



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Het gebruik van IE-activa als toegangsmogelijkheid tot financieringsbronnen voor KMOs in België

Jasper Carpentier

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS

BEGELEIDER :

Mevrouw Lien VEKEMANS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

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

2021
2022



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Het gebruik van IE-activa als toegangsmogelijkheid tot financieringsbronnen voor KMOs in België

Jasper Carpentier

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS

BEGELEIDER :

Mevrouw Lien VEKEMANS

Het gebruik van IE-activa als toegangsmogelijkheid tot financieringsbronnen voor KMOs in België

Abstract

Kleine en Middelgrote Ondernemingen vertegenwoordigen, zowel in België als over de hele wereld, de meerderheid van de ondernemingen. Dergelijke bedrijven zijn van cruciaal belang voor de economie en de samenleving. Toegang tot voldoende financiering heeft dan ook een grote invloed op innovatie, groei, en bijgevolg ook de overlevingskansen van een dergelijk bedrijf. Ook voor bedrijven met intellectueel eigendom is het vinden van de nodige financiering van cruciaal belang. Op basis van een verkennend kwalitatief onderzoek, waarvoor er vier diepte-interviews afgenomen worden met de vraag-en aanbodkant van een financiering, worden verschillende manieren om externe financiering op te halen voor innovatieve Kleine en Middelgrote Ondernemingen vergeleken. Daarnaast wordt ook bekeken hoe deze gebruikt kunnen worden om traditionele bankfinanciering op te halen, wat een moeilijkheid blijkt te zijn voor innovatieve Kleine en Middelgrote Ondernemingen. Door de bestaande literatuur te combineren met de resultaten van dit verkennend kwalitatief onderzoek, worden er proposities geformuleerd die interessant kunnen zijn voor toekomstig onderzoek.

1. Inleiding

Kleine of Middelgrote Ondernemingen, hierna KMOs genoemd, worden steeds weer geconfronteerd met de moeilijkheden omtrent het vinden van externe financiering (Kersten et al., 2017). Dat terwijl KMOs niet alleen in België maar ook elders in Europa zeer belangrijke spelers zijn in de economie. KMOs verantwoordt ongeveer 90% van het Europese bedrijfslandschap en spelen een sleutelrol in de innovatie van het economische landschap en het scheppen van werkgelegenheid: met 88,8 miljoen jobs genereren zij twee derde van alle jobs in de private sector. (ESBA, 2015).

In vergelijking met grote bedrijven zijn KMOs echter gevoeliger voor regelgeving en administratieve lasten en vele fiscale stimulansen bevoordelen vaak enkel de belastbare bedrijven maar niet noodzakelijk de verlieslatende, zoals de vele startups (Pucher et al., 2015). Door hun risicovolle activiteiten en onzekerheid bij de investeerders moeten KMOs bovendien hogere interesten op hun leningen dan de grote spelers betalen. De looptijden op hun leningen zijn korter en er moet meer onderpand worden ingelegd (Pucher et al., 2015).

Volgens de OESO hebben de financiële crisis en de blijvende onzekerheid in de Europese bankensector (structurele zwakheden, Basel III- hervormingen...) dit verschil enkel vergroot. Nieuwe aanpakken zoals peer-to-peer lenen en crowdfunding steken de kop op, maar deze blijven voorlopig slechts marginale beleningsmogelijkheden (OESO, 2014; Pucher et al., 2015). Om een succesvol ondernemersklimaat voor KMOs te creëren moet zij dus voldoende toegang verwerven tot bedrijfsfinanciering, in het bijzonder tot durfkapitaal (ESBA, 2015).

Het laatste decennium zijn intellectuele eigendomsactiva toenemend gaan bijdragen aan de marktwaarde van ondernemingen, in het bijzonder KMOs (FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie, 2022). Intellectueel eigendom (hierna IE), wordt volgens Bhattacharya en Saha (2011) gedefinieerd als ideeën, uitvindingen en creatieve uitingen op basis waarvan er een publieke bereidheid bestaat om de status van eigendom hieraan te verlenen. Intellectuele eigendomsrechten zijn bepaalde exclusieve rechten verleend aan de uitvinders of makers van dat eigendom, om hen in staat te stellen commerciële voordelen te halen uit hun IE.

Het toenemend belang van IE is vooral te wijten aan de opkomst van een nieuwe economie, zijnde de kennis-of data-economie (FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie, 2022). In dit onderzoek wordt dan ook de nadruk gelegd op IE-rijke KMOs en focussen we op de mogelijke oplossingen voor hun specifieke problemen op het gebied van externe financiering in België. Externe financiering voor innovatieve KMOs zou moeten worden gestimuleerd in plaats van bemoeilijkt te worden aangezien innovatie zorgt voor economische groei. Vandaar dat de onderzoeksvraag van deze masterproef is:

Hoe kunnen IE-rijke KMOs externe financiering verkrijgen in België?

