



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Van start-up naar scaleup: Financieringsproblemen vanuit een ondernemersperspectief

Robin Oyen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Dr. Ine UMANS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2019
2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Van start-up naar scaleup: Financieringsproblemen vanuit een ondernemersperspectief

Robin Oyen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Dr. Ine UMANS

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft mogelijk een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk.

Woord vooraf

Deze masterproef is geschreven in het kader van de masteropleiding Handelswetenschappen met als afstudeerrichting Accountancy, Financiering en Fiscaliteit ter afsluiting van mijn vier jaar durende opleiding.

Allereerst zou ik graag mijn promotor dr. Ine Umans bedanken voor haar begeleiding en feedback gedurende de totstandkoming van deze masterproef. Vervolgens zou ik ook de geïnterviewde personen willen bedanken voor hun deelname aan dit onderzoek. Zonder hun medewerking had deze thesis nooit gerealiseerd kunnen worden. Daarnaast wil ik mijn ouders en vrienden bedanken voor hun steun in de afgelopen vier jaar. Ten slotte wil ik Glen Nysen en Lukas Bertram nog bedanken voor het nalezen van deze masterproef.

Robin Oyen

Leopoldsborg, juni 2020

Samenvatting

Het nemen van de juiste financieringsbeslissingen is van cruciaal belang voor het voortbestaan van een start-up. Omdat de interne middelen meestal niet volstaan om verdere groei te realiseren, zijn start-ups genoodzaakt om op zoek te gaan naar extern kapitaal. In de wetenschappelijke literatuur is er reeds veel onderzoek gedaan naar de financiering van start-ups. Het merendeel van die onderzoeken is gericht op de beslissingen die start-ups nemen omtrent hun kapitaalstructuur en op de eisen van een investeerder. Er ontbreken echter studies waarbij er onderzocht wordt met welke financieringsproblemen start-ups te maken krijgen in hun transitie naar een scaleup. Deze masterthesis tracht daarom dieper in te gaan op de financieringsproblemen die groeiende start-ups ervaren in hun zoektocht naar extern kapitaal.

Om de nodige informatie te verzamelen werd er gebruik gemaakt van een *multiple case study* bij zes start-ups. Deze interviews waren semigestructureerd zodat er per interview dieper kon worden ingegaan op elk probleem dat een respondent aanhaalde. Na het afnemen van de interviews werd de verzamelde informatie geanalyseerd. Dat gebeurde via een coderingsproces aan de hand van de *grounded theory*. Hierdoor was het mogelijk om de belangrijkste topics onmiddellijk te achterhalen en onder te verdelen in een aantal categorieën.

Uit de bevindingen blijkt dat de geïnterviewde start-ups er over het algemeen voor kiezen om hun activiteiten te financieren via een mix van eigen vermogen, schuldfinanciering en subsidies. De respondenten verklaren dat ze via die financieringsmix kunnen rekenen op extra expertise en kapitaal, zonder dat ze daarbij al veel aandelen moeten afgeven in de relatief vroege fase waarin ze zich nu bevinden. Slechts in één case is er al geïnvesteerd door een venture capitalist. Er wordt aangehaald dat er vooral wordt uitgekeken naar grotere fondsen als de tijd rijp is om sterk in te zetten op internationalisatie.

Een eerste probleem dat naar voren komt bij het vinden van financiering is het gebrek aan een netwerk. Goede directe en indirecte contacten kunnen ervoor zorgen dat een ondernemer toegang krijgt tot financieringsbronnen die anders moeilijk te verkrijgen zouden zijn. Er zijn momenteel wel een aantal ondersteunende diensten die een ondernemer helpen om zijn netwerk uit te breiden, zoals netwerkevents en allerlei pitchwedstrijden. Ook incubatoren en vooral acceleratoren zorgen voor heel wat ondersteuning op vlak van netwerking. Desalniettemin kan te veel netwerken ertoe leiden dat andere activiteiten van een start-up uit het oog verloren worden. Het hebben van een uitgebreid netwerk is vaak gekoppeld aan ervaring. Indien een ondernemer reeds ervaring heeft in de start-up wereld of in een bepaalde sector, heeft hij/zij gedurende zijn/haar loopbaan al bepaalde contacten kunnen leggen. Dat ontbreekt vaak bij onervaren ondernemers, waardoor ervaren ondernemers in het voordeel zijn. Ook zorgt ervaring ervoor dat een ondernemer kan genieten van een zekere reputatie, wat een bepaald vertrouwen schept bij een potentiële investeerder.

Daarnaast zorgt een mismatch tussen een ondernemer en een investeerder voor een belemmering om met een investeerder in zee te gaan. Bij een business angel vermelden de ondernemers dat een persoonlijke 'fit' en het familiere karakter van groot belang zijn. Bij een venture capitalist wordt die persoonlijke 'fit' eveneens aangehaald, maar verwachten de respondenten dat een venture capitalist naast financieel kapitaal ook een strategische meerwaarde biedt als een start-up wil

internationaliseren. Bovendien wordt het verlies van controle als een heikel punt gezien, maar de meerderheid van de respondenten benadrukt dat ze het belangrijker vinden dat hun start-up een succesverhaal wordt.

Ten slotte wordt België als risico-avers land beschouwd door de respondenten. Vooral professionele investeerders hebben in België heel wat verwachtingen, waardoor er nadrukkelijk in case C wordt opgemerkt dat er een structureel financieringsprobleem ontstaat in de fase tussen een business angel en een venture capitalist. De respondenten verwachten dat dit fenomeen moeilijk aan te pakken zal zijn, zeker op korte termijn.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	
Samenvatting	
Inhoudsopgave	
Introductie	1
Literatuurstudie	3
Seed financiering	4
Bootstrapping	4
Crowdfunding	4
Business angel	5
Early- and late stage financiering	6
Venture capitalist	6
Schuldfinanciering	7
Problemen bij het verkrijgen van financiering	8
Gebrek aan kennis over financiering	8
Mismatch tussen ondernemer en investeerder	8
Gebrek aan sociaal kapitaal	9
Methodologie	10
Multiple case study en grounded theory	10
Geselecteerde cases	11
Dataverzameling	11
Data-analyse	12
Bevindingen	13
Keuze van financiering	13
Financieringsproblemen	16
Gebrek aan een netwerk	16
Gebrek aan ervaring en reputatie	19
Mismatch tussen ondernemer en investeerder	21
Risico-aversie	24
Discussie	26
Conclusie	30
Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek	30
Lijst van geraadpleegde werken	32
Bijlagen	36



Van start-up naar scaleup: Financieringsproblemen vanuit een ondernemersperspectief

Robin Oyen

Onder toezicht van dr. Ine Umans

KERNWOORDEN

Start-up
Scaleup
Financieringskeuze
Financieringsproblemen
Ondernemersperspectief

ABSTRACT

Deze thesis tracht in kaart te brengen met welke financieringsproblemen groeiende start-ups geconfronteerd worden in hun overgang naar een scaleup. Omdat de wetenschappelijke literatuur over dit onderwerp beperkt is, wordt dit onderzoek uitgevoerd aan de hand van een *multiple case study*. In eerste instantie wordt geprobeerd om de financieringswijze van de start-ups en hun motivering voor die keuze te achterhalen. Daarna worden de problemen onderzocht die start-ups ervaren bij het aantrekken van kapitaal. Uit de bevindingen blijkt dat start-ups hun activiteiten financieren met een mix van eigen vermogen, schuldfinanciering en subsidies. Verder toont dit onderzoek aan dat risico-aversie in België en een mismatch tussen een ondernemer en een investeerder als twee algemene problemen worden ervaren in de zoektocht naar extra kapitaal. Daarnaast blijkt dat een gebrek aan een netwerk en ervaring twee extra belemmeringen vormen om kapitaal op te halen. De resultaten tonen aan dat er op vlak van vervolgfianciering voor start-ups nog heel wat verbeteringen mogelijk zijn.

Introductie

Toegang tot financiering is één van de belangrijkste factoren die het succesverhaal van een start-up verklaren. Onderzoek naar financieringsbeslissingen is dan ook erg populair binnen het domein van

ondernemerschap (Vaznyte & Andries, 2019). Uit onderzoek bij verschillende ondernemers blijkt dat een beperkte toegang tot kapitaal één van de grootste belemmeringen vormt om een nieuw bedrijf op te starten en te laten groeien (Kerr & Nanda, 2009).

Een beperkt beschikbaar kapitaal kan leiden tot liquiditeits- en cashflowproblemen, wat de kans verhoogt dat een start-up faalt (Van Auken, 2001). Een start-up wordt door Steigertahl, Mauer & Say (2018) omschreven als een bedrijf dat jonger is dan vijf of tien jaar, afhankelijk van de sector waarin het opereert, met een innovatief karakter en met de intentie om het product of de dienst (inter)nationaal te schalen. Door zijn innovatieve karakter en de toenemende digitalisering is een start-up meestal actief in de technologiesector (Evers, 2003). Ook de makkelijke schaalbaarheid van technologieën speelt hierbij een rol (Cavallo, Ghezzi, Dell'Era & Pellizzoni, 2019).

De wijze waarop een start-up gefinancierd wordt, is al uitvoerig onderzocht in de literatuur (Cassar, 2004; Atherton, 2012; Deloof & Vanacker, 2018; Whitehead, 2003; Cumming & Groh, 2018; Calopa, Horvat & Lalic, 2014). Uit die wetenschappelijke literatuur komt naar voren dat een start-up in de seedfase voornamelijk financiering verkrijgt via middelen van de ondernemer zelf, vrienden/familie en business angels. In de literatuur wordt er vaak gefocust op de beginfase, omdat een groot aantal start-ups binnen de vijf jaar ten onder gaat (Bikse, Lusena-Ezera & Rivza, 2018). Een oorzaak hiervan is het ontstaan van een financieringskloof tussen de ontwikkelingsfase en de commercialisering van een product of dienst, wat *"the equity gap"* genoemd wordt (Wilson, Wright & Kacer, 2018). In die periode is een start-up bezig met het finaliseren van zijn product of dienst, maar draait het nog geen of beperkte omzet, wat bekendstaat als *"the valley of death"*. Hierdoor zijn er slechts een beperkt aantal investeerders beschikbaar om het bedrijf financieel te ondersteunen (Gassler, Pointner & Ritzberger-Grünwald, 2018). Dat probleem is gedeeltelijk verholpen dankzij specifieke overheidsmaatregelen die gericht

zijn op de seedfase van een start-up en de opkomst van business angels op Europees niveau (Aernoudt, 2017).

In de literatuur en zoals weergegeven op Figuur 1 wordt ook het bestaan van een *"second equity gap"* opgemerkt (Harding & Cowling, 2006; Murray, 1994; Wilson et al., 2018). Murray (1994) concludeert in zijn onderzoek dat *"the second equity gap"* zich voordoet in de zoektocht naar nieuwe investeerders wanneer de initiële financiering in de seedfase niet volstaat om verdere groei te verwezenlijken. Na de seedfase moet een start-up op zoek gaan naar extra kapitaal om door te kunnen groeien naar een scaleup (Murray, 1994). Dat verloopt vaak moeizaam omdat Europese investeerders er steeds vaker voor kiezen om een groter bedrag te investeren in een latere fase (Veugelers, 2011). Deze start-ups slagen er dus wel in om seedfinanciering te verkrijgen, maar ondervinden problemen om vervolginanciering op te halen bij onder andere venture capitalists (Oranburg, 2015). Dat probleem breidt Aernoudt (2017) zelfs uit naar *"the scale-up gap"*, waarbij er een financieringskloof ontstaat tussen vraag en aanbod van grotere bedragen aan risicokapitaal in de latere groeifase. Van de 100 start-ups slagen er in de Verenigde Staten 22 in om door te groeien naar een scaleup, terwijl dat dit er in Europa slechts 12 zijn (Vervaeck, Aernoudt & Meir, 2019). Voor start-ups in Europa lijkt het moeilijker om kapitaal te vinden in vergelijking met start-ups in de Verenigde Staten (Cumming & Groh, 2018). Hoewel uit onderzoek van Duruflé, Hellman & Wilson (2017) blijkt dat het financieringsprobleem van start-ups groter is in de groeifase dan in de startfase, is hier in het verleden nog maar weinig aandacht aan besteed in de wetenschappelijke literatuur.

Daarnaast is er al heel wat onderzoek verricht naar factoren binnen start-ups die een

positieve invloed hebben op het aantrekken van externe middelen (Ko & McKelvie, 2018; Colombo & Grilli, 2010; Hoenig & Henkel, 2015; Hsu, 2007; Patzelt, 2010). Uit die onderzoeken blijkt dat de aanwezigheid van patenten en de kennis en ervaring van de ondernemer de kans verhogen dat een start-up extra kapitaal aantrekt. Die resultaten komen sterk overeen met de investeerderscriteria waarop venture capital investeerders zich baseren om in een start-up te investeren (Alemany & Villanueva, 2014; Kollmann & Kuckertz, 2010; Eisele, Haecker & Oesterle, 2004). Naast interne factoren spelen andere factoren eveneens een belangrijke rol voor investeerders zoals verwacht rendement en groeipotentieel van de markt (Sudek, 2006; Alemany & Villanueva, 2014; Kollmann & Kuckertz, 2010; Eisele, Haecker & Oesterle, 2004). De hierboven vermelde onderzoeken tonen aan dat de meerderheid van onderzoeken naar de financiering van nieuwe technologiebedrijven zijn gefocust op de aanbodzijde van venture capital. Dat betekent dat er gekeken wordt vanuit een investeerdersperspectief. Daarom is er volgens Rasmussen & Sørheim (2012) nood aan meer onderzoek waarbij er gekeken wordt naar de vraagzijde van venture capital, het ondernemersperspectief.

Uit bovenstaande wetenschappelijke literatuur kan geconcludeerd worden dat er een gat zit in de literatuur omtrent de groeifinanciering van start-ups, alsook in het bekijken van het ondernemersperspectief bij het verkrijgen van financiering. Deze thesis tracht daarom in kaart te brengen welke moeilijkheden ondernemers van groeiende start-ups reeds ondervonden hebben bij het aantrekken van kapitaal en welke moeilijkheden ze verwachten te ervaren naar de toekomst toe. De centrale onderzoeksvraag is dan ook als volgt geformuleerd: "Welke

problemen ervaren groeiende start-ups bij het aantrekken van extra financiering?". Om die onderzoeksvraag te beantwoorden, zal er eerst onderzocht worden hoe de ondervraagde start-ups gefinancierd zijn en welke motieven er achter deze financieringskeuze liggen. Aangezien er nog weinig geweten is over het topic, zal dit onderzoek kwalitatief van aard zijn. Zo kunnen eveneens de achterliggende ervaringen en motieven van ondernemers bij hun financieringskeuze en de bijhorende problemen achterhaald worden. Dit onderzoek levert bijgevolg een theoretische bijdrage aan de huidige literatuur doordat de focus van dit artikel gevestigd is op de problemen die langs ondernemerskant ervaren worden in het financieringsproces van groeiende start-ups.

Dit artikel zal allereerst een literatuuroverzicht geven van de belangrijkste financieringsbronnen voor start-ups en de bijhorende problemen die daarmee gepaard gaan. Vervolgens wordt de toegepaste methodologie verder toegelicht. Dan zullen de bevindingen van de respondenten besproken worden. Hierna worden de resultaten kritisch geanalyseerd en wordt er een terugkoppeling gemaakt naar de literatuurstudie. Tenslotte zullen de beperkingen van dit onderzoek besproken worden samen met aanbevelingen voor verder onderzoek.

Literatuurstudie

Een nieuw opgerichte start-up doorloopt verschillende fases. Zoals Figuur 2 van HeBAN (2017) weergeeft, dient elke fase gefinancierd te worden. De beschikbaarheid van een bepaalde financieringsbron is afhankelijk van de fase waarin een bedrijf zich bevindt (Wilson & Silva, 2013). In de beginfase is het bedrag dat een start-up nodig heeft erg beperkt. Hierdoor is het voor private investeerders nog niet opportuun om te

investeren in een start-up (Clarysse & Bruneel, 2007). Inbreng van de ondernemer of ondernemers zelf is samen met het aangeboden kapitaal van vrienden en familie de belangrijkste financieringsbron voor een beginnende start-up (Mason & Harrison, 1999). Naargelang een start-up een bepaalde groei wil realiseren, volstaan de eerdergenoemde financieringsbronnen in de meeste gevallen echter niet meer. Hierdoor zal een start-up op zoek moeten gaan naar alternatieve financieringsbronnen (Wilson & Silva, 2013).

