder geschikt is voor een rol als CTO of COO. Ook kan men kiezen om een rechterhand bij de CEO te zetten om zo een volwaardige leider te krijgen.

"Wanneer we de onderneming in meerdere landen willen brengen en er is geen fit met de huidige CEO, zal hij vervangen worden (6)."

"Je ziet soms wel dat de CEO tot een bepaald niveau kan meegaan en dan wel merkt dat hij dit niet meer kan (10)."

Strategie

De respondenten zeiden dat hun bijdrage in de strategie voornamelijk ligt bij het bekijken van de markt van het portfoliobedrijf. In uitzonderlijke gevallen wordt de commerciële aanpak herzien. De focus bij de bepaling van de strategie ligt voornamelijk op groei.

"We gaan samen met de ondernemer op onderzoek naar de opportuniteiten in de markt en wat het product kan bieden aan de potentiële klanten (1)."

"Vanaf het moment dat je in een bedrijf stapt, heb je al een idee van welke strategie er zou moeten geïmplementeerd worden en gaandeweg verfijnt zich dat.... Deze strategieoefening gebeurt er te weinig in kleine bedrijven (10)."

Ze doen dit niet door te bepalen wat de strategie is, maar voornamelijk door hen advies te geven en een soort van denkproces aan te leren.

"Wij challengen hun businessplan. We doen dit vanuit allerlei vlakken. Niet enkel financieel, maar ook de markt, product development, commercialisatie van het product, hoe ze de organisatie gaan uitbouwen (8)."

HRM

In verband met het HRM van portfoliobedrijven hebben de vc's een gemengde mening over hun bijdrage. Enkelen van hen zeggen dat zij, als vc, geen invloed hebben op de FTE's van de onderneming. Een ander deel vertelt dat ze in samenspraak met de ondernemer het aantal FTE's bespreken. Anderen stellen dat het zelden voorvalt dat ze aansturen op ontslagen, enkel wanneer herstructurering noodzakelijk is. Enkele respondenten zien de tewerkstelling als een target dat ze willen nastreven. Voor de meesten onder hen is het een logisch gevolg dat wanneer een onderneming een expansieplan uitvoert, er bijgevolg extra werknemers worden aangeworven.

"FTE's veranderen is geen rol voor venture capitalists (1)."

"Men is meestal met te weinig personeel, omdat men niet over het nodige kapitaal beschikt om extra werknemers in dienst te nemen. Door geld op te halen bij ons, kan de onderneming meer mensen aannemen. Het gebeurt zelden dat wij aansturen om personeel te ontslaan als we in de onderneming stappen. Wanneer de onderneming niet goed presteert of herstructureringen nodig zijn, dan worden er mensen ontslagen, maar niet bij instap (2)."

"FTE gebeurt in samenspraak met het management over hoe de personeelsbezetting er moet uitzien (8)."

"De bedoeling bij instap is dat de onderneming groeit. Als de onderneming groeit betekent dat ook dat de FTE's mee gaan groeien (9)."

"Onze missie is om meer tewerkstelling te creëren (10)."

De investeringsmaatschappijen zullen, indien nodig, de portfoliobedrijven ondersteunen bij de rekrutering van nieuwe managers. Ze beschikken namelijk over een ruim netwerk om de geschikte managers te vinden.

"Regelmatig komen we tegen dat het team nog niet helemaal goed zit en dan brengen we ze in contact met de juiste personen (5)."

"Er worden externen binnen gebracht, adviseurs, goeie CFO, sales, enzoverder (2)."

In verband met de verloning van het management delen de respondenten dezelfde mening, namelijk een variabele verloning bovenop hun vaste verloning. Binnen deze groep zijn er vier verschillende standpunten over het loon. Ten eerste, stellen enkelen dat er een marktconform loon dient uitgekeerd te worden. Ten tweede, het bedrag van de verloning is niet hun verantwoordelijkheid. Ten derde, is er een uitkering boven het normale marktconforme loon. Tot slot zijn er managers die zichzelf niets uitkeren. De rol van de investeringsmanager is hier eerder beperkt. Ze zullen enkel ingrijpen in extreme gevallen.

"We werken het liefst met een vaste verloning aangevuld met een variabele verloning. Waarbij we zeggen dat die variabele verloning gebaseerd is op het businessplan (8)."

"In de meeste gevallen wordt er een laag basisloon uitgekeerd in vergelijking met de lonen van andere CEO's binnen de sector. Ze krijgen wel een variabel loon hier bovenop. Dit is een belangrijke functie om het behalen van doelstellingen te vergemakkelijken.... We winnen samen of we verliezen samen. Daarom dat de CEO en managers een variabel loon krijgen (4)."

"Het is geen gezonde ingesteldheid om te zeggen: 'ik werk voor niets'. De bedoeling van een bedrijf hebben en opbouwen is dat iedereen die werkt er fatsoenlijk van kan leven. Het is niet de bedoeling om aan een hongerloon te leven (9)."

"Je gaat kijken wat voor profiel we zoeken welk loon in verhouding staat met dat profiel. Als de verloning, voor ons gevoel, al te hoog is gaan we erover proberen te onderhandelen en proberen we ook een gedeelte variabel te maken (3)."

"Het kan zijn dat de ondernemers zich geen loon uitkeren. Vanaf het moment dat er een cashnood is, zijn er ondernemers die zeggen: ik stel dit uit of ik neem minder op in de hoop dit terug in te halen in de toekomst (3)."

"Er zijn startende ondernemingen die willen overleven en zich het minimum uitbetalen. Een ondernemer die een andere onderneming heeft of geen geldproblemen heeft, staan we er niet op dat hij zichzelf uitbetaald (6)."

"De lonen zullen zelden verlaagd worden, maar eerder verhoogd. Omdat een startende onderneming vaak weinig geld heeft om lonen uit te betalen. We gaan de lonen verhogen om ervoor te zorgen dat de mensen comfort hebben in hun privéleven samen met hun partner. Dit gebeurt omdat we willen dat er privé geen financiële zorgen zullen zijn. Wij willen dat de ondernemer zich volop kan concentreren op de onderneming in plaats van zich in het privéleven zorgen te maken over de afbetaling van het huis of dergelijke (7)."

Structuur

Hetgeen volgens de respondenten nauw gelinkt is aan de rapportering zijn de structuren binnen een onderneming. Rapportering goed structureren is hier één van. Ze zullen zeker de nodige ondersteuning bieden om structuren te verkrijgen in allerlei zaken binnen het portfoliobedrijf.

"Een duidelijk sales proces opstellen. Er wordt samen nagedacht om dit proces effectiever en efficiënter te maken...Hetgeen we het vaakst moeten toepassen is het in kaart brengen van de key metrics en de opvolging en rapportering hierrond (2)."

"Wij dragen bij aan de professionalisering door suggesties te doen over de opbouw van de organisatie (3)."

"Is de structuur nog niet aanwezig op dag 1 kan het zijn dat het bedrijf dat beseft en dan willen wij helpen waar we kunnen (5)."

"Jonge bedrijven hebben niet alle structuren op orde staan. Daarvoor zijn wij er met onze expertise/advies om bepaalde structuren aan te brengen in de onderneming (6)."

Investeringsmaatschappijen en portfoliobedrijven denken samen na over processen. De vc wil ervoor zorgen dat er formalisatie is van bepaalde processen, maar niet dat het bedrijf te veel formalisering doorvoert. Het belang van processen komt meer aan bod wanneer de onderneming groter wordt volgens de respondenten.

"Er wordt samen nagedacht om dit proces effectiever en efficiënter te maken (2)."

"In het begin zullen te veel procedures het bedrijf vermoorden. Zolang een onderneming nog in de ontwikkelingsfase zit, is het noodzakelijk om heel flexibel te zijn (4)."

"Als we investeren in een bedrijf en dit willen uitbreiden dan willen we zoveel mogelijk automatiseren (6)."

"Procedures vertragen en bij startende ondernemingen zijn procedures niet een noodzaak... Als het bedrijf een grotere omvang krijgt, zal er wel zo een procedure worden vooropgesteld (7)."

Controle

Inzake controle wordt er volgens de respondenten ook bijgedragen. Ze zullen nauwgezet de acties van de ondernemingen opvolgen.