Seed financiering

Bootstrapping

Nieuw opgerichte start-ups hebben het vaak moeilijk om extra kapitaal te vinden. Om het gebrek aan bijkomend kapitaal in eerste instantie op te vangen, maken veel beginnende bedrijven gebruik van *bootstrapping* (Jones & Jayawarna, 2010). In de literatuur worden er verschillende definities gegeven omtrent *bootstrapping*. De definitie van Freear, Sohl & Wetzel (1995, p. 102) is de meest gebruikte en omschrijft *bootstrapping* als: "highly creative ways of acquiring the use of resources without borrowing money or raising equity financing from traditional sources". Het hebben van een uitgebreid professioneel netwerk kan hierbij zeer nuttig zijn (Horváth, 2018). Het doel van *bootstrapping* is dat een start-up met beperkte middelen en zonder externe financiering toch de mogelijkheid heeft om nieuwe opportuniteiten na te streven (Vanacker, Manigart, Meuleman & Sels, 2011).

Winborg & Landström (2001) splitsen in hun onderzoek de meest toegepaste *bootstrap* technieken op in zes groepen: financiering door de ondernemer zelf, vorderingen minimaliseren, gezamenlijk gebruik van activa en uitrusting, uitstel van

betaling bij leveranciers onderhandelen, voorraadminimalisatie en subsidies. Naast een gebrek aan kapitaal passen ondernemers *bootstrapping* vaak toe omdat het minder risico en lagere kosten met zich meebrengt (Winborg, 2009). Het gebruik van de verschillende vormen van *bootstrapping* verschilt per bedrijf en hangt af van de fase waarin het bedrijf zich bevindt. Zo kunnen betalingsuitstel en snelle facturatie gebruikt worden in alle fases van een bedrijf (Auken, 2005), terwijl het uitsluitend financieren door de ondernemer zelf verdwijnt naarmate een start-up groeit en dus nood heeft aan extra kapitaal (Winborg & Landström, 2001).

Een combinatie van bepaalde *bootstrap* technieken en externe financiering is ook perfect mogelijk (Auken, 2005). Dat brengt wel een ander probleem naar voren, namelijk het verlies van controle over de start-up. Autonomie is zeer belangrijk voor een ondernemer en externe financiering kan ervoor zorgen dat die controle verloren gaat. Voor sommige ondernemers is het toelaten van externe financiering in de vorm van aandelen dus een moeilijke beslissing en zij kiezen er daarom voor om hun start-up te *bootstrappen* (Rutherford, Pollack, Mazzei & Sanchez-Ruiz, 2017). Een ondernemer moet wel rekening houden met het feit dat *bootstrapping* niet geschikt is voor een bedrijfsstrategie op lange termijn en dus extra middelen moet aanspreken om te evolueren naar een *scaleup* (Horváth, 2018).

Crowdfunding

Crowdfunding is een relatief nieuwe financieringsbron voor start-ups (Kleinert et al., 2018). *Crowdfunding* wordt door Schwenbacher & Larralde (2010, p. 4) gedefinieerd als: "an open call, essentially through the Internet, for the provision of

financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes." Het is dus een manier om geld op te halen bij investeerders op een online platform om zo een specifieke opportuniteit te kunnen financieren (Kleinert et al., 2018). Bij *crowdfunding* is het de bedoeling om veelal kleinere bedragen op te halen bij een groot publiek, "the crowd", in plaats van grote bedragen aan kapitaal te verzamelen bij een gering aantal investeerders (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher, 2014).

Een start-up gebruikt *crowdfunding* in eerste instantie om geld op te halen. Daarnaast biedt het de mogelijkheid om het product of de dienst te promoten aan potentiële kopers, die dan feedback kunnen geven aan de start-up voor eventuele verbeteringen (Moritz & Block, 2016). Mensen die hun geld investeren via *crowdfunding* doen dat overwegend vanuit een intrinsieke en/of extrinsieke motivatie. Mensen die intrinsiek gemotiveerd zijn, investeren in een bedrijf omdat ze het leuk vinden om anderen te helpen of tonen interesse in de activiteiten van het bedrijf zelf. Mensen die investeren vanuit een extrinsieke motivatie doen dat omwille van de (financiële) compensatie die vasthangt aan de investering. Beide motivaties kunnen ook samen voorkomen (Bretschneider, Knaub & Wieck, 2014).

Business angel

Business angels komen in het vizier van start-ups na financiering door vrienden en familie. Ze spelen een belangrijke rol in de groei van start-ups (Cassar, 2004). Business angels zijn over het algemeen mannen van middelbare leeftijd die reeds een succesvolle carrière in de bedrijfswereld achter de rug hebben en op die manier een zeker vermogen

hebben opgebouwd. Ze hebben vaak nood aan een nieuwe uitdaging en investeren hun persoonlijk kapitaal om start-ups te helpen groeien in de seedfase. Die investering houdt een risico in, maar hun passie voor ondernemen zorgt er toch voor dat ze de uitdaging aangaan (Aernoudt, 1999; Ramadani, 2009). In Vlaanderen ligt het gemiddeld investeringsbedrag van een business angel tussen de € 25.000 en € 250.000 (Vlaio, 2019a).

Business angels zorgen niet alleen voor een inbreng van financieel kapitaal, maar delen daarnaast ook hun kennis en ervaring met de start-up waarin geïnvesteerd wordt. Bovendien beschikken ze vaak over een uitgebreid netwerk aan bedrijfscontacten. Daarom wordt een business angel gezien als "smart money", wat het voor een start-up zeer interessant maakt om op zoek te gaan naar een business angel (Ramadani, 2009). Business angels zijn echter kieskeurig in het uitkiezen van start-ups. Ondanks de vele voorstellen die ze krijgen, investeren ze slechts in een beperkt aantal bedrijven (Carpentier & Suret, 2015). Voor een business angel zijn de persoonlijkheid, passie en capaciteiten van een ondernemer de doorslaggevende factoren om al dan niet in een start-up te investeren, wat in de literatuur bekendstaat als het 'jockey' principe (Aernoudt, 1999). Daarnaast spelen ook de kwaliteit van het start-up team, het marktpotentieel en het bezit van patenten mee bij het nemen van een investeringsbeslissing (Boulton, Shohfi & Zhu, 2018). Indien een business angel investeert in een start-up, verwacht hij natuurlijk ook een bepaald rendement. Dat rendement schommelt in de meeste gevallen rond de 20 procent (Aernoudt, 1999). Geldgewin is echter niet het enige motief van business angels. Het helpen van ondernemers door hun kennis en ervaring te delen en de drang naar herhaald succes zijn

evenzeer belangrijke drijfveren om te investeren in een start-up (Ramadani, 2009).

Het matchingsproces tussen een business angel en een ondernemer verloopt niet altijd even vlot. Ondernemers vinden enerzijds niet altijd een geschikte business angel, terwijl een business angel anderzijds geen start-ups vindt die voldoen aan zijn investeringscriteria. Business angel networks bieden hiervoor een oplossing door als tussenpersoon op de treden en beiden partijen te begeleiden om zo het matchingsproces te optimaliseren (Zu Knyphausen-Aufseß & Westphal, 2008). BAN Vlaanderen is hier een voorbeeld van (Vlaio, 2019a). De business angel markt is sterk geëvolueerd rond het jaar 2000. Zo zijn individuele business angels beginnen samen te werken, waardoor business angel syndicaten ontstaan zijn. Hierbij worden de middelen van individuele business angels gecombineerd, wat ervoor zorgt dat er een uitgebreidere expertise en hogere investeringsbedragen aangeboden kunnen worden (Paul & Whittam, 2010). De investering van één business angel is vaak onvoldoende om "the second equity gap" op te vullen. Business angel syndicaten zijn daarom ideaal als vervolgfianciering om de kloof naar formele risicokapitaalfondsen te helpen overbruggen (Mason, 2008).

Early- and late stage financiering

Venture capitalist

Venture capitalists komen voornamelijk in beeld bij start-ups die de startfase overleefd hebben en een zekere ambitie hebben om uit te groeien tot een winstgevende scaleup (Engel & Keilbach, 2007). Ze investeren dus over het algemeen grotere bedragen dan een business angel (Whitehead, 2003; De Clercq, Fried, Lehtonen & Sapienza, 2006) en in een latere

fase (Aernoudt, 2005). Venture capital investeringen bestaan normaliter uit meerdere financieringsrondes, die bekendstaan als series A, B, C etc. Elke financieringsronde brengt meestal een hoger investeringsbedrag met zich mee, afhankelijk van de ontwikkelingsfase waarin een start-up zich bevindt (Bains, Wooder & Guzman, 2014).

Venture capital firms halen hun kapitaal bij allerlei investeerders die *limited partners* genoemd worden. Dat zijn vooral institutionele beleggers zoals verzekeringsmaatschappijen, banken en pensioenfondsen (Cumming, Grilli & Murtinu, 2017). Men verzamelt het kapitaal in één fonds, een venture capital fonds. Dat fonds wordt dan gebruikt om te investeren in een portfolio van groeiende start-ups (Davila, Foster & Gupta, 2003). Venture capital firms voorzien start-ups via venture capitalists naast kapitaal ook van strategisch advies en sector kennis, en bieden hulp bij de aanwerving van bekwame managers, wat noodzakelijk is om groei te verwezenlijken (Denis, 2004). Bovendien straalt de start-up een bepaalde reputatie uit naar andere business partners door het verkrijgen van dit soort financiering (Guler & Guillén, 2010). Venture capital wordt voorzien door zowel private als publieke venture capital firms. Een voorbeeld hiervan is Smartfin Capital, waar onder andere de bank ING een aandeelhouder van is (Vlaio, 2019b).

Aangezien het ter beschikking stellen van kapitaal aan groeiende start-ups ook gepaard gaat met risico, eisen de investeerders die hun kapitaal hebben afgestaan natuurlijk een bepaald rendement. Dat rendement ligt rond de 30 procent, wat dus hoger is dan het verwacht rendement van een business angel (Davila et al., 2003). Het verwezenlijken van groei om zo de waarde van de start-up en de aandelen te verhogen is het enige investeringsmotief (De Clercq et al., 2006).

Er bestaat ook een mogelijkheid dat een reeds volwassen bedrijf investeert in een beloftevolle start-up, wat bekendstaat als corporate venture capital. Dat gebeurt meestal uit strategische overwegingen, doordat de start-up een toegevoegde waarde kan leveren aan het ander bedrijf. In sommige gevallen neemt het bedrijf de start-up na verloop van tijd over indien de start-up goed presteert. De eigenaar van de start-up moet hierbij de voordelen (nieuwe netwerken, gemeenschappelijke distributiekanaalen en ondersteuning bij O&O) afwegen tegenover de nadelen (delen van bedrijfsgeheimen, verlies van volledige controle en verandering van de bedrijfscultuur) (De Clercq et al., 2006).

Ook de investering van andere venture capitalists heeft enkele gevolgen voor een start-up. Door de participatie in aandelen hebben venture capitalists eveneens inspraak in het beleid, zodat de evolutie van de start-up opgevolgd kan worden (Davila et al., 2003). Daarnaast vervult een venture capitalist een controlerende en adviserende rol om een goede bedrijfswerking te verzekeren. Dat leidt vaak tot de professionalisering van de start-up, waarbij er ondersteuning wordt geboden bij het ontwikkelen van een interne organisatiestructuur. Deze activiteiten kosten veel tijd en moeite, maar bieden een toegevoegde waarde aan de start-up. Dat heeft een positieve invloed op de kwaliteit van de start-up, waardoor de start-up mogelijk aantrekkelijker wordt voor toekomstige investeerders (Denis, 2004). Een nadeel waarmee een ondernemer wel rekening moet houden is het feit dat hij/zij gedeeltelijk de controle over zijn start-up verliest (Minola & Giorgino, 2008). In sommige gevallen wordt de oprichter zelfs vervangen door een externe CEO die meer ervaring heeft in het leiden van een bedrijf (Denis, 2004).

Schuldfinanciering

In de beginfase is er een gebrek aan beschikbaarheid van historische data over start-ups. Dat leidt ertoe dat schuldfinancierders het moeilijk hebben om de kwaliteit van een start-up in te schatten (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007). Vanwege *moral hazard* problemen zullen groeiende, risicovolle start-ups eerder venture capital financiering verkrijgen in plaats van schuldfinanciering (Berger & Udell, 1998). Hierdoor is bijvoorbeeld bankfinanciering als belangrijkste vorm van schuldfinanciering beperkt beschikbaar. Dat komt mede doordat het risico en de kans op falen nog te groot zijn. Indien deze start-ups toch een banklening verkrijgen, is het bedrag meestal relatief klein (Colombo & Grilli, 2007). Een bank beschikt wel over enkele middelen om de kwaliteitsinschatting van een start-up te verbeteren. Zo kan een bank van de ondernemer eisen dat hij/zij persoonlijk garant staat voor de terugbetaling van de lening, omdat er in een start-up weinig bedrijfsmiddelen zijn die als onderpand kunnen dienen (Franck, Huyghebaert & D'Espallier, 2010). Daarnaast bestaat er voor banken ook een vorm van controle door een langetermijnrelatie met een start-up op te bouwen. Op die manier kan een bank de financiële toekomstprestaties van een start-up beter inschatten en kunnen de afgesloten contracten eventueel verstrengd of versoepeld worden (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007). Naarmate een start-up groeit, zal de beschikbaarheid van schuldfinanciering toenemen (Berger & Udell, 1998). Dat heeft vooral te maken met het feit dat start-ups investeringen doen die pas in de toekomst voor een positieve cashflow zorgen. Om grotere bankleningen te kunnen verkrijgen, is het noodzakelijk dat een bedrijf voldoende liquide

middelen ter beschikking heeft om de banklening inclusief intrest terug te betalen (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007). Schuldfinanciering kan geprefereerd worden door ondernemers die willen vermijden dat ze controle verliezen over het beleid van de start-up aan externe investeerders (Berger & Udell, 1998). Anderzijds lopen ze met schuldfinanciering het gevaar om de controle of de start-up volledig te verliezen indien ze opereren in een zeer risicovolle omgeving en de schulden niet terugbetaald kunnen worden (Huyghebaert, Van de Gucht & Van Hulle, 2007).

Problemen bij het verkrijgen van financiering

Ondanks dat er verschillende financieringsalternatieven beschikbaar zijn voor een start-up, verloopt de zoektocht naar extra kapitaal niet bij elke start-up even vlot. Uit eerdere onderzoeken bij bedrijven en investeerders komen drie cruciale problemen naar voor die het aantrekken van extra kapitaal kunnen bemoeilijken.

Gebrek aan kennis over financiering

Om financiering voor een start-up te verkrijgen, is het eerst en vooral belangrijk dat een ondernemer op de hoogte is van de verschillende financieringsvormen die beschikbaar zijn. Een gebrek aan kennis van financieringsalternatieven zal leiden tot wat in de literatuur een "knowledge gap" wordt genoemd. Hierdoor zal een ondernemer slechts een beperkt aantal financieringsvormen overwegen, waardoor er mogelijk financieringsbeslissingen gemaakt worden die de groei van de start-up belemmeren. Een ondernemer die een opleiding heeft gevolgd in accounting en/of finance bezit vaak meer kennis over de verschillende

financieringsalternatieven (Seghers, Manigart & Vanacker, 2012). Oprichters van nieuwe technologische start-ups hebben echter vaak een technische achtergrond en beschikken in de meeste gevallen over weinig financiële kennis die nodig is bij het nemen van financiële beslissingen (Patzelt, 2010). Een oplossing hiervoor is dat de CEO op zoek gaat naar een geschikt team dat competenties en vaardigheden bezit waarover hij/zij zelf niet beschikt (Patzelt, 2010). Daarnaast is een ondernemer met eerdere start-up ervaringen waarschijnlijk al in contact gekomen met verschillende financieringsalternatieven, waardoor hij/zij beter kan inschatten welke financieringsvorm(en) effectief zijn in de huidige situatie waarin de ondernemer zich bevindt (Seghers et al., 2012).

Mismatch tussen ondernemer en investeerder

Wanneer een ondernemer op de hoogte is van de verschillende financieringsalternatieven, is het belangrijk dat hij/zij investeerders gaat overtuigen om effectief kapitaal te investeren in de start-up. Een match tussen de ondernemer en de investeerder is daarbij cruciaal. Beide partijen hebben de intentie om de waarde van de start-up te maximaliseren, dus daarom is het belangrijk om inzicht te krijgen in elkaars standpunten en doelen. Indien dat niet het geval is, kan dat leiden tot conflicten. Die conflictsituatie kan mogelijk gevolgen hebben voor de prestaties van de start-up (Collewaert & Fassin, 2013). Een goede match tussen beide partijen zal ervoor zorgen dat de samenwerking vlot verloopt, maar is echter moeilijk te vinden (Shepherd & Zacharakis, 2001).

Om investeerders aan te trekken, geeft een ondernemer meestal eerst een mondelinge presentatie, ook gekend als een pitch. Hierin

probeert een ondernemer de investeerder(s) te overtuigen van zijn/haar project met als doel dat één of meerdere investeerders contact opnemen om de investeringsopportunity in detail te bespreken (Clark, 2008). Het is van groot belang dat een ondernemer zijn/haar project op een duidelijke en verstaanbare manier presenteert en daarbij zichzelf en het project probeert te verkopen (Clark, 2008). In een pitch is het daarnaast ook belangrijk dat een ondernemer waardevolle informatie meedeelt. Dat vergroot de kans dat een investeerder het investeringsvoorstel positief evalueert (Polzin, Sanders & Stavlot, 2018). Een ondernemer moet bijgevolg proberen om de belangrijke zaken van het business plan te pitchen, waarbij het ook voordelig kan zijn om de pitch aan te passen aan het type investeerder dat hij/zij wil aantrekken. Verschillende type investeerders beoordelen het business plan immers op een andere manier (Clark, 2008). Financiële instellingen zoals banken vinden vooral het financiële aspect doorslaggevend. Er moet voldoende informatie gegeven worden hoe de lening zal terugbetaald worden, voornamelijk in een worst-case scenario. Voor venture capitalists zijn vooral de te behalen financiële rendementen belangrijk en daarnaast zijn ze eveneens geïnteresseerd in het groeipotentieel en de capaciteiten van het start-up team. Business angels vertonen dezelfde eisen als venture capitalists, alleen hechten ze meer belang aan persoonlijke relaties en het hebben van plezier om een start-up te begeleiden in plaats van louter de drang naar het behalen van financiële rendementen (Clark, 2008). Het onderzoek van Mitteness, Baucus & Sudek (2012) vult dit verder aan door te concluderen dat de kwaliteiten en motivatie van de ondernemer belangrijk zijn voor business angels in de screening fase, maar dat de uiteindelijke investeringsbeslissing van

business angels genomen wordt aan de hand van hoe de opportuniteiten en activiteiten van de start-up bij hem passen (Mitteness et al., 2012).

Gebrek aan sociaal kapitaal

Potentiële investeerders voor start-ups beschikken vaak over weinig informatie over de kwaliteit van een start-up. Een manier waarmee investeerders die informatie asymmetrie kunnen proberen te beperken bij het nemen van investeringsbeslissingen is door gebruik te maken van het sociaal netwerk dat een ondernemer heeft opgebouwd (Shane & Cable, 2002). Eerdere onderzoeken van Hsu (2007) en Hallen (2008) tonen aan dat de status en ervaring van de ondernemer, alsook het hebben van een uitgebreid netwerk het verkrijgen van financiering beïnvloeden (Hsu, 2007; Hallen, 2008). Ondernemers die ervaring hebben met het oprichten en financieren van start-ups zijn hierdoor in het voordeel ten opzichte van onervaren ondernemers, omdat zij doorgaans beschikken over een uitgebreider netwerk aan contacten in de bedrijfswereld (Zhang, 2011). Dat hoeven niet per se directe relaties te zijn, maar ook indirecte relaties hebben een positieve invloed op het aantrekken van kapitaal. Informatie over een ondernemer verkregen via een indirecte relatie, zoals een kennis van de investeerder, is gewoonlijk waardevoller dan helemaal geen informatie of informatie die afkomstig is van een formele bron (Shane & Cable, 2002). Een sterk uitgebouwd netwerk kan er dus voor zorgen dat een ondernemer makkelijker financiering vindt bij zowel directe als indirecte contacten (Heuven & Groen, 2012). Voor minder ervaren ondernemers is het daarom belangrijk om goede relaties op te bouwen met directe business partners om zo

eveneens vertrouwen te creëren bij indirecte externe partijen (Heuven & Groen, 2012).

Voor een onervaren ondernemer kan het in de startfase interessant zijn om zich te laten begeleiden door een incubator of accelerator. Een incubator heeft als doel om start-ups te begeleiden in hun groei. Om dat te verwezenlijken, biedt een incubator allerlei diensten aan zoals juridisch advies en toegang tot financierders (Aernoudt, 2004). Een incubator biedt daarnaast ook de mogelijkheid om een netwerk op te bouwen met verschillende belanghebbenden en andere start-ups (Galvão, Marques, Franco & Mascarenhas, 2019). Het grote verschil met acceleratoren is dat incubatoren start-ups duurzaam begeleiden over een langere periode, terwijl acceleratoren zich focussen op kortetermijngroei en start-ups aanleren om zich snel aan te passen aan een veranderende omgeving (Cohen, 2013).

Voorgaande onderzoeken rond de financiering van start-ups zijn vooral gefocust op de eisen van een investeerder en toetsen daarnaast in de meeste gevallen af of een eerder besproken probleem zich voordoet in een bedrijf. De literatuur bevat echter weinig studies die specifiek focussen op de ervaringen van ondernemers in hun zoektocht naar extra kapitaal. Dit onderzoek gaat daarom dieper in op alle problemen die langs de ondernemerskant ervaren worden in het financieringsverhaal en hoe een ondernemer hiermee omgaat.

Methodologie

Multiple case study en grounded theory

In dit artikel wordt er gebruik gemaakt van een combinatie van een *multiple case study* en de *grounded theory*. Yin (2014) omschrijft een *case study* als een empirische

studie die een bepaald fenomeen diepgaand in zijn real-life context bestudeert (Yin, 2014). Er is gekozen voor een *case study* onderzoek omdat deze onderzoeksmethode het toelaat om een fenomeen diepgaand te onderzoeken in zijn context. Hierdoor kan er eveneens achterhaald worden waarom bepaalde beslissingen gemaakt worden (Chetty, 1996). Daarnaast focust een *multiple case study* op meerdere cases. Zo kunnen er gelijkenissen en/of eventuele verschillen tussen de verschillende cases opgemerkt worden (Baxter & Jack, 2008). Die *multiple case study* wordt in dit onderzoek gecombineerd met de *grounded theory*. Dat is een onderzoeksmethode die door Glaser & Strauss (1967) wordt beschreven als een methode die geschikt is voor het ontwikkelen van een theorie vanuit een inductieve benadering (Glaser & Strauss, 1967). Die inductieve aanpak maakt het mogelijk om verzamelde data te analyseren en te generaliseren naar gelijkaardige situaties (Khan, 2014). Er moet volgens Kelle (2005) echter rekening gehouden worden met het feit dat een theorie vaak niet louter ontstaat uit verzamelde informatie, maar er in veel gevallen reeds een theoretisch kader bestaat. In dat geval spreekt men van abductie (Kelle, 2005). Ook Eisenhardt (1989) haalt het belang aan van bestaande literatuur voor het vormen van een theorie (Eisenhardt, 1989). Concreet toegepast op dit artikel kan er aan de hand van deze twee onderzoeksmethodes achterhaald worden waarom start-ups bepaalde financieringskeuzes maken. Ook laten deze methodes het toe om financieringsproblemen die verschillende ondernemers ervaren in hun zoektocht naar extra kapitaal diepgaand te bespreken. Daarnaast is het ook mogelijk om de bevindingen te vertalen naar een algemeen beeld van de financieringsproblematiek waarmee groeiende start-ups geconfronteerd worden.

Geselecteerde cases

Om deze *case study* aan te vangen was het in eerste instantie essentieel om start-ups te vinden die geschikt waren om deel te nemen aan dit onderzoek. Volgens Eisenhardt (1989) is het selecteren van de juiste cases een belangrijk onderdeel van een *case study*. Dat wordt door haar de *theoretical sampling* genoemd. Het doel hiervan is om cases te vinden die de huidige literatuur en theorieën omtrent een onderwerp bevestigen en/of uitbreiden (Eisenhardt, 1989). In het kader van dit onderzoek werd daarom gefocust op groeiende start-ups waarvan de maatschappelijke zetel in Limburg (BE) gevestigd is. Om de juiste cases te kiezen zijn er een aantal voorwaarden opgelegd waaraan een start-up moet voldoen. Ten eerste moet een start-up de beginfase reeds overleefd hebben, maar mag het bedrijf nog niet uitgegroeid zijn tot een scaleup. Concreet is er daarom voor gekozen om start-ups te benaderen die tussen de twee en vijf jaar bestaan en dus opgericht zijn tussen 1 januari 2015 en 1 januari 2018. Ten tweede moet een start-up het voorbije jaar een zekere groei hebben doorgemaakt en/of op zoek zijn naar financiering. Daarvoor is er online op zoek gegaan naar informatie die via nieuwsartikelen werd verspreid. Eveneens is er gekeken naar deelnemers aan wedstrijden die voor start-ups georganiseerd worden, waarbij er vaak gekeken wordt naar innovatie, groei en schaalbaarheid. Bij het kiezen van de start-ups is er geen onderscheid gemaakt op basis van sectoren.

Van de zeven gecontacteerde bedrijven die voldeden aan de hierboven vermelde voorwaarden waren er uiteindelijk zes bedrijven geïnteresseerd om deel te nemen aan dit onderzoek. Volgens Eisenhardt (1989) bestaat er bij een *multiple case study* geen

ideaal aantal cases om te bestuderen. Ze adviseert wel dat vier tot tien cases voldoende zouden moeten zijn om een degelijk onderzoek te kunnen voeren. Bij minder dan vier cases is het moeilijk om een bepaalde assumptie te bekrachtigen, terwijl er bij meer dan tien cases een overvloed aan informatie zou gegenereerd worden. In Tabel 1 op de volgende pagina wordt een korte beschrijving gegeven van de behandelde cases. De verkregen informatie werd op een vertrouwelijke en anonieme manier behandeld.

Dataverzameling

Het verzamelen van alle nodige informatie voor dit onderzoek is gebeurd aan de hand van semigestructureerde diepte-interviews. In de literatuur werden er verschillende financieringsalternatieven gevonden, waarbij ook drie essentiële problemen naar voren kwamen. Op basis van die informatie zijn de interviewvragen opgesteld. Omdat de interviews semigestructureerd zijn, kregen alle geïnterviewden over het algemeen dezelfde vragen voorgeschoteld. Daarnaast laat deze methode het toe om ook dieper in te gaan op andere interessante topics die de geïnterviewden aanhalen. De twee eerste interviews zijn *face-to-face* afgenomen op een tijdstip dat voor de desbetreffende geïnterviewde persoon het best paste. De andere interviews vonden online plaats. Er is getracht om in elke case de oprichter en eventueel de CFO te interviewen, aangezien zij in de meeste gevallen de beslissingen nemen omtrent financiering. In deze fase heeft echter nog niet elke start-up een CFO. Omwille van die reden is er slechts in één case een gesprek geweest met zowel de oprichter als de CFO (cf. Tabel 2). De gemiddelde duur van de interviews bedroeg tussen de dertig en vijftig

Tabel 1

Geselecteerde cases

Case A is een start-up die actief is in de sector van de hernieuwbare energie. Het bedrijf is opgericht in 2017 vanuit het idee om industriële processen milieuvriendelijker te laten verlopen. Zo wil dit bedrijf hun steentje bijdragen om de industriële CO₂-uitstoot te verlagen. Het doel van deze start-up is om een technologie op de markt te brengen die kan toegepast worden op industriële schaal in België en eventueel ook in het buitenland.

Case B is een start-up die opgericht is in 2015. De focus van dit bedrijf ligt op artificiële intelligentie. De doelstelling van deze start-up is om de *core technology* die ze nu hebben, te behouden en daarnaast ook uit te breiden naar andere sectoren waar het momenteel nog niet actief in is. Daarbij is het ook de bedoeling om hun projecten verder internationaal uit te rollen.

Case C is een start-up die opgericht is in 2015. Het bedrijf focust zich vooral op de retail- en hospitalitysector. De start-up heeft een applicatie ontwikkeld waardoor een bepaald proces voor werknemers sneller en efficiënter kan gebeuren. Hun doelstelling is om dit jaar de grens van één miljoen euro omzet te doorbreken. Daarnaast is het ook de bedoeling om verder uit te breiden binnen de Benelux en de rest van Europa.

Case D is een start-up waarvan de focus ligt op het vergemakkelijken van een bepaald proces. Het bedrijf is opgericht in 2016. De focus van deze start-up lag in eerste instantie ergens anders. Uiteindelijk hebben ze een applicatie ontwikkeld die mensen moet ondersteunen bij het nemen van een bepaalde levensbelangrijke beslissing. Binnen twee jaar willen ze hun applicatie hebben uitgerold over heel België. Indien dat een succes is, bestaat er een optie om ook te gaan focussen op het buitenland.

Case E is een start-up die opgericht is in 2017. Hun focus ligt op het verder ontwikkelen van een IT-oplossing, waarbij ook artificiële intelligentie aan te pas komt. Break-even draaien is daarbij op korte termijn een doelstelling. Daarnaast is het plan hun software verder te perfectioneren en uit te kijken naar strategische partnerships. Op die manier kan de internationale ambitie op termijn mogelijk waargemaakt worden.

Case F is een start-up die opgericht is in 2017. Dit bedrijf is actief in de energiesector. Het ontwikkelde een oplossing waardoor er kosten en energie bespaard kunnen worden. De start-up heeft tot doel om in de komende jaren tientallen nieuwe mensen aan te werven, internationaal te groeien naar het buitenland toe en extra risicokapitaal aan te trekken.

minuten. Elk interview is na het afnemen onmiddellijk handmatig uitgetypt. Zo werd er een overzicht behouden van alle informatie die tijdens elk interview gegeven werd. De interviewvragen die gebruikt zijn tijdens de interviews zijn achteraan terug te vinden in de Bijlagen van dit artikel.

Data-analyse

Om de afgenomen interviews te analyseren, is er gebruik gemaakt van de *grounded theory* die hiervoor reeds werd

toegelicht. Deze vorm van analyse zorgt ervoor dat de dataverzameling en de data-analyse gelijktijdig kunnen gebeuren. Hierdoor is het mogelijk om nieuwe, interessante topics die in een vorig interview aangehaald werden te integreren in de vragenlijst voor een volgend interview (Eisenhardt, 1989). Naarmate de interviews vorderden, werden steeds dezelfde topics aangehaald door de respondenten. Daarom is beslist om na de zesde case geen bijkomende interviews meer te doen. Er werden immers geen nieuwe inzichten meer

Tabel 2

Overzicht data-verzameling per case

Geselecteerde cases	Geïnterviewde respondenten
Case A	A1: Medeoprichter en CEO
Case B	B1: Oprichter en CEO
Case C	C1: Medeoprichter en CEO C2: CFO
Case D	D1: Medeoprichter en CEO
Case E	E1: Medeoprichter en COO
Case F	F1: Oprichter en CTO

verworven. Dit principe staat in de literatuur beter bekend als theoretische verzadiging (Baarda, Bakker, Fischer, Julsing, Peters, van der Velden & de Goede, 2013).

Na afname van het laatste interview zijn alle data volledig verwerkt en gecodeerd. Dat werd gedaan aan de hand van het coderingsproces van Strauss & Corbin (1999). Zij delen het coderen op in drie fases (Strauss & Corbin, 1999). In de eerste fase worden de interviewdata één voor één geanalyseerd, waarbij er labels worden toegevoegd aan tekstfragmenten die als belangrijk worden beschouwd voor het beantwoorden van de onderzoeksvraag. Deze stap wordt open codering genoemd (Strauss & Corbin, 1999). Het gevolg hiervan is dat er heel wat losse labels ontstaan. In de volgende fase, het axiaal coderen, is het daarom de bedoeling om structuur aan te brengen. Dit doet men door de losse labels onder te verdelen in subcategorieën (Baarda et al., 2013). Door middel van constante vergelijking wordt de samenhang tussen de verschillende labels in een subcategorie duidelijk. Uiteindelijk vindt in de laatste fase het selectief coderen plaats. Het doel hiervan is om de uiteindelijke

kerncategorieën om te zetten in een concept of een theorie (Strauss & Corbin, 1999).

Uit het coderingsproces kwamen in dit onderzoek vier hoofdtopics naar boven. Die topics zullen uitgebreid besproken worden in het volgende deel van dit artikel, namelijk de bevindingen. Hierin wordt dieper ingegaan op de informatie die verzameld werd bij de respondenten. Het vergelijken van bestaande literatuur met antwoorden van de respondenten is volgens Eisenhardt (1989) essentieel om een theorie te vormen. De bevindingen van dit onderzoek worden tevens ondersteund door middel van quotes die door de geïnterviewde personen werden gemaakt.