"Een focus op de KPI's. Het is voor ons belangrijk om metrics op te volgen (2)."

"Door suggesties te doen op welke manier ze moeten rapporteren.... Samen met de ondernemer vaststellen wat de KPI's zijn. Wat de belangrijkste kerngetallen zijn, kostprijs van het product bekijken (3)."

"Wij zijn een extra paar ogen op de bedrijfsvoering (5)."

Volgens de vc's bieden ze niet enkel kapitaal ter beschikking, maar ook advies en steun. Ze hebben een nauwe samenwerking met de ondernemers. De meeste van hen geven feedback aan bedrijven, ongeacht ze een investering verkrijgen of niet.

"Wij dragen bij aan professionalisering, zowel voor bedrijven waarin we investeren als in bedrijven waar we niet in investeren.... Als we niet investeren helpen we hen om te professionaliseren door feedback te geven (6)."

Cultuur

In de cultuur van een onderneming spelen de investeringsmaatschappijen geen rol. Er komen wel nieuwe accenten binnen de onderneming omdat ze aandeelhouder zijn, voornamelijk om de groei van de onderneming te ondersteunen. Ze beschouwen de cultuur meer als een operationele zaak.

"Een nieuwe aandeelhouder legt nieuwe accenten.... De cultuur kan veranderen door meer te werken naar groei en om efficiënter te werk te gaan. Ik denk dat het eerder in het hoger management is dat ze in eerste instantie de verandering voelen (3)."

"Dit zijn voornamelijk operationele zaken, wij gaan ons als investeerder niet moeien met de interne cultuur van het bedrijf. Daar is de CEO verantwoordelijk voor (9)."

Er werd ook nagegaan op welke manier de investeringsmaatschappijen communiceren met de portfoliobedrijven. Dankzij de interactie zijn de professionaliseringsmaatregelen nodig en is het

bijgevolg opportuun om na te gaan hoe de relatie en communicatie verloopt. De respondenten stellen dat ze regelmatig contact hebben met de portfoliobedrijven en dit gebeurt op zowel een formele als informele manier. Men gaat meer formeel communiceren binnen de RvB. Ze zien zichzelf als een sparring partner voor de onderneming.

"Onze managers hebben dagelijks contact met de bedrijven... Dit gebeurt op een informele, regelmatige manier (4)."

"De communicatie is zeer natuurlijk en spontaan. We communiceren zeer direct en zien elkaar frequent (7)."

"Via de raad van bestuur is de communicatie formeel. Daarnaast zijn er veel informele contacten. Als investeerder ben je een soort van sparring partner voor je management/onderneming (8)."

"Als je bijvoorbeeld maar 3 of 4 keer per jaar langsgaat bij de onderneming, dan ben je de voeling met dat bedrijf kwijt (9)."

"Mailen, bellen, vergaderingen enzovoort zorgen voor een vlotte communicatie tussen ons en de onderneming (2)."

"De raad van bestuur is formeler. In die zin dat er een agenda wordt opgesteld en dat als er punten te beslissen zijn, we op voorhand vragen daar een klein dossier over te schrijven. Zodanig dat de bestuurders op voorhand al kunnen nadenken over de agendapunten en op welke manier ze gaan beslissen (3)."

Als we specifiek kijken naar startende ondernemingen wordt gesteld dat ze niet professioneel zijn, maar de vc helpt en steunt hen hierin.

"In jonge bedrijven is er weinig structuur, maar dit wil niet zeggen dat het bedrijf niet professioneel is. Het zal eerder gaan in de richting dat de onderneming nog niet professioneel genoeg is, daar helpen wij dan mee (1)."

"Vaak hebben wij starters die investeringen zoeken die hun organisatie nog niet helemaal op punt hebben. Soms hebben zij een team, organigram waar er nog cruciale gaten zitten (5)."

Portfoliobedrijven

Volgens de portfoliobedrijven zorgt de vc voor de nodige contacten om extra managers aan te werven. Ze hebben ervoor gezorgd dat de corporate governance van de onderneming is verbeterd. Hierin hebben ze een zetel in de RvB waar ze een bijdrage leveren aan de strategie van de onderneming. Ze beschikken volgens de respondenten over de juiste contacten voor het betreden

van nieuwe markten. De investeringsmaatschappijen hebben een bepaalde controle inzake strategische keuzes die de onderneming maakt. Zo zal het portfoliobedrijf een strategie moeten hanteren die gericht is op groei. Inzake verloning heeft de vc geen extreme veranderingen doorgevoerd. Ze beschikken wel over een variabel loon afgesproken met hun investeringsmaatschappij. Cultuurveranderingen worden niet doorgevoerd door een vc. Hun bijdrage in de structuur van de onderneming is niet gericht op het operationele van de onderneming.

"Op bepaalde momenten is een vc noodzakelijk door de contacten en om expertise binnen te halen (B)."

"De investeringsmaatschappij heeft voor een betere corporate governance gezorgd. Zoals een officiële raad van bestuur. Dit zorgt ervoor dat je een beter klankbord bent als raad van bestuur zijnde (A)."

"Ze hebben een zetel in de raad van bestuur (A)."

"Zij bepalen mee de strategie. Ze focussen zich enkel op hoe je een bedrijf moet runnen en gaan zich niet moeien in de technologische keuzes die we als bedrijf maken (B)."

"Er zijn geen extreme loonwijzigingen gebeurd (B)."

"De lonen zijn afgesproken met de investeringsmaatschappij. Ons loon is niet zo hoog, is zelfs voor te lachen. Dit is een loon waar wij van weten dat we op termijn, als het goed gaat, hoger wordt. Dit is het risico dat wij nemen (C)."

"Zolang je voor je vc waarde opbouwt, zijn zij content met het oog op hun exit. Sommige zaken die we willen implementeren worden niet echt gesteund door de vc omdat deze geen meerwaarde opbrengen bij een mogelijk exit scenario (B)."

"Er is geen verandering gekomen in de cultuur van het bedrijf (A)."

"Toen wij gestart zijn als onderneming hebben we een strategie moeten uittekenen, omdat de vc mee was van in het begin was dit een groeistrategie waar we rekening mee moesten/moeten houden. De vc heeft de juiste contacten die zorgen voor een juiste focus bij betreding van nieuwe markten (B)."

"Ze hebben ons laten inzien waar het onderscheid gemaakt dient te worden tussen de discussies in de raad van bestuur en die voor het directieteam. De investeringsmanager heeft niet bijgedragen aan de dagelijkse inhoudelijke taken in de onderneming (A)."

"Ze doen suggesties. Maar we voelen ons ook gesteund. Ze handelen een beetje als grote broer en laten ons niet aan ons lot over (C)."

7.1.4 Welke professionaliseringsmaatregelen nemen de Belgische startende ondernemingen best alvorens naar een vc te stappen?

Om deze deelvraag te beantwoorden, werd er gekeken welke de investeringscriteria zijn die investeringsmaatschappijen hanteren buiten de financiële cijfers. Hierdoor kan een ondernemer inzicht krijgen, welke aspecten en maatregelen investeringsmaatschappijen veel belang aan hechten. Aan de vc's werd ook advies gevraagd voor startende ondernemingen die aanspraak willen maken op risicokapitaal. Aan de respondenten van de portfolio-bedrijven werd gevraagd wat de hoofdredenen waren om naar een investeringsmaatschappij te stappen en welk advies zij willen meegeven aan bedrijven die aanspraak willen maken op venture capital en hoe ze zich hier zo best mogelijk op voorbereiden.

Investeringsmaatschappijen

Investeringscriteria

Algemeen kan gesteld worden dat investeringsmaatschappijen het idee en de cijfers niet het belangrijkste aspect, bij de keuze om te investeren, vinden. Ze willen investeren in bedrijven die de groei, die ze vooropstellen, kunnen realiseren en een belangrijke rol in hun industrie spelen. Ze zien professionalisering als een belangrijke investeringscriteria. Bedrijven die niet voldoende maturiteit hebben zullen geen investering krijgen.

"Het idee van de onderneming en de cijfers zijn niet het belangrijkste aspect bij de keuze van investering (7)."

"We investeren liefst in bedrijven waarvan er een groei mogelijk is en ze een rol kunnen spelen in hun industrie (1)."

"Professionalisering is een sterk punt dat meespeelt in de beslissing om te investeren (1)."

"We zullen niet in een bedrijf investeren als het geen bepaald niveau van volwassenheid heeft (6)."

Management

Uit de resultaten van het interview met de investeringsmaatschappij kwam anoniem dat het management het belangrijkste investeringscriterium is waarop ze zich baseren. Als het management en CEO niet sterk genoeg zijn zal er geen investering volgen. De kwaliteit en flexibiliteit spelen hier een factor, maar nog belangrijker blijft de sterkte van de managers.

"Het management speelt een heel grote rol bij de beslissing om te investeren. Het management is één van de topcriteria die we stellen. Als het management niet goed genoeg is, dan zijn wij niet geïnteresseerd om te investeren in de onderneming (2)."

"Het is al gebeurd dat we bepaalde investeringen tegenhouden, ondanks het op dat moment wel een interessante activiteit zou zijn, omdat we met die ondernemer er niet echt in geloven (3)."

"Mensen die pro verandering zijn, dit graag zien, willen groeien en hard werken zijn ondernemers die wij zoeken. Ze zijn dan ook echte entrepreneurs van het eerst uur (4)."

"We zien dat als een businessplan goed is, dit ook een indicatie geeft over de capaciteiten van de managers (4)."

"Als het management niet goed zit dan doen we het niet (5)."

"De flexibiliteit van het management is belangrijk voor ons. We analyseren dit met een focus op het team (6)."

"Het management bepaalt voor 60% onze keuze om te investeren. Het eerste dat je hoort over hoe je een bedrijf moet analyseren is dat er 3 belangrijke criteria zijn: team, team, team (6)."

HRM

Enkele van de respondenten haalden aan dat tewerkstelling meespeelt in de keuze om te investeren. Zij hebben dan ook andere investeringscriteria.

"Wij zullen een bepaald risicovol project ook doen omwille van meer tewerkstelling, waar andere vc's zuiver naar het rendement gaan kijken (10)."

"Wij hebben als investeringsmaatschappij 3 criteria die belangrijk zijn voor ons:

- 1) Business case: geloven wij dat mensen met dat product die markt op een bepaalde manier kunnen bespelen?*
- 2) Geloof in het team: het zijn de mensen die het moeten doen. Je kan het beste product in de markt hebben, als je niet beschikt over een goed team om het in de markt te zetten, dan gaat het niet.*
- 3) Wij moeten een economische tewerkstellingscomponent hebben binnen onze provincie (9)."*

Structuur

Wanneer er niet voldoende openheid bestaat voor het creëren van een structuur, zal dit uitdraaien op een negatief investeringsadvies. Voor de respondenten is het belangrijk dat het portfoliobedrijf een naamloze vennootschap is en geen dochter- of moederonderneming is.

"Wij vinden de structuur een zeer belangrijke factor binnen een bedrijf (2)."

"Als er een openheid en houding is die positief is ten aanzien van het bouwen van de structuur van het bedrijf en de transparantie en de openheid tot professionalisering dan kan je hierin meegaan (10)."

"We vinden het belangrijk dat de gehele activiteit van de onderneming in 1 bedrijf zit. We willen niet met een moeder- of dochteronderneming samenwerken (7)."

"We investeren alleen in naamloze vennootschappen. Dit omwille van de makkelijke overdracht van de aandelen (3)."

Controle

De vc's willen een bepaalde controle hebben, daarom vragen ze belangrijke documenten op zodat deze geanalyseerd kunnen worden. De investeringsmaatschappij gaat meestal voor een minderheidsparticipatie.

"We gaan meestal voor een minderheidsparticipatie (3)."

"Financieel plan, businessplan, alle contracten van de managers die al in dienst zijn, de oprichting, de statuten zijn zaken die we nodig hebben voor onze due diligence te bepalen (5)."

"We vragen bepaalde documenten op, zoals bewijzen van contracten, bewijs van interne governance, financieel plan. We kijken of ze de wettelijke contracten goed hebben beschreven (6)."

Als de investeringsmaatschappijen ondervinden dat deze informatieverstrekking niet vlot verloopt zal de kans groter zijn dat er niet wordt geïnvesteerd. Ze vinden het heel belangrijk om een goede communicatie te hebben alvorens te investeren.

"Als een ondernemer bij het vooronderzoek al onvolledige informatie aanlevert of waar de informatie om de week verandert, speelt dit mee bij de keuze om te investeren of niet. Het product moet zeer uniek zijn om te investeren als de informatieverstrekking niet goed verloopt (3)."

"De communicatie en relatie die men opbouwt met ons speelt ook een belangrijke rol (7)."

Cultuur

Zoals eerder vermeld zal de investeringsmaatschappij geen veranderingen doorvoeren in de cultuur van de onderneming. Dit is echter wel een criterium waar rekening mee gehouden wordt.

"We gaan niet investeren als de onderneming niet wil veranderen (7)."

"Als de cultuur niet goed zit, gaan we niet investeren. Heel veel hangt af van de pitch die ze komen doen met ons en het gevoel dat we hebben met de onderneming (8)."

Advies investeringsmaatschappij

Op het einde van het interview werd aan de respondenten advies gevraagd voor ondernemingen die aanspraak willen maken op venture capital. Uit deze antwoorden komen alle aspecten die in deze en de vorige deelvragen beantwoordt zijn terug. Logischerwijs is het noodzakelijk dat een ondernemer moet bijdragen aan een goede relatie met zijn investeringsmaatschappij. Zorg ervoor dat alles duidelijk is voor de investeringsmaatschappij. Kennis van je eigen kerncijfers, een goed businessplan, voorbereiding en wil tot leren zijn andere factoren die zullen bijdragen aan zowel de onderneming als de kans op een investering via risicokapitaal.

"Zorg voor een klaar en duidelijk verhaal waarbij het product en de markt duidelijk gedefinieerd is. Zoek naar oplossingen voor problemen en kijk hoe ze dit gaan aanpakken. Kijk met welk team je dit bedrijf wil runnen. Wanneer het geen goed team is, is de kans op succes kleiner (1)."

"Ondernemers moeten hun eigen cijfers goed kennen en weten wat de belangrijkste drivers zijn, financieel, in hun business (2)."

"Een heel goed businessplan, een antwoord op een vraag die er is (5)."

"Steek veel tijd in uw fundraising, stel alles ter beschikking en neem de juiste houding aan. Transparantie is zeer belangrijk en deel de waarde van het fonds. Wees goed voorbereid, professioneel en heb de juiste documenten (6)."

"Ik zou de raad geven om goed te luisteren naar de opmerkingen en daar iets mee doen. Zelfs als je geen financiering krijgt en je krijgt feedback hierover, dan kan je hier veel mee doen (10)."

Tot slot zijn er nog de factoren die het portfoliobedrijf zelf op orde moet hebben. Zo zal de onderneming goed moeten weten hoe zijn team eruit zal zien. Zorg ervoor dat er een goede samenwerking is inzake corporate governance. Zie dat je als onderneming jouw markt goed kent en weet waar het verschil gemaakt kan worden. Hierbij helpt een zeer sterk businessplan. Zorg er als onderneming voor dat de rollen duidelijk zijn en een duidelijke structuur in de onderneming aanwezig is.

"Het team moet in orde zijn (2)."

"Een goede samenwerking tussen management, raad van bestuur en raad van advies (4)."

"Zorg voor een zeer sterk businessplan. Hierin moet staan uitgelegd wat het doel is van de onderneming, waar men naartoe wil, hoe men de evolutie ziet in de markt, welke markt men wil betreden, de structuur van de markt en de grootste klanten in deze markt, wie zijn de belangrijkste concurrenten en hun locatie en hoe de onderneming naar de markt gaat stappen (7)."

"Zorg ervoor dat alle structuren snel op zijn plaats zijn in het bedrijf. Zorg voor een duidelijke rolomschrijving (4)."

Portfoliobedrijven

Reden voor investering via vc

Alle respondenten hadden professionalisering van hun bedrijf niet als reden gegeven waarom men naar een investeringsmaatschappij is gestapt. Men is voornamelijk naar een investeringsmaatschappij gestapt voor een kapitaalinjectie. Één van de respondenten had een vc nodig om een onderhandeling met een multinational te volbrengen, omdat ze zelf niet genoeg ervaring hadden om zo een onderhandeling goed te leiden. Een andere respondent heeft als reden gegeven dat ze een vestiging ter beschikking kregen via de investeringsmaatschappij.