Bevindingen

Keuze van financiering

Als een start-up bepaalde groei-intenties heeft, is het aanwenden van financieringsbronnen een belangrijk aspect. Een overzicht van de belangrijkste financieringsbronnen van de geïnterviewde start-ups is terug te vinden in Tabel 3. Respondenten B1 en D1 vermelden expliciet dat ze in de beginfase uitsluitend aan

bootstrapping deden. Dat was vooral uit noodzaak omdat het aantal mogelijke investeerders nog beperkt was. Respondenten A1 en B1 geven verder aan dat het gebruik van een aantal bootstrap technieken, zoals het laattijdig betalen van leveranciers, af en toe moet gebeuren als start-up. Ook het zo laag mogelijk houden van de vaste kosten is een absolute must. Omwille van die reden heeft case E bij de huur van hun kantoorgebouw gekozen voor het goedkoopste alternatief. Volgens respondent C2 is *bootstrapping* echter geen structurele manier van bedrijfsfinanciering, maar is het wel een manier om tijdelijk door een lastige periode heen te komen. Om te groeien hebben alle start-ups er daarom voor gekozen om extra kapitaal aan te trekken. Zoals terug te vinden is in Tabel 3 kiezen alle start-ups voor een bepaalde financieringsmix waarvan zij denken dat die de beste is om de huidige groei mee te kunnen financieren. Het valt op dat de financieringsmix bij elke start-up nagenoeg hetzelfde is, namelijk een mix van eigen vermogen, schuldfinanciering en subsidies. Respondent E1 haalt aan dat extern kapitaal gewoon een noodzakelijke stap is in het groeiproces van een start-up:

"In het begin probeert ge dat zuinig te doen en op eigen kracht. Maar als ge een product echt levensvatbaar wilt maken, dan moet ge toch dat risico van extra geld nemen." (E1)

In de zoektocht naar extra eigen vermogen kwamen drie start-ups uit bij een business angel. Ook case C heeft samengewerkt met een business angel, maar die is ondertussen al opgevolgd door investeringsmaatschappij LRM. De keuze voor een business angel aan het begin van de groeifase is simpel volgens respondent D1:

"Dat is echt 'smart capital'. Mensen die niet alleen geld binnenbrengen, maar ook op tweemaandelijks basis strategisch nadenken over de richting van het bedrijf. Dat is wat we nodig hebben." (D1)

Ook kiezen vijf van de zes start-ups ervoor om een deel van hun activiteiten te financieren met schuldfinanciering. Dat wordt onder andere gedaan door middel van bankleningen en/of achtergestelde leningen. Respondent B1 verklaart waarom zijn start-up naar bijkomende leningen zocht, ondanks dat het om een relatief klein bedrag ging:

"Ge moet daar een heel dossier voor indienen om een project te bewijzen. Wat is daar het voordeel van? Da's heel goedkoop want ge moet daar gewoon een percentage op uw lening betalen en ge moet geen aandelen afgeven." (B1)

Ten slotte maken alle zes start-ups gebruik van verschillende soorten subsidies. Hierbij komen allerlei voordelen ter sprake. Respondenten B1, C1 en D1 halen het voordeel aan dat ze zo op een goedkope manier werknemers voor Onderzoek en Ontwikkeling kunnen aannemen. Respondenten A1 en F1 vermelden daarnaast dat ze dankzij subsidieprojecten hun product in de markt kunnen testen.

Indien hun start-up verder doorgroeit, verwachten alle respondenten dat ze in de toekomst gebruik zullen maken van formeel venture capital. De respondenten halen aan dat ze voor grotere fondsen zouden kiezen indien er concrete plannen op tafel liggen om hun product internationaal uit te rollen. Respondent C1 geeft aan dat zijn start-up daarbij niet uitsluitend zal focussen op Belgische venture capitalists, maar dat er vooral uitgekeken wordt naar een investeerder

Tabel 3¹

De belangrijkste externe financieringsbronnen en de daarbij horende motieven

Case	
A	<p>Financieringsbron 1: Tax Shelter voor startende ondernemingen Financieringsbron 2: Cofinanciering met een bank en PMV Financieringsbron 3: Subsidies</p> <p>Motivering keuze 1: Makkelijke manier om eigen vermogen te vergroten Belastingvoordeel voor particuliere investeerders</p> <p>Motivering keuze 2: Quasi eigen vermogen: achtergestelde lening Extra garanties voor krediet verschaffende instellingen</p> <p>Motivering keuze 3: Handig kapitaal voor o.a. O&O en investeringen</p>
B	<p>Financieringsbron 1: Een business angel Financieringsbron 2: Kredietinstellingen Financieringsbron 3: Subsidies</p> <p>Motivering keuze 1: Smart capital: advies, netwerk, binnenhalen projecten</p> <p>Motivering keuze 2: Heel dossier indienen, maar geen afgifte aandelen Lage rentevoet</p> <p>Motivering keuze 3: Eenvoudige manier van financiering voor o.a. projecten</p>
C	<p>Financieringsbron 1: Investeringsmaatschappij LRM Financieringsbron 2: Kredietinstellingen Financieringsbron 3: Subsidies</p> <p>Motivering keuze 1: Logische stap omtrent risico en groei</p> <p>Motivering keuze 2: Hefboom ten opzichte van het kapitaal</p> <p>Motivering keuze 3: Handig omwille van grant: iets wat je niet hoeft terug te betalen</p>
D	<p>Financieringsbron 1: Twee business angels Financieringsbron 2: Cofinanciering met bank en PMV Financieringsbron 3: VLAIO-groeisubsidie</p> <p>Motivering keuze 1: Smart capital: niet alleen geld, maar ook strategische bijdrage</p> <p>Motivering keuze 2: /</p> <p>Motivering keuze 3: Nieuwe profielen aanwerven</p>
E	<p>Financieringsbron 1: Business angels Financieringsbron 2: Kredietinstellingen Financieringsbron 3: Winwinleningen Financieringsbron 4: Subsidies</p> <p>Motivering keuze 1: Interessant netwerk, soort van mentor</p> <p>Motivering keuze 2: Moeilijke procedures, maar relatief lage percentages</p> <p>Motivering keuze 3: Makkelijk, geen afgifte aandelen Spaargeld activeren: belastingvoordeel investeerders</p> <p>Motivering keuze 4: Handige extra financiering</p>
F	<p>Financieringsbron 1: Winwinleningen Financieringsbron 2: Subsidies voor innovatieprojecten</p> <p>Motivering keuze 1: Makkelijk geld ophalen bij FFF</p> <p>Motivering keuze 2: Onzekerheden wegwerken, goedkopere O&O</p>

¹Deze tabel bevat de belangrijkste informatie die door de respondenten aangehaald werd over dit topic. Dat geldt ook voor de overige tabellen in de bevindingen.

die voor hen een toegevoegde waarde kan bieden in de specifieke regio waarop ze zich focussen. Verder geven alle respondenten aan dat ze voldoende kennis hebben over de financieringsmogelijkheden voor start-ups. Ondanks dat ze in hun loopbaan allemaal één of andere business studie hebben gevolgd, bleek dat geen invloed te hebben op hun kennis over financiering. Die kennis is vooral verworven in zelfstudie en via adviesinstellingen zoals VOKA, Netwerk Ondernemen en VLAIO. Volgens respondent B1 is een business opleiding wel een goede basis om kennis op te doen over algemene bedrijfsaspecten. Hij verklaart echter ook dat het financieringslandschap voor start-ups heel specifiek is en dat dit vaak niet aan bod komt in een algemene business opleiding. Respondent D1 vermeldt eveneens dat er nog een verschil is tussen theorie en praktijk:

“Wat wel zo is, de theorie overbrengen is nog wel iets anders dan effectief financiering krijgen. Daar zit een wereld van verschil tussen. (...) Waar het vooral voor een start-up en alleszins voor ons om gaat, is gewoon geld. We wisten wat we gingen doen en moesten doen, en hoe we dat ongeveer gingen doen. Tuurlijk is het altijd wat bijsturen, maar waar niemand ons mee kon helpen is: ‘en hoe kan ik nu aan geld komen.’ Dat lijkt wel een beetje het probleem.” (D1)

Ondanks de kennis van de geïnterviewde start-ups over de verschillende financieringsalternatieven, blijkt het niet vanzelfsprekend om kapitaal op te halen bij investeerders. In het volgende deel van de bevindingen zal ingegaan worden op de problemen die ondernemers ervaren in hun zoektocht naar extra kapitaal.

Financieringsproblemen

Gebrek aan een netwerk

Uit de interviews blijkt dat het hebben van een goed en uitgebreid netwerk cruciaal is om financiering te vinden. Elke start-up maakt dan ook gebruik van zijn netwerk om contacten te leggen met potentiële kapitaalverschaffers. Zo ook respondent C1:

“Waarom is het ons wel gelukt? Voor een deel is dat ook netwerking om met mensen te spreken, om bepaalde mensen te leren kennen. Ook via bepaalde contacten die we hebben, waardoor je geïntroduceerd wordt bij bepaalde partijen zoals LRM. Er is toch wel een verschil dat zij uw dossier krijgen van iemand die zij al vertrouwen versus dat je daar gewoon binnenkomt via de ‘portal’ en dat ge één van de vele dossiers zijt. Dat is volgens mij ook wel een belangrijke.” (C1)

Respondenten A1 en C1 verklaren dat het ontbreken van een degelijk netwerk ook een risico inhoudt. Zo haalt respondent A1 aan dat het netwerk van een pas afgestudeerde in het bedrijfsleven vaak redelijk beperkt is, waardoor het moeilijk kan zijn om bepaalde personen te bereiken. Verder geeft respondent C1 mee dat het kennen van bepaalde investeerders ervoor zorgt dat er op voorhand al een bepaald vertrouwen ontstaan is, wat voor een snellere behandeling van een investeringsdossier kan zorgen. Dat toont aan dat ondernemers met ervaring in het bedrijfsleven of in een bepaalde sector kunnen profiteren van de verschillende contacten die ze reeds hebben opgebouwd. Ook toont respondent E1 aan dat een netwerk soms mensen bereikt waarvan je het eigenlijk niet zou verwachten. Bij een onervaren ondernemer is het netwerk in de meeste gevallen echter nog beperkt.

Tabel 4

Het belang van een netwerk

	Quotes
Ervaren kennissen	"Ja laat ons stellen dat over het algemeen uw vrienden/kennissen meer seniorposities hebben dan de meeste vrienden/kennissen van een pas afgestudeerde. Wie gaat ge dan bellen? Als ik nu bel, heb ik de kabinetschef aan de lijn, da's ne kameraad. 25 jaar geleden was die niet de kabinetschef hé. Dat helpt. Door actief te zijn, creëert ge een netwerk. Als student hebt ge vaak alleen nog maar gestudeerd en op stap gegaan. Dan maakt ge ook een netwerk, maar da's een ander soort netwerk. Da's ook wel nuttig en de basis voor uw latere netwerk, maar ik denk dat starten zonder netwerk ook een risico is." (A1)
Ondersteunende diensten	"Er worden heel wat verschillende diensten aangeboden, maar elke dienst die aangeboden wordt, moet je zelf ook investeren. Tijd vooral, en tijd is geld. Je moet je <i>resources</i> zeker als start-up goed gebruiken en het is te zien in hoeverre dat we de tijd die we daar insteken er ook uithalen door iets beter te hebben." (A1)
Potentiële investeerders	"Ge moet bewijzen dat ge kunt wat ge zegt. Da's veel makkelijker als ge dat al eens gedaan hebt of als ge die contacten al hebt. Ze moeten u leren kennen, vertrouwen." (B1)
Ondersteunende diensten	"Met Start it @KBC hebben we ook meegedaan. [...] Dat helpt wel een stukske om te professionaliseren, da's heel belangrijk. Dat breidt uw netwerk ook heel erg uit en daar draait het uiteindelijk om. Als ge mensen hebt die contacten hebben in een bepaalde sector of waar ge iets van gedaan moet krijgen, is het veel makkelijker als ge die al in uw netwerk hebt, dan als ge dat van nul moet opstarten en moet proberen om daarbinnen te geraken." (B1)
Ondersteunende diensten	"Via Startupbootcamp heb ik [naam C2] leren kennen, die voor ons toch al veel gedaan heeft naar het fundinggedeelte toe en ook daarbuiten. Was ik daar niet geweest, dan waren we elkaar misschien nooit tegengekomen." (C1)
Ondersteunende diensten	"Ik denk als heel jong bedrijf is het belangrijk om buiten te komen. Als ge dat gestructureerd kunt doen via zo'n accelerator, kan dat een goed element zijn. [...] Ge moet wel een sterke persoon hebben die voor u de <i>linking</i> maakt. Als die persoon niet zo sterk is, dan haalt ge er ook veel minder uit." (C1)
Netwerkevent	"Die ondersteunende diensten zijn meestal zo van die babbelprogramma's waar ge wel contacten kunt leggen, maar waar ge niks mee zijt als ge echt financiering nodig hebt. Maar des te meer ge babbelt, des te slimmer ge wordt, akkoord daarmee." (D1)
Potentiële investeerders	"We hebben al zeer goeie contacten met potentiële investeerders in een volgende fase, omdat we van mening zijn dat het beter is om nu al te beginnen flirten, en te zorgen dat ze u zien, horen en op de hoogte zijn van wat ge aan het doen zijt, zodat als ge ze straks nodig hebt, dat ze dichterbij u staan." (D1)
Netwerkevent	"Bijna alle contacten komen via via. Of via een netwerkevent. [...] Voor die Win Winner hebben we zo een Ambassador Night gehouden, dan nodigt ge mensen uit. Wat wel 'cool' was, is dat we eigenlijk redelijk wat leningen hebben gehad van mensen die ik wel ken, maar waar ik nooit van gedacht had dat die geld zouden geven, enthousiaste mensen, zoals de eigenares van dit gebouw waar we dit gebouw van huren." (E1)
Kennis	"Het is een wonder dat we in 2018 die lening van 250.000 euro bij ING hebben kunnen versieren. Dat was een meevaller. Dat was omdat iemand daar de bankdirecteur kende. We hadden ook wel wat andere banken afgegaan, maar daar zijn we altijd voor een gesloten deur geëindigd. Toch voor dat soort bedragen." (E1)

Tabel 4 (vervolg)

Doctoraat	"Wij hebben een academische achtergrond, dus via dat netwerk heb ik redelijk wat innovatieprojecten binnengehaald, zowel Vlaams als Europees." (F1)
Ondersteunende diensten	"Ik zou zeker aanraden aan start-ups om zich aan te sluiten bij incubatoren en acceleratoren en zorgen voor een internationaal netwerk. Als het lokaal niet lukt, heb je nog altijd uitwijkmogelijkheden." (F1)

Gelukkig bestaan er heel wat ondersteunde diensten die een ondernemer helpen om in contact te komen met de juiste mensen. Netwerk Ondernemen is hier een voorbeeld van, vermeldt respondent F1. Daarnaast haalt hij aan dat ook incubatoren en acceleratoren zich bezighouden met het begeleiden van start-ups op verschillende vlakken, zoals onder andere netwerking. Respondent C1 haalt aan dat hij door deel te nemen aan een acceleratorprogramma zijn huidige CFO heeft ontmoet, die al heel waardevol voor de start-up is gebleken tijdens investeringsgesprekken. Respondent D1 geeft eveneens enkele voordelen mee van een acceleratorprogramma:

"We doen nu mee aan het imec.start-programma. Die geven u sowieso direct 50.000 euro met de mogelijkheid om 100.000 euro extra te investeren in het bedrijf. Die betalen voor u bijvoorbeeld als ge iemand nodig hebt om uw salespitch op orde te zetten of een freelancer om het design van uw software onder handen te nemen. Zij betalen effectief mee aan dure mensen met expertise die een start-up normaal niet kan betalen." (D1)

Ondanks de voordelen die bepaalde ondersteunende diensten met zich mee brengen, laat respondent B1 verstaan dat er ook nadelen aan verbonden zijn. Zo haalt hij aan dat een incubator eigenlijk ook een versie van *bootstrapping* is, maar dat dat geen meerwaarde biedt in een verdere levenscyclus van een start-up:

"De incubator heeft wel een invloed gehad omdat ge u op een goedkope manier kunt huisvesten. Maar dat geeft soms ook een negatieve perceptie naar uw klanten toe. Daarom hebben we na een tijd gekozen voor een apart kantoor, want dat komt veel professioneler over." (B1)

Respondent D1 vertelt dan weer dat er rekening moet gehouden worden met het feit dat het opbouwen van een netwerk zijn tijd nodig heeft. Na het eerste contact kan het een paar maanden duren vooraleer een investeerder beslist om effectief in een start-up te investeren. Het opbouwen van een compleet nieuw netwerk is niet simpel, vertelt respondent B1. Een ondernemer moet zich nog bewijzen, waardoor het investeringsproces vaak vertraging oploopt. Voor ondernemers is tijd kostbaar. Het is dan ook belangrijk dat zij hun tijd nuttig besteden. Respondent F1 merkt op dat te veel netwerken ook zijn nadelen kan hebben:

"Elk van die netwerkevents en wedstrijden vragen heel veel tijd, dus ge moet altijd goed opletten dat ge daar een balans in maakt, want ge kunt gerust een fulltime job hebben met het meedoen aan pitchwedstrijden enzoverder. Da's een gevaarlijk iets voor een start-up." (F1)

Het hebben van een degelijk netwerk is vaak verbonden aan ervaring en bewezen projecten. Hier zal dieper op ingegaan worden in het volgende deel.