"Er zijn 3 hoofdredenen waarom we naar een investeringsmaatschappij zijn gestapt: kapitaal, expansie en om het imago en credibiliteit te verhogen van onze onderneming. We hebben gekozen voor een vc omdat we in ons geval meer financiële steun nodig hadden dan knowhow. Een andere reden is dat wij kapitaal nodig hadden in de vorm van een kapitaalverhoging. In die zin dat een kapitaalverhoging veel interessanter is dan een lening bij de bank bijvoorbeeld. Dankzij een kapitaalverhoging van de vc kan je met dat kapitaal nog extra leningen aantrekken wat bij een lening niet het geval zou zijn (A)."

"Wij hadden 2 opties, ofwel stoppen met de activiteit ofwel uit het internationale bedrijf stappen en onze eigen business beginnen. De keuze voor een vc was niet onze eerste keuze, maar we hadden ambitie om de activiteit te verzelfstandigen en dus was dit wel aangeraden. We hebben via onze vc een MBO kunnen doen en zo is de onderneming ontstaan. Omdat we wilden zelfstandig worden hadden we expertise nodig van mensen die goed kunnen negotiëren met grote bedrijven. Daarom hebben we gekozen om aan vc te doen, omdat zij voldoende expertise hebben in zulke onderhandelingen (B)."

"Wij hebben onze vestiging te danken aan onze vc en daarom zitten we bij een vc. We zijn ook bij andere investeringsmaatschappijen langs gegaan voor financiële steun (C)."

Advies portfoliobedrijf

Vorbereiding is volgens de respondenten zeer belangrijk alvorens naar een investeringsmaatschappij te stappen. Je kan dit doen door deel te nemen aan businessplan wedstrijden. Door een goede voorbereiding te treffen zorg je er automatisch voor dat je weet waar jouw onderneming over gaat en waar het zijn focus wil leggen. Naast het voorstel om te pitchen bij een vc moet de ondernemer weten welk soort investeringsmaatschappij het is en of deze overeenstemt met de visie van de onderneming. Bekijk op voorhand hoe het zit met de investeringshorizon, want niet elke onderneming kan een agressieve groei volbrengen.

"Als je naar een investeringsmaatschappij gaat, zorg dat je voorbereid bent en dat je het plan een aantal keer doorneemt. Ook met een bril van de investeerder, die stellen namelijk andere prioriteiten dan wij.... Laat u adviseren, doe mee aan een wedstrijd, ga eens naar een BAN om u te laten helpen met je businessplan. Geef hen de indruk dat je weet waar je over praat. In het begin heb je alleen je geloofwaardigheid. Wat wij moesten overbrengen is ons woord en ons geloof. Je gelooft mensen als ze hun afspraken nakomen, zorgen voor correcte cijfers en research. Goed je huiswerk maken is de boodschap (C)."

"Bekijk goed bij welk soort vc je terecht wil komen. Kijk of die visie jouw bedrijf aanstaat en hoe ze je kunnen helpen bij de groei van je onderneming. Je moet ook kijken of de vc past binnen je marktsegment waar de onderneming zich begeeft. Hebben zij hier niet voldoende expertise en kennis, dan zullen ze buiten het kapitaal niet veel extra voor je kunnen doen en zullen ze bepaalde groei van je onderneming niet begrijpen (B)."

"Hou rekening met de investeringshorizon. Dit kan namelijk een groot verschil maken met het verdere verloop van je onderneming (A)."

7.2 Discussie

Deze masterproef biedt een antwoord op de onderzoeksvraag: Wat is het belang van professionalisering voor venture capitalists in startende ondernemingen? Er wordt een vergelijking gemaakt met de resultaten en de theorie van de literatuurstudie.

Zoals in de literatuurstudie aangehaald bevestigen de resultaten dat professionalisering multidimensionaal is (Nikkonen, 2013). De 11 diensten die een investeringsmaatschappij verricht worden bevestigd, uitgezonderd de operationele planning dat niet altijd van toepassing is (Gorman & Sahlman, 1989). Het oplossen van het principaal-agent probleem door te professionaliseren komt

ook naar boven in deze resultaten (Jensen & Meckling, 1976). De verschillende factoren die bijdragen aan de professionalisering van ondernemingen vanuit de literatuurstudie worden hieronder gekoppeld aan de resultaten.

Governance

Professionalisering wordt gestimuleerd via de corporate governance van bedrijven. Dit uit zich voornamelijk in de RvB. Als dit orgaan goed werkt zal dit de onderneming vooruitbrengen in zijn professionaliseringsproces. De respondenten zien de RvB als een belangrijke factor bij professionalisering (Daily & Dalton, 1992).

Ze zullen in 90% van de gevallen een zetel in de RvB hebben. Indien dit niet het geval is beschikken ze over een observer seat. Hun taak als bestuurslid is voornamelijk het geven van advies en monitoring van de onderneming. Deze resultaten bevestigen de stellingen die eerder zijn ingenomen door academici (Hellmann & Puri, 2002; Kaplan & Strömberg, 2001; León, 2011; Songini, 2006; Zahra et al., 2009). In een startende onderneming zal de vc soms meer betrokken zijn bij de onderneming dan louter advies geven. Wanneer een onderneming in een verder stadium is, beperkt de rol zich tot bestuurder. Het kan voorvallen dat de vc-bestuurder beslissingen zal moeten nemen die een hogere return, voor de limited partners, in gedrang kan brengen. Ze nemen die beslissingen omdat ze als bestuurder het belang van de onderneming vooropstellen. Dit is een tegengestelde uitkomst dan Mason and Harrison (1999b) stellen.

Enkele respondenten verklaren dat een remuneratiecomité van essentieel belang is, terwijl anderen stellen dat dit geen noodzaak is voor startende ondernemingen en dit pas essentieel wordt als de onderneming groter is. Een bijdrage aan professionalisering door het invoeren van een raad van advies wordt niet gesteund door alle respondenten. Terwijl anderen dit heel belangrijk vinden. Dit heeft voornamelijk te maken in welke sector de respondent actief in investeert. Bij hoogtechnologische en bio-tech bedrijven is een raad van advies zeer sterk aangeraden. Door het krijgen van advies over huidige technologieën kan het portfoliobedrijf een beter inzicht krijgen over de markt en hierop inspelen.

Management

Investeringsmaatschappijen zien het management als de bepalende factor voor de professionalisering. De kwaliteit en flexibiliteit van het management wordt door alle vc's gezien als een investeringscriteria. Indien het management niet geschikt is, wordt er niet geïnvesteerd of er worden externe managers gerekruteerd. De portfoliobedrijven, uit het onderzoek, beschikken over een ruim track record en worden bijgevolg gezien als een goed management en geven dit ook mee als advies voor andere ondernemers. Een vc stelt dat het management verantwoordelijk is voor de professionalisering van het bedrijf. Vanuit de literatuurstudie worden deze stellingen bevestigd. Een competent management is essentieel voor succes en professionalisering (Gorman & Sahlman, 1989; Hellmann & Puri, 2002).

Hellmann and Puri (2002) stellen dat de vervanging van de CEO op regelmatige basis gebeurt. Dit blijkt niet uit de resultaten van dit onderzoek. Het is zeldzaam dat een CEO vervangen wordt. Het

kan voorvallen, maar is zeer sectorafhankelijk. Één van de respondenten haalde aan dat een vervanging van de CEO voorvalt in 1 op de 3 gevallen. Wanneer een CEO vervangen wordt, is wel bevestigd door de resultaten. Dit gebeurt namelijk op de vraag van de CEO zelf, omdat hij het bedrijf niet meer zelf kan leiden (Hellmann & Puri, 2002; Matlay, 1999).

Strategie

Strategie wordt voornamelijk gestuurd vanuit de RvB. Het uitwerken van een goede strategie is zeer belangrijk in technologische of chemische sectoren. De investeringsmaatschappij streeft een strategie na die gefocust is op de groei van de onderneming. Ze gaan kijken in welke markt de onderneming gesitueerd is en vanuit de RvB advies verstrekken.