Gebrek aan ervaring en reputatie

Een ondernemer die al ervaring heeft in het bedrijfsleven of in een bepaalde sector, kan vaak rekenen op een bepaalde reputatie. Zo haalt respondent A1 aan dat hij al een jarenlange carrière in een groot bedrijf achter de rug heeft, waardoor hij ervaring heeft met het managen van een bedrijf. Ervaring die vaak beperkt is bij afgestudeerde jongeren die een idee willen omzetten in een succesvol bedrijf. Respondenten A1, B1 en D1 geven mee dat zowel de reputatie van een ondernemer als die van een start-up meespelen om financiering te verkrijgen. Zo doet respondent D1 volgende uitspraak:

“Ge moet u ook altijd verplaatsen in de ogen van een investeerder. Hoe zou ik zelf zijn als ik iemand leer kennen die een half miljoen nodig heeft die ik eigenlijk niet ken. Het is eigenlijk wel een aangename kerel, maar ga ik daar mijn zuurverdiend geld aan geven? Want die heeft nog niks bewezen.” (D1)

Ook respondent A1 haalt daarbij het belang van een reputatie aan:

“Ervaring helpt wel om investeerders aan te trekken. Niet vanwege de leeftijd, maar vanwege een bepaalde ‘track record’. Ge moet iets bewezen hebben en ja als ge dat als eens bewezen hebt... Dat is geen garantie voor succes, maar ge staat dan toch wel een streep voor.” (A1)

Verder vermeldt respondent E1 dat het voor een ondernemer altijd een voordeel is indien je naar gerealiseerde projecten uit vorige start-ups kan refereren:

“Elon Musk zal zich morgen wel een start-up kunnen permitteren en die zal waarschijnlijk wel 100 miljoen kunnen ophalen, omdat die

een reputatie heeft dat de meeste van zijn start-ups wel werken.” (E1)

Respondent F1 had voor de oprichting van zijn huidige start-up geen ervaring in het bedrijfsleven, maar vermeldt dat hij niet stilgezeten heeft tijdens zijn doctoraat. Zijn verworven titel en de onderzoeken die hij gedaan heeft in het kader van zijn doctoraat, hebben ook voor een zekere reputatie gezorgd. In sommige start-ups kan het dus voorvallen dat de ervaring van een oprichter beperkt is. In die situatie komt het erop aan om de juiste mensen aan te werven die in een specifiek domein over meer kennis en expertise beschikken dan de ondernemer zelf. Zo is in case C respondent C2 aangeworven nadat beide partijen elkaar ontmoet hadden via een acceleratorprogramma. Respondent C2 vertelt dat hij een uitgebreide kennis heeft omtrent het financieren van start-ups aangezien hij in het verleden partner is geweest bij twee investeringsfondsen. Hierdoor geeft hij aan dat hij beter op de hoogte is van de verwachtingen die beide partijen hebben tijdens een investeringsgesprek. Ook al is het aanwerven van mensen duur voor een start-up, respondent C2 toont aan dat hij omwille van zijn ervaring een enorme meerwaarde kan bieden voor de start-up. Ook respondent D1 verwijst opnieuw naar een acceleratorprogramma die deze hulp aanbiedt:

“Wij hebben nu gewoon mensen nodig die de boel naar een hoger niveau kunnen tillen, op alle vlakken. Dat zijn meestal dure mensen die bij grotere softwarebedrijven werken. Bij Imec kunnen ze u helpen om die mensen aan te trekken.” (D1)

Respondent D1 benadrukt dat het voor een groeiende start-up essentieel is om ervaren mensen aan te werven die een start-up verder kunnen laten groeien. De juiste partij

Tabel 5

Het belang van ervaring en reputatie

	Quotes
Ervaren manager	"Ik ben altijd manager geweest in een groot bedrijf, dus laat ons zeggen dat je daar ook wel wat training krijgt over boekhoudkundige, financiële en managementaspecten." (A1)
Ontbreken van ervaring	"Ik vraag mij af of wat ik nu gedaan heb, en ik denk dat we kans hebben om echt succes te hebben, of ik dat had kunnen doen als pas afgestudeerde. Het is zeker dat je door een bedrijf op te starten een enorm risico neemt. [...] Ervaring mankeert volgens mij wel bij jongeren om te slagen met hun idee." (A1)
Ontbreken van reputatie	"Het nadeel voor financiering: ge kunt niks bewijzen, ge hebt een beperkte omzet, ge kunt niet verwijzen naar een <i>track record</i> in het verleden en dat maakt het wel moeilijk." (B1)
Ervaring uit eerdere gebeurtenissen	"Ik denk dat veel start-ups in het begin niet genoeg stilstaan bij het feit dat ze cash nodig gaan hebben. [...] Impulsieve keuzes maken en daardoor met een tekort komen te zitten. Of hun inkomsten te hoog inschatten. Dat realisme, da's volgens mij echt wel een <i>issue</i> bij veel bedrijven. Maar ik denk wel dat men al doende leert. Het feit dat ge de eerste keer met uw kop tegen de muur loopt, da helpt wel om te realiseren dat ge het volgende keer beter moet aanpakken." (B1)
Ervaring met financiering	"Ik ben zeven jaar lang partner geweest in een <i>venture capital firm</i> voor Amerika en Europa en daarna ongeveer zeven jaar lang in een <i>private equity firm</i> voor West-Europa. Ik heb dus best al een aantal <i>fundraisings</i> gedaan en ben ook betrokken geweest bij een behoorlijk aantal start-ups in Europa en Amerika." (C2)
Ervaring met financiering	"Los van de toegang tot mensen, dat je ook weet wat die mensen zoeken en wat zij verwachten aan informatie. Als je daar meer kennis van hebt, en dat komt voor een gedeelte gewoon met ervaring, dan is het ook wel makkelijker om te praten. Dan heb je elkaar al eerder gevonden, spreek je meer dezelfde taal en weet je van mekaar wat beide partijen uit zo'n transactie proberen te halen." (C2)
Gebrek aan reputatie	"Als ik dit morgen tot een goed einde breng, heb ik een <i>track record</i> als ondernemer. Ik had totaal geen <i>track record</i> in de softwaresector. Ik heb in bepaalde industrieën wel wat ervaring en ik ken daar wel wat mensen, maar als ge volledig nieuw zijt in de software zoals ik ook ben, dan moet ge een <i>track record</i> opbouwen." (D1)
Gebrek aan eerdere start-up ervaring	"Ge komt van niks he, zo zijn er genoeg die het schoon weer komen verkopen en zeggen dat hun idee of prototype het beste is. Die investeerders willen toch ergens zien dat het al eens gevalideerd is in het echt. Dat dat nog niet af is, daar kunnen ze nog wel doorkijken, maar puur met een concept... Als ik over tien jaar bij wijze van spreken start-up vier achter te rug heb, is dat al een ander verhaal." (E1)
Reputatie door wedstrijd	"Die Deloitte-wedstrijd is wel zo een stempel dat uw business model 'approved' is, dat heeft veel opgelost." (E1)
Reputatie door doctoraat	"Vanuit het bedrijfsleven had ik minder contacten, dat zeker wel. Ik heb wel samengewerkt met heel wat bedrijven in de energiesector tijdens mijn doctoraat. Die ben ik naderhand ook nog heel vaak tegengekomen, heb ik ook mee samengewerkt in projecten. Het is en blijft wel een heel kleine wereld. De contacten die ik had uit mijn doctoraat en de titel die ik had, hebben zeker geholpen om en als ik het contact nog niet had, dat snel te krijgen." (F1)

vinden die een start-up financieel wil ondersteunen in de aanwerving van die profielen blijkt daarentegen een moeilijker opgave.

Mismatch tussen ondernemer en investeerder

Alle respondenten verklaren dat het een lastige opgave is om de juiste investeerder te vinden die zijn geld in hun start-up wil investeren. Vaak gaat hier een lange zoektocht aan vooraf. Bij respondent B1 duurde het zo een jaar alvorens hij een passende business angel gevonden had. Vervolgens haalt respondent C2 ook aan dat het een paar maanden kan duren vooraleer het geld effectief op de rekening staat. Niet simpel voor een start-up die nu meteen cash nodig heeft. Respondent B1 vermeldt dat het daarom belangrijk is om alles op voorhand goed te plannen:

"Ik denk dat het voor veel bedrijven belangrijk is om echt goed te plannen welk traject ze willen doorlopen. Dat gebeurt de dag van vandaag nog te weinig denk ik. Wij hebben dat in het begin ook niet altijd zo nauwkeurig gedaan en dan ziet ge wel dat er soms echt een 'gap' is in cashflow om dingen gedaan te krijgen of om groei te realiseren." (B1)

In eerste instantie probeert een start-up een investeerder te overtuigen. Dat gebeurt meestal in de vorm van een pitchsessie. Respondent A1, C1 en E1 halen aan dat *storytelling* en een goed business plan zeer belangrijk zijn om investeerders te overhalen. Respondent A1 geeft mee dat er zeker op twee zaken gelet moet worden:

"Ik denk dat ge er vooral voor moet zorgen dat uw verhaal klopt. Dat het dus aanspreekt. Dat het potentieel heeft en dat de risico's beperkt of beheersbaar zijn." (A1)

Volgens respondent C2 speelt het hebben van een professioneel team met ervaren *seniors* eveneens een cruciale rol om een bepaald vertrouwen op te bouwen bij potentiële investeerders.

Indien er interesse is vanuit investeerderskant, vindt er daarna normaal een gesprek plaats tussen de start-up en de investeerder. De respondenten verklaren dat het cruciaal is dat een investeerder tijdens zo'n gesprek op dezelfde golflengte zit qua waarden en groeiplannen van de start-up. Respondent A1 geeft daarbij aan dat investeerders start-ups selecteren, maar dat dat omgekeerd ook het geval is. Volgens respondent F1 is het wel moeilijk om volledig op één lijn te zitten met een mogelijke investeerder. Respondent C2 deelt mee dat er ook nog een verschil zit tussen de eisen van een informele of formele investeerder:

"Business angels laten hun mening vaker afhangen van gevoel. Dat is ook wat minder voorspelbaar. Professionele investeerders zijn dan weer heel voorspelbaar, ook in gedrag, maar dan moet je echt binnen hun grenzen vallen waarin ze mogen investeren." (C2)

Omdat buiten case C alle geïnterviewde start-ups aan het begin van hun echte groeifase staan, kiezen case B, D en E ervoor om met een business angel te werken. Voor respondent E1 is dat een bewuste keuze:

"We hebben ook eens een bod gehad van echt venture capital. Die wilden miljoenen euro's injecteren en dan oppompen op drie jaar naar 130 man. Da's dan wat we op die moment ook niet wilden. Daarom zijn we naar business angels gegaan. Dat is zo een tussenwater. Dat is iets familiairder. Dat geeft ook tijd om te groeien, dat ge niet te rap groeit en geen domme beslissingen neemt." (E1)

Tabel 6

Mismatch tussen ondernemer en investeerder

	Quotes
Voorstel, sector en financiële cijfers	"Over het algemeen is dat een misfit tussen wat ge vraagt en wat de financierder in gedachten heeft. Soms waren er ook bepaalde financieringsfondsen die zeiden: 'jullie zijn al te groot en te sterk, jullie moeten naar een andere instelling gaan. Langs de andere kant heb je private fondsen die bijvoorbeeld zeggen dat ze niet geïnteresseerd zijn in de hernieuwbare energie of pas geïnteresseerd zijn vanaf een positieve EBITDA. Afwijzen op onze waarden van ons aanbod is nog niet echt gebeurd. De meeste investeerders geloven wel in ons. De afwijzingen waren vooral te wijten aan een misfit, mismatch.'" (A1)
Verlies controle	"Ik zou wel liefst betrokken blijven bij de beslissingen in het bedrijf, ofwel zou ik mij terugtrekken. [...] Ge hebt als start-up toch iets van nul opgebouwd en daar zal toch wel iets goed aan zijn. Als iemand anders het denkt beter te weten, waarom niet, maar dan trek ik mij terug. Of het moet een financierder zijn die een groot belang neemt en die dan eigenlijk een CEO zou aanduiden omdat hij controle wil, maar dan denk ik dat we de verkeerde partner hebben gekozen." (A1)
Lange zoektocht	"We hebben lang gezocht naar een goede fit met een business angel, ik denk wel bijna een jaar. Maar met de business angel die we vandaag hebben, was het traject op een maand rond. Dat was echt een goede match met die persoon. Financieel plan voorgelegd, <i>milestones</i> voorgelegd en die heeft direct gezegd van: ik ga dat doen." (B1)
Sector, bedrag en tijdsverlies	"Ge moet al de juiste investeerder vinden. Wij werken met artificiële intelligentie en er zijn echt specifieke investeerders die daar naar kijken. Dan moet ge ook iemand hebben die het bedrag wil inleggen of toch een groot deel van de ronde leidt, dat kan ook. Maar da's niet zo gemakkelijk. En de ronde moet ook slagen, want als de ronde niet slaagt, hebt ge ook niks en ge hebt toch al die <i>effort</i> erin gestoken." (B1)
Persoonlijkheid en relatie	"De investeerder investeert meestal zelf niet, maar de relatie tussen jezelf en de investeerders is wel heel belangrijk, want uiteindelijk nemen zij een heel prominente plaats in om mee te kijken naar het bedrijf. Ge gaat er ook veel discussies mee moeten aangaan, dus als dat mensen zijn waar ge persoonlijk al geen fit mee hebt, dan denk ik dat het een heel moeilijk gegeven wordt, dus ik denk dat dat heel belangrijk is" (C1)
Tijdverlies	"Ge belooft ook maandelijks een bepaalde verkoop aan een investeerder, maar als ge dan wekelijks moet afspreken om iets in de plooi te laten vallen naar financiering toe... Da's tijd dat ge niet bij uw klanten bent en niet aan het verkopen zijt. Ge moet daar regelmatig gesprekken mee hebben maar sommigen beseffen niet dat elk gesprek dat ge hebt, een gesprek minder met uw klanten is, waardoor uw verkoop weer naar een iets lager pijl zakt. Sommige investeerders hebben daar geen begrip voor en dat vind ik wel spijtig." (D1)
Sector	"Als ge iemand bij wijze van spreken drie keer moet uitleggen wat ge juist doet, waarom dat een goed idee is en welke pijn ge oplost in de markt, dan wilt dat zeggen dat zijn <i>core business</i> te ver af ligt van uwe <i>core business</i> en dat ge ook geen match hebt naar interessegebied toe." (D1)
Visie	"Ik geef geen cadeaus aan mensen omdat ze geld hebben. Die moeten een toegevoegde waarde hebben, iets bijdragen, hun netwerk openstellen, zorgen dat 'het kind' groeit en niet leegmelken. Ik hoor vooral van <i>venture capitalists</i> dat innovatie gewoon een halt wordt toegeroepen en dat het commercieel oppompen, uitmelken en terug doorverkopen is. Daar heb ik geen zin in." (E1)
Motieven	"Dat hangt ook af van wie er tegenover u zit. Als dat een <i>selfmade</i> man is, is dat een ander verhaal, maar als dat een of ander <i>hedge fund</i> is waarvan ge

Tabel 6 (vervolg)

	weet wat daarachter zit en of het niet uitmaakt of die in kolen of uranium investeren, nee echt niet dan." (E1)
Verlies controle	"Zolang ze dezelfde visie hebben, heb ik daar persoonlijk geen problemen mee. Zolang ze een fair aandeel hebben in de groei, dan heb ik daar geen enkel probleem mee." (F1)
Visie	"Goh tis moeilijk om iemand te vinden waar ge volledig op één lijn mee zit, zowel qua timing van de plannen als inhoud van de plannen. [...] Ge stippelt dan samen de <i>roadmap</i> uit waar ge wilt staan binnen drie, vijf en zeven jaar. Da's zeker niet vanzelfsprekend." (F1)

Ook respondent B1 haalt aan dat een business angel heel handig is als je er een goede band mee hebt:

"Bij een business angel is die 'fit' belangrijk, bij een venture capitalist is dat iets anders. Dat zijn meer institutionele beleggers, die willen vooral zien dat ge vooruitgang maakt en die maken een kosten-batenanalyse. Een business angel doet dat soms ook met zijn hart. Die zegt van: 'ah ik wil dat wel uitproberen, ook al lukt dat misschien niet, toch ga ik ervoor.' Onze business angel heeft vorige week nog tegen mij gezegd: 'ik beschouw al het geld dat ik investeer in start-ups als verloren, want er is een grote kans dat het niet lukt. En als het niet lukt bij [naam bedrijf], dan is het zo.' Hij vindt dat gewoon leuk om te doen." (B1)