Zoals Flamholtz and Randle (2012) aanhalen, gebruikt één van de vc's consultants om de strategie te bepalen. Één portfoliobedrijf houdt op regelmatige basis meetings over de strategie die de onderneming nastreeft en of deze wordt behaald.

Zowel de investeringsmaatschappij als het portfoliobedrijf vinden het van essentieel belang om een strategisch plan uit te schrijven. Dit bevordert de professionalisering volgens hen. Flamholtz and Randle (2012) vinden de uitwerking van een strategisch plan belangrijk om de professionalisering van bedrijven te bevorderen.

HRM

Investeringsmaatschappijen zijn het eens dat ze niet gaan bepalen wat het optimaal aantal FTE's is, maar indien de onderneming slecht presteert en moet herstructureren, ze hier wel op wijzen. Volgens de respondenten is het toenemen van FTE's een logisch gevolg als de onderneming groeit. Sommige vc's stellen een tewerkstellingscomponent op als criteria om te investeren. Voor portfoliobedrijven wordt het in dienst nemen van het juiste aantal werknemers met de juiste profielen als professionalisering gezien.

De verloning van het management wordt tweedelig gemaakt. Ze krijgen een vaste verloning aangevuld met een variabele verloning om hun extra te motiveren. De portfoliobedrijven en de literatuurstudie bevestigen de stellingen van de investeringsmaatschappijen. Een salaris wordt soms ook aangevuld met een eindejaarbonus (Flamholtz & Randle, 2012; Matlay, 1999).

Als we kijken naar de verloning zelf zijn er verschillende stellingen ingenomen door investeringsmaatschappijen. Zo zullen de managers geen, een laag, gemiddeld of hoog loon hebben. Dit hangt af van de investeringsmaatschappij. Één investeringsmaatschappij stelt dat een hogere verloning beter is, zodat de ondernemer zich volop kan concentreren op de onderneming. Andere respondenten stellen dat een lage verloning soms van toepassing is. Dit gebeurt voornamelijk wanneer de ondernemer nog een andere vennootschap heeft of over voldoende mogelijkheden beschikt om te overleven op een lager loon. Gemiddeld genomen zal er een marktconform loon gegeven worden aan de ondernemers.

Volgens beide partijen zullen er externe managers gerekruteerd worden via het netwerk van de vc als het management niet sterk genoeg is. Dit wordt bevestigd door Sahlman (1994).

De training van de werknemers wordt niet aangehaald door beide partijen, hoewel dit in de literatuur wel wordt gezien als professionalisering van een onderneming (Howorth et al., 2016).

Structuur

Structuur is zowel in de literatuur als in de resultaten één van de bepalende factoren om te professionaliseren (Bottazzi et al., 2008; Flamholtz & Randle, 2012). Bij een groei van de onderneming moet de structuur mee veranderen en zijn het aantal processen afhankelijk van de grootte en de leeftijd van de onderneming. Voor vc's wordt dit gezien als een investeringscriteria. Onrechtstreeks kunnen ze hierdoor de kwaliteit van het management inschatten. Howorth et al. (2016) stellen hierdoor dat monitoring makkelijker is voor vc's. Als er geen structuur is, zal er geen investering volgen. De vc verkiest te investeren in een NV.

Het duidelijk opstellen van goede functieomschrijving, waardoor er geen vermenging ontstaat draagt bij aan de professionalisering. Een organigram biedt de nodige structuur en geeft de duidelijke functieomschrijving weer. De portfoliobedrijven uit dit onderzoek hebben een functionele structuur. Volgens Flamholtz and randle (2012) draagt deze structuur bij tot professionalisering, dit wordt bevestigd door de portfoliobedrijven.

Controle

Investeringsmaatschappijen verkrijgen controle door hun zetel in de RvB en de rapportering die wordt opgemaakt in de structuur van de onderneming. Ze verkrijgen hierdoor een beter inzicht in de financiële cijfers en kunnen tijdig ingrijpen. Ze zien rapportering als het in kaart brengen van KPI's en budgettering. Een vc heeft daardoor meer voeling met het bedrijf, want ze gaan altijd voor een minderheidsparticipatie. J. Dyer (1992) bevestigt dit door te stellen dat vc's controle uitvoeren op de prestaties en het introduceren van standaard procedures.

Cultuur

Een vc zal zich niet mengen in de cultuur van een onderneming. Volgens hen wordt dit gedragen door het management. Een portfoliobedrijf moet wel een cultuur hebben die overeenstemt met die van een investeringsmaatschappij en gericht op de groei van de onderneming. Een goede cultuur en gedrevenheid dragen bij tot de professionalisering. Gedajlovic et al. (2004) stellen dat cultuur constant moet veranderen. Dit wordt niet bevestigd door de resultaten. Een cultuur moet niet drastisch veranderen, die moet er al zijn volgens vc's. De portfoliobedrijven hebben een functionele cultuur die gericht is op de prestaties en groei van de onderneming (Flamholtz & Randle, 2012).

Qua communicatie moet dit wel goed zitten. Ze hebben op regelmatige basis contact, zowel formeel als informeel. Door een goede relatie zal informatie- en adviesverstrekking vlotter verlopen met gevolg dat professionalisering bevorderd wordt.

Advies

Tot slot geven de investeringsmaatschappijen advies inzake professionalisering voor startende ondernemingen die aanspraak willen maken op risicokapitaal.

- 1) Ondernemers moeten goed voorbereid zijn alvorens naar een investeringsmaatschappij te stappen.
- 2) Investeringsmaatschappijen vinden het management het belangrijkste om al dan niet te investeren. Volgens hen is het management, het orgaan dat het meeste bijdraagt aan de professionalisering van een ondernemingen.
- 3) Ze moeten weten waar de onderneming zich situeert in de markt.
- 4) Ze stellen dat het idee en de cijfers niet het belangrijkste zijn, er moet wel een duidelijke focus liggen op groeimogelijkheden.
- 5) Zorg dat je als ondernemer goed de structuren ziet van je onderneming en verklaar deze aan de investeringsmaatschappij.
- 6) Kijk als ondernemer zeker hoe het gesteld is met de cultuur van de investeringsmaatschappij. Het is niet de bedoeling dat een onderneming zijn cultuur aanpast aan de investeringsmaatschappij.
- 7) Ondernemers moeten voldoende info geven zodat investeringsmanagers goed kunnen beslissen. Indien dit niet gebeurt, verlaagt dit de kans op investering.

Reden vc

Portfoliobedrijven zien het stappen naar een vc niet om te professionaliseren, ze zien dit als een kapitaalinjectie met de nodige voordelen. Deze voordelen zijn voornamelijk het krijgen van advies. De respondenten van de portfoliobedrijven stellen dat je als onderneming goed moet voorbereid zijn en weten waar je over praat als je aanspraak wilt maken op risicokapitaal. Stel een goed businessplan op en herbekijk en herschrijf dit enkele malen zodat dit geoptimaliseerd wordt.

Hoofdstuk 8: Conclusie

8.1 Beperkingen onderzoek en aanbevelingen voor verder onderzoek

Aangezien de tijd van deze masterproef eerder beperkt is heeft dit zijn nadelen. Zo zijn het aantal interviews bij investeringsmaatschappijen beperkt tot 10 diepte-interviews. Voor portfoliobedrijven zijn er 3 interviews geweest. Dit valt te verklaren door de strenge criteria. Door het beperkt aantal interviews is het moeilijk om bindende conclusies te trekken die gelden voor heel België of Europa.

De geïnterviewden bestaan uit een relatief homogene groep, omdat vijf van de tien interviews van investeringsmaatschappijen is afgelegd binnen één investeringsmaatschappij. Dit kan gezorgd hebben voor interpretaties die eigenlijk karakteristiek zijn voor die investeringsmaatschappij.

Aangezien de data verzameld werden via interviews, kan er interviewbias zijn opgetreden. Deze bias heb ik proberen te vermijden door zo weinig mogelijk bijkomende uitleg te verstrekken bij de vragen. Extra uitleg zou kunnen sturen in een bepaalde richting.