Al vertelt respondent C1 dat ook een persoonlijke 'fit' bij een venture capitalist belangrijk is. Hij vermeldt dat een investeringsfonds ook uit mensen bestaat en dat hij het belangrijk vindt dat investeerders gedeelde waarden en dezelfde visie over een bedrijf in het algemeen hebben. Hij geeft eveneens aan dat een business angel een meerwaarde kan bieden voor een groeiende start-up, maar dat hij hier in het verleden ook wel problemen mee heeft gehad:

"Sommige business angels investeren bijvoorbeeld een bedrag van 100.000 euro en

doen zich dan voor als een VC die alle bescherming wil die een professionele investeerder eist. Een business angel mag professioneel zijn, maar wetende dat in die fase een investering als risicokapitaal moet gezien worden. (..) Die moeten investeren vanuit de insteek dat ze een ondernemer willen helpen." (C1)

Uit de antwoorden van de respondenten kan worden afgeleid dat een mismatch zich voornamelijk voordoet op vlak van sector, persoonlijkheid, visie en financiële cijfers. Bij een investering van een venture capitalist komt daar nog een probleem bij, namelijk een mogelijk verlies van de controle over hun start-up. Respondent A1 en E1 geven aan dat ze hier eerder weigerachtig tegenover staan. Zo verklaart respondent E1 het volgende:

"Ik ga niet aan iemand verkopen die het dan te gemakkelijk heeft, die eigenlijk de vruchten plukt van al uw werk. Dan heb ik nog liever dat niemand de vruchten heeft." (E1)

Toch verklaren beide respondenten dat ze bereid zijn om hun aandelen af te staan aan de juiste investeerder die daarvoor een correcte prijs betaalt. Respondenten A1 en E1 lijken dus vooral op zoek naar een investeerder die fel inzet op productontwikkeling, waarbij ze zelf ook een bepaalde beslissingsbevoegdheid

kunnen behouden. De andere respondenten laten daarentegen blijken dat ze er geen probleem mee hebben indien ze de meerderheid van de aandelen zouden verliezen. Respondenten B1, C1, D1 en F1 verklaren dat het vooral van belang is dat hun start-up succesvol kan groeien, zelfs als ze daarvoor de beslissingsmacht uit handen moeten geven. Respondent D1 zegt hierover het volgende:

"Wie een stuk van de aandelen wil hebben, die betaalt daar ook voor. Ik heb veel liever om met een heel sterk team maar met een kleiner aandelenpercentage iets heel mooi te gaan bereiken in plaats van dat ik over 17 jaar kan zeggen dat ik nog 100 procent van de aandelen heb, maar het uiteindelijk niks geworden is."
(D1)

Dat kan betekenen dat er een externe CEO wordt aangesteld. Als er objectieve bewijzen zijn dat dat de beste keuze is, geeft respondent B1 mee dat hij daar geen problemen mee heeft. Ook respondent F1 volgt die redenering:

"Als die CEO meer ervaring heeft en die job beter zou doen, dan zou ik dat niet erg vinden." (...) *Ge moet gewoon zorgen dat het 'worthy capital' is, dat zij u veel meer dan alleen geld kunnen bijdragen. Kennis, ervaring, contacten, uitrolmogelijkheden. Het mag zeker geen gewoon geld zijn, want dan vind ik risicokapitaal ook veel te duur voor wat het is."*
(F1)

Respondent B1 merkt wel op dat er dan goede afspraken moeten worden vastgelegd in een contract, want anders kan dit leiden tot conflicten in de toekomst:

"Ik heb ooit al eens in zo'n traject gezeten waar dat gebeurd is, bij een familiale overname en

da's echt niet plezant. Want dan krijgt ge interne conflicten en da's niet goed voor het bedrijf." (B1)

Verder vertelt respondent C1 dat schaalbaarheid in deze fase een bepalende rol speelt. Volgens hem moet je kunnen aantonen dat het product ook succesvol kan zijn zonder het huidige team. Daarnaast merkt hij op dat venture capitalists er steeds meer voor kiezen om in een latere fase te investeren:

"Vroeger was de seedfase misschien een half miljoen, nu schuift dat allemaal op. Dus uiteindelijk wordt een seedronde van 1,5 miljoen niet zo abnormaal, terwijl series A dan weer doorschuift naar 2 tot 10 miljoen." (C1)

Het feit dat een venture capitalist over het algemeen langer wacht met investeren om zo de risico's te verkleinen, kan hiervoor een verklaring zijn. Hierop zal dieper worden ingegaan in het laatste deel van de bevindingen.

Risico-aversie

Een start-up verhaal is onlosmakelijk verbonden met risico. Respondent C1 haalt dat ook aan door te zeggen dat hij momenteel bezig is met heel risicovolle activiteiten, maar dat hij door berekende risico's te nemen wel in staat is om een bepaalde groei en snelheid te realiseren. Dat toont aan dat een ondernemer constant een afweging moet maken tussen groei en risico in het groeiproces van een start-up. Respondent E1 geeft eveneens aan dat je als start-up gewoon bepaalde risico's moet nemen, hoewel zijn start-up dat in het begin niet gedaan heeft. Hij vertelt dat dit toch wel een belemmering is geweest voor de vooruitgang van zijn start-up:

"Ik denk dat we een masochistische start hebben gehad door zelf voor elke euro op te

Tabel 7

Risicogedrag van ondernemers en investeerders

	Quotes
Duidelijke grenzen investeerder	"Elk fonds heeft zo wel zijn bestaansreden en structuur qua eisen rond risico en sector. [...] Elk fonds heeft ook zijn eigen grenzen. Als ge niet binnen die grenzen valt, valt ge erbuiten. Zo simpel is dat." (A1)
Duidelijke grenzen investeerder	"Er is eens een investeerder geweest die zei: 'kijk ik wil 10.000 euro recurrente inkomsten per maand. Als ge dat niet hebt, moet ge niet afkomen'. Ge weet dat ge daar naartoe wilt werken, maar ja da's niet zo plezant als ge op zoek zijt naar cash. Ge hebt die cash net nodig om die omzet te realiseren. Anders kunt ge nooit zo snel groeien." (B1)
Risico-aversie Belgische investeerders	"Wij hebben nog geen investeerders aangetrokken uit het buitenland, maar in mijn ervaring merkt ge wel dat daar minder grote weerstand is tegen risicovolle investeringen. In België moet ge al dingen bewezen hebben, ge moet aantonen dat er omzet is die een bepaalde termijn mee gaat gaan." (B1)
Risico-aversie investeerders	"Een professionele investeerder probeert om een bepaald risico uit te schakelen. Ze willen een bepaald niveau van omzet zien, gewoon als bewijs dat je succesvol kan zijn. En als je daar nog niet bent, dan is het gewoon lastiger, dan is het heel zwart-wit." (C2)
Risico-aversie Belgische ondernemers	"Een aantal start-ups in België staan minder open voor extern kapitaal redelijk vroeg. Die doen het natuurlijk ook voorzichtiger qua <i>resources</i> . Maar ik heb altijd mijn bedenking van ja, met de tijd en producten die wij hebben, kan dat volgens mij niet. Wij moeten nu gewoon kunnen doorontwikkelen en nieuwe dingen doen. [...] Dat is moeilijk, ge kunt dat nooit op voorhand zeggen, maar ik denk soms dat hier in België sommige mensen, ja, daar te weinig groeiambities mee hebben. Maar met die groeiambities komen ook risico's mee. Want wat wij doen is op zich heel risicovol, want ge verbrandt veel geld, wel met een heel goed plan erachter, maar als het dan ergens stopt, dan kan het zeer snel fout gaan, waardoor anderen het voorzichtiger aanpakken maar niet die snelheid en dezelfde groei kunnen voorleggen." (C1)
België = risico-avers land	"Als ge richting Amerika gaat, gaat ge veel makkelijker geld kunnen ophalen voor een idee lijkt mij, terwijl hier in België dat niet zo gemakkelijk is." (D1)
België = risico-avers land	"Wat ik in die ScaleUp Summit in Londen heb geleerd, is dat ze in China en de VS echt een tienvoud of honderdvoud aan risicokapitaal smijten, dat wij eigenlijk veel te braaf zijn. [...] Heel het Amerikaans systeem is ook wel niet goed denk ik, maar durf risico pakken, want er zijn op zich genoeg vangnetten om na een eventueel falen nog verder te kunnen, toch zeker in België." (E1)
België = risico-avers land	"Er is toch nog heel veel risico-aversie in België, nog steeds. Voor financiering van <i>early stage</i> technologiebedrijven kunt ge bijvoorbeeld bij Imec gaan voor 50.000 euro, voor die kleine bedragen zult ge nog wel veel geïnteresseerden vinden. Vervolgfinanciering vinden is toch wel echt moeilijker. We zitten ook in de energiesector, wat veel regelgeving heeft, veel afhankelijkheden van politieke beslissingen, wat het zeker niet makkelijker maakt. Plus wij zitten met een hardwarecomponent die het nog eens risicovoller maakt en dan, zeker in België, haken toch veel investeerders af. Ik ben daarom vooral in Nederland, Europa en de VS op zoek naar kapitaal." (F1)
	"Ge kunt moeilijk verwachten van een ondernemersgroep of bevolking waar dat er meer risico-aversie is, om met risicokapitaal te gaan smijten. Ge kunt dat opleggen vanuit de overheid van: 'dit moeten we doen', maar dat zal in alle eerlijkheid nooit gebeuren of toch zeker niet op korte termijn." (F1)

draaien en veel overuren te maken. Dan merkt ge toch wel dat de enige 'sales' die ge doet degene zijn die ge vroeger ook deed. Dat is toch niet ideaal." (E1)

Naast de ondernemer zelf halen respondenten B1, C1, D1, E1 en F1 impliciet aan dat België een risico-avers land is, zeker ten opzichte van de Verenigde Staten. Volgens respondent F1 heeft het risico-avers gedrag van de meeste Belgische investeerders tot gevolg dat Belgische ondernemers vaak in het buitenland op zoek moeten gaan naar vervolfinanciering. Dat zal ook niet snel veranderen geeft hij mee:

"Als iemand zo niet in elkaar zit, dan zit die zo niet in elkaar. Dan moogt ge nog jaren gaan schreeuwen in zijn oor, dat gaat toch niks veranderen. Dus soms moet ge durven om u bij bepaalde dingen neer te leggen, dat te respecteren en zorgen voor zoveel mogelijk alternatieven, altijd een plan b hebben." (F1)

Volgens respondent C1 is er een structureel financieringsprobleem in de fase tussen start-up en scaleup:

"In België zien we dat er relatief weinig groeifondsen zijn. In het begin start ge vanuit business angels, en familie en vrienden. Maar dan komt er die 'gap' om echt te kunnen 'doorjumpen' om bij VC's in het vizier te komen. Die periode daartussen is een hele moeilijke." (C1)

Daarnaast haalt respondent C1 aan dat er al een serieuze omzet moet worden gedraaid vooraleer een investeerder in zee gaat met een start-up. Bij een product dat zo goed is dat het zichzelf verkoopt, kan dat voorkomen. Die start-ups zijn toch eerder een uitzondering, geeft hij nog mee. Maar volgens respondent B1 heeft een ondernemer die investering net nodig

om een bepaald omzetdoel te realiseren. Volgens respondenten C1 en F1 is er op vlak van vervolfinanciering nog veel verbetering mogelijk in België.

Discussie

In deze masterproef is getracht om financieringsproblemen in kaart te brengen waarmee oprichters van groeiende start-ups geconfronteerd worden. In de huidige literatuur ligt de focus vooral op de beschikbare financieringsalternatieven voor start-ups (e.g., Atherton, 2012; Cumming & Groh, 2018) en de eisen langs investeerderskant (e.g., Sudek, 2006, Kollmann & Kuckertz, 2010). In enkele studies (Seghers et al., 2012; Heuven & Groen, 2012) wordt er onderzoek gedaan naar de invloed van één bepaald probleem dat een ondernemer ervaart tijdens het financieringsproces, maar worden er nooit meerdere problemen tegelijk onderzocht. In de literatuur is er al relatief veel onderzoek gedaan naar de beginfase van een start-up, aangezien veel start-ups binnen de vijf jaar hun activiteiten terug beëindigen (Bikse, Lusena-Ezera & Rivza, 2018). Dit onderzoek focust zich specifiek op "the second equity gap" bij groeiende start-ups. Die 'gap' ontstaat wanneer start-ups al een bepaalde tractie in de markt verworven hebben, maar onvoldoende vervolfinanciering vinden om hun start-up te laten doorgroeien naar een scaleup (Murray, 1994). Eerst werd bij de geïnterviewde start-ups gepolst naar hun financieringskeuzes alvorens in te gaan op de problemen die ze hierbij ervaren. Om die manier kan dit onderzoek een theoretische bijdrage leveren aan de literatuur rond financieringsproblemen.

Uit de bevindingen blijkt dat de geïnterviewde start-ups over het algemeen kiezen voor een combinatie van eigen vermogen, schuldfinanciering en subsidies. Op

vlak van eigen vermogen kiezen vier respondenten voor één of meerdere business angel(s). Enkele respondenten haalden hierbij expliciet aan dat een business angel 'smart capital' is die naast geld ook een strategische inbreng heeft. Daarnaast wordt er aangehaald dat een business angel het gewoon leuk vindt om in een start-up te investeren. De respondenten verklaarden dat ze voor een business angel kiezen vanwege hun ervaring en familiairdere karakter. In overeenstemming met het onderzoek van Aernoudt (1999) en Ramadani (2009) toont dit artikel aan dat business angels niet enkel investeren uit financiële overwegingen, maar dat ze eveneens investeren in start-ups vanuit de gedachte om ondernemers te helpen en om zo ondernemerschap te stimuleren. Dit onderzoek onthult echter dat een business angel ook voor een negatieve ervaring kan zorgen. In case C gedroeg een business angel zich meer als een professionele investeerder die te veel bescherming en financiële garanties wou. Volgens Cassar (2004) spelen business angels een belangrijke rol op vlak van groei voor een start-up, maar dit onderzoek toont aan dat een slechte match tussen een ondernemer en een business angel een belemmering kan vormen om de groeiplannen van een start-up te realiseren.

Op vlak van schuldfinanciering geven vier start-ups aan dat ze gebruik maken van bankfinanciering. Dat in tegenstelling tot eerder onderzoek (Berger & Udell, 1998; Colombo & Grilli, 2007) waarin er aangehaald wordt dat bankfinanciering beperkt beschikbaar is voor risicovolle start-ups. Indien een bank toch financiering verleent, gebeurt dat vaak aan de hand van een persoonlijke garantiestelling en gegevens over de cashflow (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007; Franck et al., 2010). Dat kan verklaren waarom respondent B1 vermeldde dat er een heel

dossier moet worden ingediend vooraleer er effectief financiering wordt verleend. Verder worden de lage percentages, de hefboomwerking en de niet-uitgifte van aandelen aangehaald als reden om voor bankfinanciering te kiezen. Volgens Berger & Udell (1998) wordt schuldfinanciering dan ook geprefereerd door ondernemers die controle willen houden over de start-up.

Daarnaast maken alle start-ups in dit onderzoek gebruik van subsidies. In de literatuur worden subsidies omschreven als een bootstrap techniek (Winborg & Landström, 2001). De respondenten vertelden dat subsidies handig zijn om mensen aan te werven en om goedkoop aan O&O te doen. In de literatuur wordt hier niet dieper op ingegaan. Dat is te verklaren doordat elk land zijn eigen subsidievormen heeft en het niet eenvoudig is om een algemeen subsidiebeleid te bespreken in de literatuur. Naast subsidies haalden meerdere respondenten eveneens het belang van betalingsuitstel aan als bootstrap techniek voor een start-up, vooral in de beginfase. In lijn met eerder onderzoek (Horváth, 2018) gaf respondent C2 mee dat *bootstrapping* wel geen structurele financieringsvorm is voor een start-up, maar dat het eerder een manier is om een moeilijke periode te overbruggen.

Buiten case C is er niemand van de respondenten die al gebruik heeft gemaakt van formeel venture capital. Denis (2004) haalt in zijn onderzoek aan dat venture capitalists naast een inbreng in geld ook strategisch advies geven en zorgen voor de verdere professionalisering van een start-up. Dat kan een verklaring zijn voor het feit dat de meerderheid van de respondenten vermeldden dat ze in de toekomst waarschijnlijk wel op zoek zullen gaan naar formeel venture capital indien ze internationaal willen doorbreken.