Voor de portfoliobedrijven kan het voorvallen dat de respondent zich beperkt voelde in zijn antwoorden uit schrik voor de investeringsmaatschappij. Dit is grotendeels opgelost door de interviews anoniem te maken. Wanneer men uitdrukkelijk een verwijzing heeft gemaakt naar de investeringsmaatschappij, heb ik getracht om in de analyse een algemene term te gebruiken.

Om de resultaten van dit onderzoek kracht bij te geven is het aangeraden om het aantal interviews te verhogen, zeker voor de portfoliobedrijven. Men kan opteren om dit aan te vullen met casestudies.

Een uitbreiding van het onderzoek naar de Benelux of Europa zal zeker een bijdrage leveren. De resultaten uit voorgaand onderzoek komen eveneens uit één land en is op kwantitatieve wijze aangepakt. Andere onderzoekers kunnen dit kwalitatief onderzoek verder uitbreiden en eventueel bevestigen. Door meer vergelijkingen te maken tussen investeringsmaatschappijen en de portfoliobedrijven kunnen misschien andere resultaten naar boven komen of bevestigd worden.

Indien men de criteria voor portfoliobedrijven zou versoepelen zullen er meer bedrijven voldoen aan de criteria en kan de steekproef vergroot worden. Let wel op, door de FTE's van een onderneming te verlagen de onderneming minder complex is en bepaalde stellingen van dit onderzoek niet zullen bevestigen.

Uit de resultaten blijkt dat er verschillende opinies bestaan rond de verloning van het management. Hier kan verder onderzoek gedaan worden door kwantitatief te analyseren hoe verloning gebeurd of verandert wanneer een vc in de onderneming stapt. De resultaten bepalen dat bepaalde organen in

een onderneming pas nuttig zijn als de onderneming groter of ouder is. Ook hier kan men onderzoeken wanneer het ideaal is om deze organen te installeren en of dit afhankelijk is per sector.

Tot slot stellen de vc's dat ze externe managers gaan rekruteren wanneer het management niet sterk genoeg is. Anderzijds stellen ze dat ze niet investeren wanneer het management niet sterk genoeg is. Dit zorgt voor een contradictie en zal dus verder onderzocht kunnen worden wanneer een vc overgaat tot de rekrutering van externen en wanneer er geen investering volgt door gebrek aan kwalitatief management.

8.2 Besluit

Het doel van deze masterproef was onderzoeken welke maatregelen investeringsmaatschappijen nemen om professionalisering van een startende onderneming te meten. Er werd nagegaan wat precies werd verstaan onder professionalisering en hoe een vc hieraan kan bijdragen. Tot slot werd er gevraagd om advies bij zowel investeringsmaatschappijen als portfoliobedrijven.

Aan de hand van de resultaten kan worden geconcludeerd dat de professionalisering van een onderneming afhankelijk is van enkele factoren. De belangrijkste factor is het management. Door een sterk management professionaliseert een onderneming sneller. Het management heeft een invloed op de andere factoren die bijdragen tot professionalisering.

Indien een onderneming een goede structuur heeft is, dit een bijdrage aan professionalisering. Een onderneming die een goede rolverdeling heeft met de nodige processen zal professioneler zijn. Duidelijk weten wie verantwoordelijk is voor wat, zal bijdragen tot de professionalisering. Hierin is een duidelijke communicatie noodzakelijk.

Het creëren van een sterke corporate governance met een goedwerkende RvB, zal ook bijdragen aan de professionalisering van startende ondernemingen. Het oprichten van een raad van advies kan sectorafhankelijk bijdragen aan de professionalisering. Een RvB zal mee de strategie bepalen. Aangezien de bedrijven verbonden zijn met een investeringsmaatschappij zal de strategie gericht zijn op de groei van een onderneming. Door een goede kennis van de markt, van zowel de ondernemer als de investeringsmaatschappij, zal een onderneming een voordeel geven en ook een stap dichterbij de professionalisering.

De managers van portfoliobedrijven worden extra gemotiveerd door het invoeren van een variabel loon. Investeringsmaatschappijen hebben verschillende opinies inzake de verloning van het management. Door het aanwerven van externe managers wordt het managementteam sterker en kan een onderneming beter professionaliseren.

Aan de hand van deze resultaten kan er geconcludeerd worden dat professionalisering gedreven wordt door: management, corporate governance, strategie en structuur en in mindere mate door HRM en cultuur. De codeerboom van hoofdstuk 6 wordt dus bevestigd.

Referenties

- Agentschap Innoveren, & Ondernemen, & (2016). *U zoekt risicokapitaal?* : Agentschap Innoveren & Ondernemen Retrieved from <https://www.vlaanderen.be/nl/publicaties/detail/u-zoekt-risicokapitaal-overzicht-risicokapitaalverschaffers-in-vlaanderen-juni-2016>.
- Allen, J. (2016). Professionalize a startup without stifling it, 4. Retrieved from <https://hbr.org/2016/07/professionalize-a-startup-without-stifling-it>
- Amit, R., Brander, J., & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? theory and canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-466. doi:10.1016/S0883-9026(97)00061-X
- Armstrong, M., & Taylor, S. (2014). *Armstrong's Handbook of Human Resource Management Practice* (Vol. Thirteenth;13;13th;). GB: Kogan Page Ltd.
- Avdeitchikova, S., Landström, H., & Månsson, N. (2008). What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling. *Venture Capital*, 10(4), 371-394. doi:10.1080/13691060802351214
- Bernstein, S., Giroud, X., & Townsend, R. R. (2016). The Impact of Venture Capital Monitoring. *The Journal of Finance*, 71(4), 1591-1622. doi:10.1111/jofi.12370
- Berthon, P., Ewing, M. T., & Napoli, J. (2008). Brand Management in Small to Medium-Sized Enterprises. *Journal of Small Business Management*, 46(1), 27-45. doi:10.1111/j.1540-627X.2007.00229.x
- Bottazzi, L., & Da Rin, M. (2002). Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. *Economic Policy*, 17(34), 229-270. doi:10.1111/1468-0327.00088
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512. doi:10.1016/j.jfineco.2007.09.003
- Buyens, D., Crijns, H., & Guiot, D. (2002). Startende ondernemers in Vlaanderen: een verkennend onderzoek. *VIONA-rapport*.
- BVA. (2016). Venture Capital. Retrieved from <http://www.bva.be/about/venture-capital/>
- Callegati, E., Grandi, S., & Napier, G. (2005). Business Incubation and Venture Capital. An International Survey on Synergies and Challenges. *Joint IPI/IKED Working Paper*.
- Calliope. (2015). Codebomen. Retrieved from <http://uahost.uantwerpen.be/osc/Academic/index.php/resultaten-kwalitatief-theorie/37-resultaten-kwalitatief/resultaten-kwalitatief-theorie/125-codebomen>
- Corbin, J. M., & Strauss, A. (1990). Grounded theory research: Procedures, canons, and evaluative criteria. *Qualitative sociology*, 13(1), 3-21.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1992). Financial performance of founder-managed versus professionally managed small corporations. *Journal of Small Business Management*, 30(2), 25.
- Dekker, J., Lybaert, N., Steijvers, T., & Depaire, B. (2015). The Effect of Family Business Professionalization as a Multidimensional Construct on Firm Performance. doi:10.1111/jsbm.12082

- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326. doi:10.1016/S0929-1199(03)00059-2
- Dyer, J. (1992). *The entrepreneurial experience: confronting career dilemmas of the start-up executive*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Dyer, W. G. (1989). Integrating Professional Management into a Family Owned Business. *Family Business Review*, 2(3), 221-235. doi:10.1111/j.1741-6248.1989.00221.x
- Dziekoński, K., & Ignatiuk, S. (2016). Venture capital and private equity investment preferences in selected countries. *e-Finance*, 11(3), 128-137.
- Editorial Journal of Management Studies. (2004). Corporate Governance and Threshold Firms: Agency versus Knowledge. *Journal of Management Studies*, 41(5), 883-884. doi:10.1111/j.1467-6486.2004.00457.x
- Europese Unie. (2016). *Gebruikersgids bij de definitie van kmo's*. Europese Commissie.
- Flamholtz, E. G., & Randle, Y. (2012). *Growing pains: transitioning from an entrepreneurship to a professionally managed firm* (Vol. 4;4;4th;). San Francisco, Calif: Jossey-Bass.
- Gedajlovic, E., Lubatkin, M. H., & Schulze, W. S. (2004). Crossing the Threshold from Founder Management to Professional Management: A Governance Perspective. *Journal of Management Studies*, 41(5), 899-912. doi:10.1111/j.1467-6486.2004.00459.x
- Gnan, & Songini. (2003). The professionalization of family firms: the role of agency cost control mechanisms. *SDA Bocconi*.
- Goergen, M. (2012). *International corporate governance*. Harlow: Pearson.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2006). Corporate governance and shareholder value. *Commercial Management of Projects: Defining the Discipline*, 100-131.
- Gompers, P. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05185.x
- Gompers, P., & Lerner, J. (2000). The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities (pp. 17-50).
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168. doi:10.1257/jep.15.2.145
- Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-248.
- Graham, P. G. (1999). Small business participation in the global economy. *European Journal of Marketing*, 33(1/2), 88-102. doi:10.1108/03090569910249184
- Guo, B., Lou, Y., & Pérez-Castrillo, D. (2015). Investment, Duration, and Exit Strategies for Corporate and Independent Venture Capital-Backed Start-Ups. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 415-455. doi:10.1111/jems.12097
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197. doi:10.1111/1540-6261.00419
- Hopp, C., & Lukas, C. (2014). Evaluation Frequency and Evaluator's Experience: The Case of Venture Capital Investment Firms and Monitoring Intensity in Stage Financing. *Journal of Management and Governance*, 18(2), 649-674. doi:10.1007/s10997-012-9231-8

- Howorth, C., Wright, M., Westhead, P., & Allcock, D. (2016). Company metamorphosis: professionalization waves, family firms and management buyouts. *Small Business Economics*, 47(3), 803-817. doi:10.1007/s11187-016-9761-6
- Invest Europa. (2016). European Private Equity Activity Data 2007- 2015. from Invest Europe [http://www.investeurope.eu/research/invest-europe-publications/ - i](http://www.investeurope.eu/research/invest-europe-publications/)
- Ivanov, V. I., & Xie, F. (2010). Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Start-Up Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies. *Financial Management*, 39(1), 129-152. doi:10.1111/j.1755-053X.2009.01068.x
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2001). Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. *The American Economic Review*, 91(2), 426-430. doi:10.1257/aer.91.2.426
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146. doi:10.1257/jep.23.1.121
- Kok, d. J. M. P., Uhlaner, L. M., & Thurik, A. R. (2006). Professional HRM practices in family owned-managed enterprises. *Journal of Small Business Management*, 44(3), 441-460. doi:10.1111/j.1540-627X.2006.00181.x
- Kumpf, S. (2013). *Listed Private Equity: Investment Strategies and Returns: Investment Strategies and Returns* (Vol. 1). Hamburg: Diplomica Verlag.
- Kurian, G. T., & Books, I. (2013). *The AMA dictionary of business and management* (Vol. 1). New York, NY: American Management Association.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x
- León, R. M. (2011). The roles of the board of directors: the unresolved riddle. *Vniversitas*, 60(122), 541.
- Longhurst, R. (2003). Semi-structured interviews and focus groups. *Key methods in geography*, 117-132.
- Mason, & Harrison. (1999a). Papers on venture capital topics presented at the Babson College-Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference, 1981-1998. In a. a. s. E. Venture Capital: Rationale (Ed.).
- Mason, & Harrison. (1999b). "Venture Capital": Rationale, Aims and Scope: Editorial. *Venture Capital*, 1(1), 1-46.
- Matlay, H. (1999). Employee relations in small firms: A micro-business perspective. *Employee Relations*, 21(3), 285-295. doi:10.1108/01425459910273125
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011a). *Venture capital & the finance of innovation* (Vol. 2). Hoboken, N.J: Wiley.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011b). Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. *European Financial Management*, 17(4), 619-654. doi:10.1111/j.1468-036X.2011.00606.x
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: An expanded sourcebook*: sage.

- Mitra, R., & Pingali, V. (1999). Analysis of growth stages in small firms: a case study of automobile ancillaries in India. *Journal of Small Business Management*, 37(3), 62.
- Nationale Bank van België. (2016). Balanscentrale. Retrieved from <https://www.nbb.be/nl/balanscentrale>
- Nikkonen, A. I. (2013). Venture Capital: A Springboard for Business. *Problems of Economic Transition*, 56(6), 9-14. doi:10.2753/PET1061-1991560602
- Nofsinger, J. R., & Wang, W. (2011). Determinants of start-up firm external financing worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2282-2294.
- Parhankangas, A., & Landström, H. (2006). How venture capitalists respond to unmet expectations: The role of social environment. *Journal of Business Venturing*, 21(6), 773-801. doi:10.1016/j.jbusvent.2005.06.005
- Payne, J. (2011). Private Equity and Its Regulation in Europe. *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 12(4), 559-585. doi:10.1017/S1566752911400021
- Pratt, M. G. (2009). for the lack of a boilerplate: Tips on writing up (and reviewing) qualitative research. *Academy of Management Journal*, 52(5), 856-862. doi:10.5465/AMJ.2009.44632557
- Robbie, K., Wright, M., & Chiplin, B. (1997). The monitoring of venture capital firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 21(4), 9.
- Sahlman, W. A. (1994). Insights from the Venture Capital Model of Project Governance. *Business Economics*, 29(3), 35-37.
- Schein, E. H. (1983). The Role of the Founder in Creating Organizational Culture. *Organizational Dynamics*, 12(1), 13-28.
- Schwiebacher, A. (2009). Venture capital exits.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2015). *Research methods for business: a skill-building approach* (6 ed.). Chichester: Wiley.
- Šimić, M. (2015). Investment criteria set by venture capitalists. *Ekonomski Vjesnik*, 28(2), 457-479.
- Smith, K. G., & Gannon, M. J. (1987). Organizational effectiveness in entrepreneurial and professionally managed firms. *Journal of Small Business Management*, 25(3), 14.
- Songini, L. (2006). The professionalization of family firms: theory and practices *Handbook of research on family business* (pp. 269 - 297).
- Songini, L., & Gnan, L. (2009). Women, glass ceiling, and professionalization in family SMEs: A missed link. *Journal of Enterprising Culture*, 17(4), 497-525. doi:10.1142/S0218495809000461
- UNIZO, V., Graydon Belgium, & UCM. (2016). *Startersatlas 2016*. Retrieved from <https://graydon.be/downloads/report-startersatlas-2016>
- Witmeur, M. (2016). *Venture Capital: Gids in België*. Retrieved from <http://www.bva.be/>
- Wright, M. (1998). Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. *Journal of Business Finance Accounting*, 25(5&6), 521-570. doi:10.1111/1468-5957.00201
- Zahra, S. A., & Filatotchev, I. (2004). Governance of the Entrepreneurial Threshold Firm: A Knowledge-based Perspective. *Journal of Management Studies*, 41(5), 885-897. doi:10.1111/j.1467-6486.2004.00458.x

Zahra, S. A., Filatotchev, I., & Wright, M. (2009). How do threshold firms sustain corporate entrepreneurship? The role of boards and absorptive capacity. *Journal of Business Venturing*, 24(3), 248-260. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.09.001

Bijlagen

Bijlage 1: E-mail voor de respondenten

Geachte,

Ik ben een masterstudent TEW aan de Universiteit Hasselt. Ik zou graag een afspraak maken om een interview te doen in het kader van mijn masterproef rond de relatie tussen professionalisering en vc.

Ik ben u zeer dankbaar als u tijd zou kunnen vrijmaken om bij te dragen aan mijn onderzoek.

Het interview kan bij u op kantoor plaatsvinden of via Skype. Dit zal ongeveer 45 minuten in beslag nemen. Als u wenst deel te nemen aan het onderzoek kan u een afspraak maken door te antwoorden op dit bericht. Indien u wenst kan het interview volledig anoniem worden afgenomen.

Hieronder vindt u een korte situering over het onderzoek.

Venture capital en de professionalisering van startende ondernemingen.

In dit onderzoek wordt er nagegaan in welke mate de investeringsmaatschappij bijdraagt aan de professionalisering van startende ondernemingen (jonger dan 10 jaar en meer dan 10 FTE).