Het ophalen van kapitaal blijkt echter niet zo eenvoudig voor ondernemers. In de zoektocht naar extra kapitaal kunnen er zich een aantal problemen voordoen. Ten eerste draagt dit artikel bij aan de literatuur rond de financieringskennis van ondernemers. Uit de bevindingen komt naar boven dat de geïnterviewde ondernemers goed op de hoogte zijn van de verschillende financieringsvormen. Ze deelden mee dat ze die kennis voornamelijk hebben verworven door middel van zelfstudie en dankzij de hulp van allerlei ondersteunende diensten. De literatuur stemt op dit vlak niet overeen met de bevindingen van de respondenten. Uit eerder onderzoek (Seghers et al., 2012) blijkt dat de ondernemerskennis van de verschillende financieringsalternatieven eerder gebrekkig is. Volgens Patzelt (2010) heeft dat te maken met het feit dat oprichters van start-ups voornamelijk een technische achtergrond hebben. De ondernemer kan dat probleem wel verhelpen door het volgen van een bedrijfsgerelateerde opleiding (Seghers et al., 2012). Respondent B1 gaf daarentegen mee dat het financieringslandschap van een start-up zo specifiek is, waardoor een economische studie op vlak van financieringskennis geen meerwaarde biedt. De goede kennis van de verschillende financieringsalternatieven kan enerzijds verklaard worden door de toegenomen beschikbaarheid van informatie. Tegenwoordig zijn er heel wat instellingen, waaronder VLAIO, die start-ups trachten te informeren over de verschillende financieringsalternatieven die beschikbaar zijn voor een start-up (Vlaio, 2019a; Vlaio 2019b). Anderzijds kunnen de verklaringen van de respondenten ook subjectief zijn, waardoor de respondenten eigenlijk minder kennis hebben dan ze lieten uitschijnen.

Daarnaast draagt dit artikel bij aan de netwerk literatuur. In de bevindingen komt

naar voren dat het hebben van ervaring en een groot netwerk als ondernemer een invloed hebben op het verkrijgen van financiering. Zo gaven respondenten C1 en E1 aan dat ze al financiering wisten te versieren via een kennis, terwijl dat anders een moeilijkere opgave zou geweest zijn. Ook vermeldde respondent A1 dat het hebben van eerdere managementervaring in de bedrijfswereld een zekere reputatie met zich meebrengt, wat het makkelijker maakt om in contact te komen met bepaalde personen. In lijn met eerder onderzoek (Hsu, 2007; Hallen, 2008) geeft dit artikel weer dat het hebben van een uitgebreid netwerk een cruciale rol speelt om financiering te verkrijgen. Zeker voor onervaren ondernemers is het opbouwen van een goed netwerk van groot belang (Zhang, 2011; Heuven & Groen, 2012). Verder voegt dit artikel hieraan toe dat ondernemers ook moeten opletten dat er niet te veel aan netwerking gedaan wordt, waardoor ondernemers andere activiteiten in de start-up uit het oog kunnen verliezen. Het ontbreken van een goed netwerk kan zorgen voor een informatie asymmetrie tussen ondernemer en investeerder (Shane & Cable, 2002). Daarom wordt er in de bevindingen ook vermeld dat het belangrijk is om naar buiten te komen met de start-up en gebruik te maken van alle ondersteunende diensten die er zijn om een netwerk te verruimen. Acceleratoren en incubatoren zijn hier een voorbeeld van, maar ook Netwerk Ondernemen, VOKA en VLAIO worden aangehaald als nuttige ondersteunende diensten. Vooral acceleratoren worden door de respondenten als nuttig beschouwd om zich echt naar de groeifase te begeven, terwijl een incubator vooral handig is in de prille beginfase en na verloop van tijd wordt ingeruild voor een professionelere, vaste bedrijfsruimte. Dat komt overeen met de literatuur waar een incubator vooral in de beginfase gezien wordt als een

handig begeleidingsinstrument (Aernoudt, 2004; Galvão et al., 2019), terwijl er bij acceleratoren meer gefocust wordt om een start-up via een kort programma te leren hoe ze zich aan een veranderende omgeving kunnen aanpassen (Cohen, 2013).

Vervolgens draagt dit artikel bij aan de matchingstheorieën tussen een ondernemer en een investeerder. In eerste instantie gaven verschillende respondenten aan dat *storytelling* belangrijk is. Als start-up moet je je sterke punten benadrukken, naast louter het marktpotentieel en de financiële cijfers. Een goede pitch wordt door Clark (2008) en Polzin (2018) eveneens aangehaald als een cruciaal element in het begin van een investeringsproces. Indien er hierna investeringsgesprekken volgen, is het belangrijk dat de ondernemer en investeerder overeenkomen. In case B werd meegedeeld dat er een lange zoektocht aan vooraf ging vooraleer een passende business angel gevonden werd. Overeenstemmend met eerder onderzoek (Shepherd & Zacharakis, 2001) toont dit artikel aan dat het moeilijk is om een goede match te vinden, maar dat dit wel belangrijk is voor de verdere groei van een start-up. Ondanks het bestaan van *business angel networks* (Zu Knyphausen-Aufseß & Westphal, 2018) lijkt het matchingsproces toch een hele uitdaging. Dat kan verklaard worden door het feit dat de persoonlijkheid en capaciteiten van een ondernemer doorslaggevend zijn voor een business angel (Aernoudt, 1999) en een *business angel network* hier dus geen effect op heeft. Uit de bevindingen blijkt dat start-ups op zoek zijn naar een business angel die overeenkomsten vertoont qua sector en persoonlijkheid. Venture capitalists kijken daarentegen vooral naar de financiële rendementen (Clark, 2008). Uit dit artikel komt echter naar voren dat ondernemers hier een andere mening over

hebben. Meerdere respondenten geven aan dat er ook mensen achter een investeringsfonds zitten en er hiermee eveneens een klik moet zijn. Ondernemers verwachten dus meer dan louter een winstmotief van een professionele investeerder (De Clercq et al., 2006). Bovendien kan een investering van een venture capitalist tot gevolg hebben dat een ondernemer de controle verliest en er eventueel een externe CEO wordt aangesteld (Minola & Giorgino, 2008; Denis, 2004). Dit artikel geeft aan dat de meerderheid van de respondenten het verlies van controle niet erg vindt, aangezien ze vooral het succes van hun start-up vooropstellen. Twee respondenten staan hier eerder wel weigerachtig tegenover, tenzij er echt een goede match is en er concrete afspraken gemaakt worden omtrent beslissingsbevoegdheden.

Ten slotte draagt dit artikel bij aan de literatuur omtrent risicoperceptie in Europa. De respondenten geven aan dat België nogal een risico-avers land is, zowel langs ondernemerskant als langs investeerderskant. Een deel van de respondenten gaven aan dat het ophalen van kapitaal voor hen makkelijker lijkt in de Verenigde Staten dan in België. Dat ligt in lijn met de bevindingen van Cumming & Groh (2018) die dat uitbreiden naar een Europees probleem. Die risico-aversie kan eveneens gelinkt worden aan het feit dat Europese venture capitalists ervoor opteren om in een steeds latere fase te investeren (Veugeleers, 2011). In case C werd dat fenomeen expliciet vermeld als een structureel probleem dat ondernemers ervaren tussen de financiering van een business angel en een venture capitalist door een beperkte vervolgfianciering in België, waardoor de "*second equity gap*" in dit artikel bevestigd wordt.

Dit artikel levert eveneens een praktische bijdrage. Voor ondernemers is het

belangrijk dat ze inzien dat financiering een belangrijk onderdeel is van een start-up. Vanaf het begin is het noodzakelijk om te plannen en in te schatten in hoeverre de problemen die besproken worden in deze thesis meegenomen moeten worden in de financieringsstrategie. Op voorhand contacten leggen met vervolfinancierders kan hierbij handig zijn. Zo kan vermeden worden dat ondernemers met hun rug tegen de muur komen te staan op het moment dat ze effectief financiering nodig hebben. Netwerkevents en acceleratoren worden als positief ervaren voor een groeiende start-up. Het verder uitbreiden en verbeteren van die ondersteunende diensten kan een extra meerwaarde bieden om succesvol de transitie naar een scaleup te maken.

Conclusie

Voor een start-up is het belangrijk om een goede balans te vinden tussen de verschillende financieringsalternatieven. Een business angel, schuldfinanciering en subsidies zijn de financieringsmogelijkheden die hierbij frequent worden gebruikt. Een business angel wordt gekozen omwille van zijn sectorgelateerde kennis en het netwerk dat hij met zich meebrengt. Schuldfinanciering en subsidies vormen een handige aanvulling op financiering via eigen vermogen. Schuldfinanciering zorgt er daarnaast ook voor dat je extra kapitaal kan binnenhalen aan lage rentes zonder dat je hierbij extra aandelen moet afgeven. Als start-up moet je wel in aanmerking nemen dat een kredietinstelling hiervoor de nodige waarborgen in de plaats wil. Subsidies zijn dan weer handig om op een goedkopere manier aan O&O te doen of om mensen aan te werven. Naarmate de start-up verder groeit, zal er ook meer gekozen worden voor venture capitalists om te internationaliseren. De zoektocht naar

financiering blijkt niet altijd even makkelijk. Het hebben van een uitgebreid netwerk en ervaring kan hierbij helpen om makkelijker toegang te krijgen tot bepaalde financieringsbronnen of bepaalde mensen. Voor een pas afgestudeerde of een ondernemer met een beperkte ervaring is het hierdoor moeilijker om investeerders te overtuigen. De vele ondersteunende diensten zoals acceleratoren kunnen helpen om een netwerk op te bouwen. Te veel netwerken kan er echter voor zorgen dat andere activiteiten in een start-up verwaarloosd worden. Daarnaast moet de klik met een investeerder er gewoon zijn. Bij een business angel is een persoonlijke 'fit' belangrijk, aangezien een goede samenwerking tussen een business angel en een ondernemer cruciaal is voor de groei van een start-up. Business angels die te professioneel handelen worden best vermeden, aangezien zij een belemmering kunnen vormen op de verdere groeiplannen. Bij een venture capitalist is het financiële aspect van groter belang, maar toch blijft het belangrijk dat er ook een 'fit' is op vlak van waarden en toekomstplannen van een bedrijf. Ook de verdere rol van de oprichter kan best contractueel worden vastgelegd. Aangezien België als een risico-avers land wordt beschouwd, moet een ondernemer vaak al serieuze *financials* neerleggen om in het vizier van een venture capitalist te komen. Verder is het aantal groeifondsen in België beperkt. Dat zorgt voor een structureel financieringsprobleem in de overgang van een start-up naar een scaleup.

Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Deze masterthesis focust zich op de financieringsproblemen waarmee groeiende start-ups geconfronteerd worden in hun

overgang naar een scaleup. In dit onderzoek is ervoor gekozen om start-ups in verschillende sectoren te benaderen die tussen de twee en vijf jaar oud zijn. Een bijkomende vereiste was dat ze al een zekere groei gerealiseerd hadden en nu op zoek waren naar extra financieringsbronnen. De omvang van dit onderzoek is echter beperkt. Zo werden er slechts zes start-ups ondervraagd, waarvan de maatschappelijke zetel in Limburg (BE) gelegen is. Door die beperkte omvang kon er diepgaand ingegaan worden op de financieringsproblematiek bij groeiende start-ups, maar is het onduidelijk of de resultaten veralgemeend kunnen worden. Daarom is het een aanbeveling om te bekijken of de resultaten van dit onderzoek ook bevestigd kunnen worden door start-ups die buiten Limburg gevestigd zijn. Ook het op grote schaal testen van de bevindingen uit dit onderzoek aan de hand van kwantitatief onderzoek zou een interessante optie kunnen zijn, zodat achterhaald kan worden of er statistisch bewijs is voor de bevindingen die in dit onderzoek aangehaald werden.

Daarnaast is er in dit artikel uitsluitend gefocust op groeiende start-ups die de scaleup fase nog niet bereikt hebben. Omwille van die reden zou het ook interessant kunnen zijn om start-ups te interviewen die er wel in geslaagd zijn om door te groeien naar een succesvolle scaleup. De financieringsproblemen die in dit onderzoek zijn aangehaald, kunnen daarbij als referentie dienen. Zo kan er onderzocht worden of ook scaleups geconfronteerd werden met deze financieringsproblemen in een vorige fase en kan er nagegaan worden hoe zij erin geslaagd zijn om die problemen aan te pakken.

Verder is er in de keuze van de geïnterviewde start-ups geen rekening gehouden met de grootte van de start-up. Een groter start-up team kan mogelijk zorgen voor een uitgebreider netwerk. Bijgevolg zou het

interessant zijn om te onderzoeken of de grootte van een start-up team een invloed heeft op het verkrijgen van financiering.

Ten slotte kan het interessant zijn om de invloed van de persoonlijke eigenschappen van een ondernemer op het financieringsproces te onderzoeken. Dat kan bijvoorbeeld gebeuren door eigenschappen van het Big Five persoonlijkheidsmodel te linken aan het (succesvol) vinden van financiering.

Lijst van geraadpleegde werken

- Aernoudt, R. (1999).** Business angels: should they fly on their own wings? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(2), 187-195.
- Aernoudt, R. (2004).** Incubators: tool for entrepreneurship? *Small business economics*, 23(2), 127-135.
- Aernoudt, R. (2005).** Business angels: The smartest money for starters? Plea for a renewed policy focus on business angels. *international Journal of Business*, 10(3).
- Aernoudt, R. (2017).** Executive Forum: the scale-up gap: and how to address it. *Venture Capital*, 19(4), 361-372.
- Aleman, L., & Villanueva, J. (2014).** Early-Stage Investors' Criteria and New Venture Financial Performance: Are They Related?
- Atherton, A. (2012).** Cases of start-up financing: An analysis of new venture capitalisation structures and patterns. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 18(1), 28-47.
- Auken, H. V. (2005).** Differences in the usage of bootstrap financing among technology-based versus nontechnology-based firms. *Journal of Small Business Management*, 43(1), 93-103.
- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., Peters, V., van der Velden, T., & de Goede, M. (2013).** *Basisboek kwalitatief onderzoek: Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. Noordhoff Uitgevers.
- Bains, W., Wooder, S., & Guzman, D. R. M. (2014).** Funding biotech start-ups in a post-VC world. *Journal of Commercial Biotechnology*, 20(1).
- Baxter, P., & Jack, S. (2008).** Qualitative case study methodology: Study design and implementation for novice researchers. *Qualitative Report*, 13(4), 544.
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014).** Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of business venturing*, 29(5), 585-609.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998).** The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), 613-673.
- Bikse, V., Lusena-Ezera, I., & Rivza, B. (2018).** Innovative start-ups: challenges and development opportunities in Latvia. *International Journal of Innovation Science*, 10(2), 261-273.
- Boulton, T. J., Shohfi, T. D., & Zhu, P. (2018).** Angels or sharks? the role of personal characteristics in angel investment decisions. *Journal of Small Business Management*, 57(4), 1280-1303.
- Bretschneider, U., Knaub, K., & Wieck, E. (2014).** Motivations for Crowdfunding: What Drives the Crowd to Invest in Startups? *European Conference on Information Systems (ECIS)*.
- Calopa, M. K., Horvat, J., & Lalic, M. (2014).** Analysis of financing sources for start-up companies. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 19(2), 19-44.
- Carpentier, C., & Suret, J. M. (2015).** Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing*, 30(6), 808-821.
- Cassar, G. (2004).** The financing of business start-ups. *Journal of business venturing*, 19(2), 261-283.
- Cavallo, A., Ghezzi, A., Dell'Era, C., & Pellizzoni, E. (2019).** Fostering digital entrepreneurship from startup to scaleup: The role of venture capital funds and angel groups. *Technological Forecasting & Social Change*, 145, 24-35.
- Chetty, S. (1996).** The Case Study Method for Research in Small-and Medium-Sized Firms. *International Small Business Journal*, 15(1), 73-85.
- Clark, C. (2008).** The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions. *Venture Capital*, 10(3), 257-279.
- Clarysse, B., & Bruneel, J. (2007).** Nurturing and growing innovative start-ups: the role of policy as integrator. *R&D Management*, 37(2), 139-149.
- Cohen, S. (2013).** What do accelerators do? Insights from incubators and angels. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 8(3-4), 19-25.
- Collewaert, V., & Fassin, Y. (2013).** Conflicts between entrepreneurs and investors: the impact of perceived unethical behavior. *Small Business Economics*, 40(3), 635-649.

- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2007).** Funding gaps? Access to bank loans by high-tech start-ups. *Small Business Economics*, 29(1-2), 25-46.
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2010).** On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of business venturing*, 25(6), 610-626.
- Cumming, D. J., Grilli, L., & Murtinu, S. (2017).** Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of corporate Finance*, 42, 439-459.
- Cumming, D., & Groh, A. P. (2018).** Entrepreneurial finance: Unifying themes and future directions. *Journal of Corporate Finance*, 50(50), 538-555.
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003).** Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689-708.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. (2006).** An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- Deloof, M., & Vanacker, T. (2018).** The recent financial crisis, start-up financing and survival. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(7-8), 928-951.
- Denis, D. J. (2004).** Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of corporate finance*, 10(2), 301-326.
- Durufié, G., Hellman, T., & Wilson, K. (2017).** From start-up to scale-up: examining public policies for the financing of high-growth ventures. Bruegel Working Paper 04/2017.
- Ebben, J., & Johnson, A. (2006).** Bootstrapping in small firms: An empirical analysis of change over time. *Journal of Business Venturing*, 21(6), 851-865.
- Eisele, F., Haecker, C., & Oesterle, R. (2004).** German Venture Capitalists Investment Criteria Over Financing Stages. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 3(3).
- Eisenhardt, K. M. (1989).** Building theories from case study research. *The Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Engel, D., & Keilbach, M. (2007).** Firm-level implications of early stage venture capital investment—An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14(2), 150-167.
- Evers, N. (2003).** The process and problems of business start-ups. *The ITB Journal*, 4(1), 3.
- Franck, T., Huyghebaert, N., & D'Espallier, B. (2010).** How Debt Creates Pressure to Perform when Information Asymmetries are Large: Empirical Evidence from Business Start-ups. *Journal of Economics & Management Strategy*, 19(4), 1043-1069.
- Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzel Jr, W. E. (1995).** Angels: personal investors in the venture capital market. *Entrepreneurship & Regional Development*, 7(1), 85-94.
- Galvão, A., Marques, C., Franco, M., & Mascarenhas, C. (2019).** The role of start-up incubators in cooperation networks from the perspective of resource dependence and interlocking directorates. *Management Decision*, 57(10), 2816-2836.
- Gassler, H., Pointner, W., & Ritzberger-Grünwald, D. (2018).** Funding growth and innovation in Austria—financing conditions for SMEs and start-ups. *Financial Stability Report*, H, 3, 59-75.
- Glaser, B. G., & Strauss, A. L. (1967).** *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*. Chicago: Aldine.
- Guler, I., & Guillén, M. F. (2010).** Institutions and the internationalization of US venture capital firms. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 185-205.
- Hallen, B. L. (2008).** The causes and consequences of the initial network positions of new organizations: From whom do entrepreneurs receive investments? *Administrative Science Quarterly*, 53(4), 685-718.
- Harding, R., & Cowling, M. (2006).** Points of view assessing the scale of the equity gap. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13(1), 115-132.
- HeBAN. (2017).** About Us. Geraadpleegd op 24 november 2019, <http://www.heban.gr/about-us-3/>
- Heuven, J., & Groen, A. (2012).** The role of social networks in financing technology-based ventures: An empirical exploration. *Venture capital*, 14(2-3), 131-149.
- Hoening, D., & Henkel, J. (2015).** Quality signals? The role of patents, alliances, and team experience in venture capital financing. *Research Policy*, 44(5), 1049-1064.

- Horváth, K. (2018).** Financial bootstrapping techniques: a systematic review of the literature. *ON RESEARCH*, 1, 84.
- Hsu, D. H. (2007).** Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research Policy*, 36(5), 722-741.
- Huyghebaert, N., & Van de Gucht, L. M. (2007).** The determinants of financial structure: new insights from business start-ups. *European Financial Management*, 13(1), 101-133.
- Huyghebaert, N., Van de Gucht, L., & Van Hulle, C. (2007).** The choice between bank debt and trace credit in business start-ups. *Small Business Economics*, 29(4), 435-452.
- Jones, O., & Jayawarna, D. (2010).** Resourcing new businesses: social networks, bootstrapping and firm performance. *Venture Capital*, 12(2), 127-152.
- Kelle, U. (2005).** "emergence" vs. "forcing" of empirical data? A crucial problem of "grounded theory" reconsidered. *Forum: Qualitative Social Research*, 6(2).
- Kerr, W. R., & Nanda, R. (2009).** Democratizing entry: Banking deregulations, financing constraints, and entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 124-149.
- Khan, S. N. (2014).** Qualitative research method: Grounded theory. *International Journal of Business and Management*, 9(11), 224-233.
- Kleinert, S., Volkman, C., & Grünhagen, M. (2018).** Third-party signals in equity crowdfunding: the role of prior financing. *Small Business Economics*, 1-25.
- Ko, E. J., & McKelvie, A. (2018).** Signaling for more money: The roles of founders' human capital and investor prominence in resource acquisition across different stages of firm development. *Journal of Business Venturing*, 33(4), 438-454.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2010).** Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63(7), 741-747.
- Mason, C. M. (2008).** The real venture capitalists: a review of research on business angels. Working Paper WP08-06, Hunter Center for Entrepreneurship, University of Strathclyde, September 2008, 1-55.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1999).** Venture capital: Rationale, aims and scope. *Venture Capital*, 1(1), 1-46.
- Minola, T., & Giorgino, M. (2008).** Who's going to provide the funding for high tech start-ups? A model for the analysis of determinants with a fuzzy approach. *R&D Management*, 38(3), 335-351.
- Mittens, C. R., Baucus, M. S., & Sudek, R. (2012).** Horse vs. jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors. *Venture Capital*, 14(4), 241-267.
- Moritz, A., & Block, J. H. (2016).** Crowdfunding: A literature review and research directions. In *Crowdfunding in Europe* (pp. 25-53). Springer, Cham.
- Murray, G. (1994).** The Second "Equity Gap": Exit Problems for Seed and Early Stage Venture Capitalists and Their Investee Companies. *International Small Business Journal*, 12(4), 59-76.
- Patzelt, H. (2010).** CEO human capital, top management teams, and the acquisition of venture capital in new technology ventures: An empirical analysis. *Journal of Engineering and Technology Management*, 27(3-4), 131-147.
- Paul, S., & Whittam, G. (2010).** Business angel syndicates: an exploratory study of gatekeepers. *Venture Capital*, 12(3), 241-256.
- Polzin, F., Sanders, M., & Stavlöt, U. (2018).** Do investors and entrepreneurs match? Evidence from The Netherlands and Sweden. *Technological Forecasting and Social Change*, 127, 112-126.
- Ramadani, V. (2009).** Business angels: who they really are. *Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance*, 18(7-8), 249-258.
- Rasmussen, E., & Sørheim, R. (2012).** Obtaining early-stage financing for technology entrepreneurship: Reassessing the demand-side perspective. *Venture Capital: Obtaining Early-Stage Financing for Technology Entrepreneurship*, 14(2-3), 77-89.
- Rutherford, M. W., Pollack, J. M., Mazzei, M. J., & Sanchez-Ruiz, P. (2017).** Bootstrapping: Reviewing the literature, clarifying the construct, and charting a new path forward. *Group & Organization Management*, 42(5), 657-706.
- Schwiebacher, A., & Larralde, B. (2010).** Crowdfunding of small entrepreneurial

ventures. *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming.

Seghers, A., Manigart, S., & Vanacker, T. (2012). The impact of human and social capital on entrepreneurs' knowledge of finance alternatives. *Journal of Small Business Management*, 50(1), 63-86.

Shane, S., & Cable, D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management science*, 48(3), 364-381.

Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 3(2), 129-149.

Strauss, A. L., & Corbin, J. (1999). *Basics of qualitative research: Techniques and procedures for developing grounded theory* (2nd ed.). London: Sage.

Sudek, R. (2006). angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), 89.

Van Auken, H. E. (2001). Financing small technology-based companies: The relationship between familiarity with capital and ability to price and negotiate investment. *Journal of small business Management*, 39(3), 240-258.

Vanacker, T., Manigart, S., Meuleman, M., & Sels, L. (2011). A longitudinal study on the relationship between financial bootstrapping and new venture growth. *Entrepreneurship & Regional Development*, 23(9-10), 681-705.

Vaznyte, E., & Andries, P. (2019). Entrepreneurial orientation and start-ups' external financing. *Journal of Business Venturing*, 34(3), 439-458.

Vervaeck, J., Aernoudt, R., & Meir, J. (2019). ANALYSIS OF THE BELGIAN SCALE-UP GAP: THE FINANCING OF SCALING COMPANIES.

Veugelers, R. (2011). *Mind Europe's early-stage equity gap* (No. 2011/18). Bruegel policy contribution.

Vlaio (2019a). Op zoek naar financiering? Ontdek wat de overheid voor jou kan doen. Belgium: Vlaams Agentschap Innoveren en Ondernemen.

Vlaio (2019b). Overzicht risicokapitaalverschaffers in Vlaanderen. Belgium: Vlaams Agentschap Innoveren en Ondernemen.

Whitehead, G. (2003). Early stage and seed financing for biotechnology start-ups: A UK perspective. *Journal of Commercial Biotechnology*, 9(3), 242-248.

Wilson, K., & Silva, F. (2013). *Policies for seed and early finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire*. OECD science, technology and industry policy papers, No. 9, OECD Publishing.

Wilson, N., Wright, M., & Kacer, M. (2018). The equity gap and knowledge-based firms. *Journal of Corporate Finance*, 50, 626-649.

Winborg, J. (2009). Use of financial bootstrapping in new businesses: a question of last resort? *Venture capital*, 11(1), 71-83.

Winborg, J., & Landström, H. (2001). Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of business venturing*, 16(3), 235-254.

Yin, R. K. (2014). *Case study research: Design and methods* (5th ed.). Los Angeles, Calif: Sage.

Zhang, J. (2011). The advantage of experienced start-up founders in venture capital acquisition: evidence from serial entrepreneurs. *Small Business Economics*, 36(2), 187-208.

Zu Knyphausen-Aufseß, D., & Westphal, R. (2008). Do business angel networks deliver value to business angels? *Venture Capital*, 10(2), 149-169.

Bijlagen

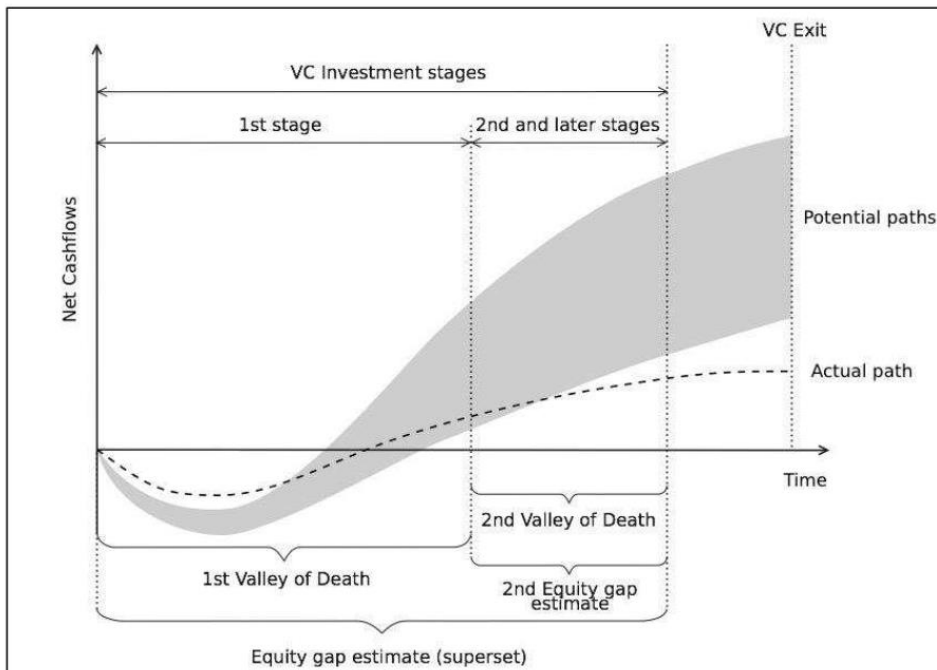
Bijlage – Interviewleidraad

Beste (naam geïnterviewde), ik ben masterstudent Handelswetenschappen aan de Universiteit Hasselt met als afstudeerrichting Accountancy, Financiering en Fiscaliteit. In het kader van mijn masterproef voer ik een onderzoek uit naar de financieringswijze van groeiende start-ups en de financieringsproblemen die hiermee vaak gepaard gaan. Om eventuele financieringsproblemen in kaart te brengen, worden er interviews afgenomen bij verschillende start-ups. Het interview zal maximaal 1 uur duren. Ik zou u op voorhand alvast willen bedanken voor uw tijd en medewerking aan dit onderzoek. Indien u het niet erg vindt, zou ik dit gesprek graag opnemen. Dat zorgt ervoor dat het interview achteraf makkelijker verwerkt kan worden. Er zal op een anonieme en vertrouwelijke manier omgegaan worden met de informatie die u ter beschikking stelt. Indien u dat wenst, kan er een uitgewerkte versie van de masterproef aan u bezorgd worden wanneer deze volledig af is.

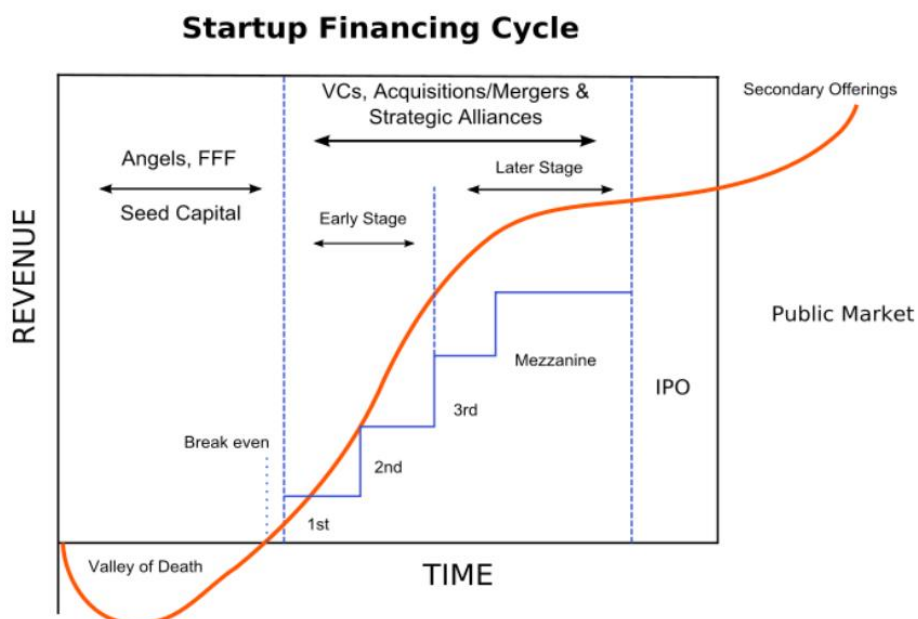
1. Zou u uzelf en uw start-up even kunnen voorstellen?
2. Financiering is heel belangrijk voor een start-up. Bent u op de hoogte van de verschillende financieringsalternatieven die beschikbaar zijn voor een start-up?
 - a. Zo ja, hoe heeft u deze financiële kennis verworven?
 - b. Zo nee, hoe heeft u het gebrek aan financiële kennis opgevangen?
3. Hoe wordt de start-up momenteel gefinancierd?
4. Waarom is er juist voor die financieringsbron(nen) gekozen, welke voordelen zaten hieraan verbonden voor uw start-up volgens u?
5. Hoe bent u in contact gekomen met deze financieringsbronnen?
6. Had u al veel bedrijfscontacten (bv met leveranciers, investeerders, partners) voordat u deze start-up hebt opgericht?
7. Hebben deze eerdere contacten in de bedrijfswereld geholpen bij het vinden van financiering voor uw start-up?
 - a. Zo ja, op welke manier hebben eerdere contacten hierbij geholpen?
 - b. Zo nee, vormde een gebrek aan contacten in de bedrijfswereld voor een probleem op vlak van financiering?
8. Maakt uw start-up ook gebruik van minder voor de hand liggende, maar creatieve financieringsmanieren zoals subsidies, uitstel van betalingen, snelle facturering, ...
9. Vindt u het moeilijk om investeerders te overtuigen om in uw start-up te investeren?
 - a. Zo ja, welke moeilijkheden hebben zich er al voorgedaan?
 - b. Zo ja, wat waren volgens u de oorzaken van die moeilijkheden?
 - c. Zo ja, hoe bent u met die moeilijkheden omgegaan?
 - d. Zo nee, hoe slaagt u erin om investeerders telkens weer te overtuigen?
10. Bent u gevestigd in een incubator?
 - a. Zo ja, heeft deze incubator een invloed gehad om de groei van de start-up en het vinden van financiering?
 - b. Zo nee, waarom zijn jullie niet gevestigd in een incubator?
11. Heeft uw start-up al gebruik gemaakt van een acceleratorprogramma?
 - a. Zo ja, heeft dit acceleratorprogramma een invloed gehad om de groei van de start-up en het vinden van financiering?
 - b. Zo nee, waarom niet?

12. Wat zijn de groeiplannen van de start-up voor de komende jaren?
13. Hoe is uw start-up van plan om deze groeiplannen te financieren?
14. Bijkomende financiering kan ervoor zorgen dat u de controle verliest over uw start-up. Hoe staat u hier tegenover als founder/CEO?
15. Dit waren de interviewvragen. Hebt u zelf nog iets dat u kwijt wil of waarvan u denkt dat het belangrijk is omtrent het onderwerp?

Bijlage – Figuren



Figur 1: (Wilson, Wright & Kacer, 2018).



Figur 2: HeBAN, (2017).