Professionalisering is een zeer brede term. In dit onderzoek wordt getracht om na te gaan hoe de governance mechanisme, structuur, cultuur, hrm en strategie veranderen als men gaat professionaliseren. Het is de bedoeling om een goed inzicht te krijgen over hoe een investeringsmaatschappij bijdraagt aan de professionalisering en op welke manier zij het portfoliobedrijf hierbij steunen. Professionalisering wordt in dit onderzoek gezien als een formalisering van al deze elementen die bijdragen tot de verdere groei van de onderneming.

Graag wil ik meer inzicht verkrijgen via een interview.

Mocht u meer informatie willen over het interview of het onderwerp kan u mij altijd contacteren via mijn gsmnummer (0498/04.36.35) of door deze mail te beantwoorden.

Met vriendelijke groeten,

Jens Derwae

Master TEW: innovatie en ondernemerschap

Universiteit Hasselt

GSM: 0498/04.36.35

Bijlage 2: De gedragscode van Belgian Venture Capital & Private Equity Association (BVA)

- 1) De VC's waken over de duurzame waardecreatie in hun portefeuillebedrijven.
- 2) De VC's hebben een active rol in het belang van hun portefeuillebedrijven.
- 3) Investeringsmiddelen waarvan de oorsprong onvoldoende duidelijk is of die, rechtstreeks of onrechtstreeks, voortkomen uit misdrijven of afkomstig zijn van misdadige organisaties, worden niet aanvaard.
- 4) Er wordt niet geïnvesteerd in bedrijven die actief zijn in activiteiten zoals drugshandel, mensenhandel, sociale uitbuiting, georganiseerde misdaad of elke andere activiteit waarvan de raad van bestuur van de BVA oordeelt dat het onverenigbaar is met de reglementen die van kracht zijn.
- 5) Leden onderhouden relaties met elkaar en met andere betrokkenen, gebaseerd op integriteit en vertrouwen en hanteren daarbij de hoogste ethische standaarden.
- 6) De VC's houden zich aan de wetten en regels die van toepassing zijn op hun activiteiten (ongeacht jurisdictie) en zien erop toe dat dit ook gebeurt in hun portefeuillebedrijven.
- 7) De VC's bewaren confidentialiteit van de informatie die ze krijgen van portefeuillebedrijven.
- 8) De VC's streven naar mechanismen voor toezicht en interne en externe controle te ontwikkelen, en dit zowel binnen hun eigen organisatie als binnen hun portfoliobedrijven.
- 9) De VC's voeren ten allen tijde een open communicatie (voor zover niet beperkt door confidentialiteitsverplichtingen) ten aanzien van partijen betrokken bij hun activiteiten.
- 10) De VC's waken samen over het imago van de PE en VC industrie.

Bijlage 3: Vragenlijst investeringsmaatschappij

Onderwerpen	Voorbeeldvragen
Het begrip professionalisering	<ul style="list-style-type: none"> - Wat verstaat u onder professionalisering? - In welke mate is dit een criterium waar rekening mee wordt gehouden bij de beslissing of er geïnvesteerd gaat worden?
Rol van de investment manager	<ul style="list-style-type: none"> - Hoe draagt u bij aan de professionalisering van een onderneming? - Welke maatregelen die u genomen heeft zijn volgens u een stap dichterbij professionalisering van een bedrijf?
Interactie met ondernemer	<ul style="list-style-type: none"> - Hoe verloopt de communicatie tussen u en de ondernemer? - Wat zijn de problemen die zich voordoen als u investeert in een onderneming? Kunnen de managers tegen de verandering?
Professionaliseringsproces: governance	<ul style="list-style-type: none"> - Heeft u (VC) een zetel in de RvB? Zo ja, wat is uw rol als bestuurslid? - Wat is uw mening over de controlefuncties van een directiecomité, Raad van Advies, remuneratiecomité? En dragen deze bij tot de professionalisering van een onderneming volgens u?
Professionaliseringsproces: HRM	<ul style="list-style-type: none"> - Hoe gebeuren de verloning van het management nu en voordat u in de onderneming betrokken werd? - Hoe zit het met de voltijds equivalente tewerkgestelde in de onderneming? Heeft u hier een verandering doorgevoerd en waarom?
Professionaliseringsproces: strategie	<ul style="list-style-type: none"> - In de academische literatuur vinden we terug dat in een professioneel gemanaged bedrijf er informeler wordt omgegaan met processen, klachten, procedures,... Zijn deze processen en dergelijke verandert sinds uw komst en in welke zin?
Professionaliseringsproces: cultuur	<ul style="list-style-type: none"> - Hoe heeft het management en het personeel gereageerd op eventuele veranderingen die u heeft doorgevoerd in de cultuur van de onderneming? - Welke zijn deze veranderingen?
Professionaliseringsproces: structuur van de onderneming	<ul style="list-style-type: none"> - Speelt de structuur van een onderneming een belangrijke rol als een onderneming wil professionaliseren? Waarom wel, niet?

	<ul style="list-style-type: none"> - In welke mate speelt het management een rol bij de beslissing om te investeren?
Afsluiting	<ul style="list-style-type: none"> - Is er een bepaalde volgorde van professionalisingsmaatregelen die u neemt? - Wat vindt u het belangrijkste om te professionaliseren? (RvB, Formele procedures, aangepast HRM,...) - Welk advies zou u geven aan een onderneming die aanspraak wil maken op een financiering via een investeringsmaatschappij inzake professionalisering?

Bijlage 4: Vragenlijst portfoliobedrijven

Onderwerpen	Voorbeeldvragen
Inleiding	<ul style="list-style-type: none"> - Wat is uw achtergrond? (opleiding, vorige jobs,...) - Welke zijn de hoofdredenen waarom u naar een investeringsmaatschappij bent gestapt?
Het begrip professionalisering	<ul style="list-style-type: none"> - Wat verstaat u onder professionalisering? - Hoe professioneel vindt u uw bedrijf?
Rol van de manager	<ul style="list-style-type: none"> - Hoe draagt u bij aan de professionalisering van uw onderneming? - Welke maatregelen die u genomen heeft, zijn volgens u een stap dichterbij professionalisering van een bedrijf? Zowel voor als na de beslissing van de investeringsmaatschappij om samen te werken met u.
Interactie met investment manager	<ul style="list-style-type: none"> - Wat is het belang van de investment manager inzake professionalisering? - Hoe verloopt de communicatie tussen u en de investment manager? - Welke problemen hebben die zich voordoen voor de komst van een investeringsmaatschappij? Kunnen de managers tegen die verandering?
Professionaliseringsproces: governance	<ul style="list-style-type: none"> - Heeft de vc een zetel in de RvB? Zo ja, wat is zijn rol als bestuurslid? - Wat is uw mening over de controle functies van een directiecomité, Raad van Advies, remuneratiecomité? En dragen deze bij tot de professionalisering van de onderneming volgens u?
Professionaliseringsproces: HRM	<ul style="list-style-type: none"> - Hoe gebeuren de verloning van het management nu en voordat u in de onderneming betrokken werd? - Hoe zit het met de voltijds equivalente tewerkgestelde in de onderneming? Is er hier een verandering doorgevoerd en waarom?
Professionaliseringsproces: strategie	<ul style="list-style-type: none"> - In de academische literatuur vinden we terug dat in een professioneel gemanaged bedrijf er formeler wordt omgegaan met processen, klachten, procedures,... Zijn deze processen en dergelijke verandert sinds de komst van de vc en in welke zin?
Professionaliseringsproces: cultuur	<ul style="list-style-type: none"> - Hoe heeft het management en het personeel gereageerd op eventuele veranderingen die de vc heeft doorgevoerd in de cultuur van de onderneming?

	- Welke zijn deze veranderingen?
Professionaliseringsproces: structuur van de onderneming	- Speelt de structuur van een onderneming een belangrijke rol als een onderneming wil professionaliseren? Waarom wel, niet?
Afsluiting	- Wat is uw ervaring met de samenwerking tussen de investeringsmaatschappij en uw bedrijf?

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
Venture capital en de professionalisering van startende ondernemingen

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-innovatie en ondernemerschap**

Jaar: **2017**

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,

Derwae, Jens

Datum: **1/06/2017**