Om deze onderzoeksvraag te onderzoeken wordt er een kwalitatief onderzoek gevoerd door middel van semi-gestructureerde interviews af te nemen met de vraag-en aanbodkant van een financiering waar de vraagkant intellectuele eigendomsrechten ter beschikking heeft. Deze methode zal gehanteerd worden aangezien deze het mogelijk maakt om het onderzoek te voeren vanuit het perspectief van de verschillende bevraagde personen uit de praktijk (Yin, 2009). De analyse van deze cases zal leiden tot verschillende theoretische proposities die in toekomstig onderzoek kunnen onderzocht worden.

Toegang tot externe financiering voor IE-rijke KMOs aan redelijke voorwaarden is een onderwerp dat frequent onderzocht wordt in wetenschappelijke literatuur. Dit onderzoek probeert de situatie in België rond deze problematiek op drie manieren in kaart te brengen. Ten eerste op vlak van de wetgeving. Ten tweede probeert het onderzoek een overzicht te bieden van de mogelijke alternatieven om externe financiering op te halen binnen België. Ten laatste bekijkt het onderzoek de mate van overheidsmaatregelen binnen Vlaanderen en België om de toegang tot externe financiering voor IE-rijke KMOs te bevorderen. Op die manier kan er in kaart gebracht worden hoe Belgische innovatieve KMOs aan de financiering kunnen geraken die ze nodig hebben om te overleven, te groeien en een meerwaarde te betekenen voor de maatschappij.

Het vervolg van het onderzoek zal er als volgt uitzien. Er wordt verder gegaan met een beschrijving van de bestaande literatuur over dit onderwerp. Na de methodologie te overlopen worden de resultaten weergegeven en worden de proposities geformuleerd. Het onderzoek wordt afgesloten met een discussie en conclusie.

2. Literatuurstudie

Wet KMO-financiering

In België heeft men getracht middels de Wet KMO-financiering van 21 december 2013 en de wetwijziging van 21 december 2017, om de toegang voor KMOs tot bankfinanciering te vergemakkelijken. Het doel van deze wet is vooral de toegang tot externe financiering eenvoudiger maken voor KMOs door middel van het verzekeren van voldoende transparantie omtrent het kredietaanbod in de precontractuele fase, het evenwicht in de contractuele relatie tussen kredietgever en onderneming verzekeren maar vooral de kredietverlening aan ondernemingen vergemakkelijken (Fiers, 2018).

Ondanks deze wetwijzigingen blijft het vinden van externe financiering voor KMOs een probleem dat wereldwijd wordt erkend. Het vinden van een oplossing voor dat probleem is dan ook van cruciaal belang om KMOs de middelen te geven waar ze nood aan hebben.

Bovendien zijn er nog enkele gevaren die ervoor kunnen zorgen dat financieringsbeperkingen verder gaan vergroten in plaats van gaan verkleinen. Voor de KMOs die niet of minder bezig zijn met innovatie zijn er drie soorten marktfalen te onderscheiden die ervoor kunnen zorgen dat het proces voor het vinden van financiering nog bemoeilijkt wordt. Ten eerste missen financiële instellingen vaak cruciale informatie omtrent het kredietrisico. Vaak wordt dat risico negatiever ingeschat dan het in werkelijkheid is, met andere woorden gaan de kredietverleners er vaak vanuit dat KMOs hun betalingen moeilijker kunnen nakomen waardoor er beslist wordt geen krediet te verlenen (Kersten et al., 2017).

Ten tweede is het wettelijk kader omtrent de zekerheidsstelling van bepaalde activa in veel landen nadelig waardoor het verstrekken van een lening minder interessant is voor een financiële instelling. Hier zou een hervorming van het wettelijk kader de zekerheidsstelling van activa kunnen vergemakkelijken (Kersten et al., 2017).

Ten derde is er in de financiële sector minder competitie dan in de meeste andere sectoren. Dat zorgt ervoor dat financiële dienstverleners minder bereid zijn om een hoger risico te nemen zonder dat de opbrengst navenant is zoals voor KMOs vaak het geval is. Ook hier dient dus een oplossing voor te komen (Kersten et al, 2017).

Financiering KMOs

Financiering voor KMOs of bedrijven in het algemeen kan opgedeeld worden in twee voorname groepen. Enerzijds is er interne financiering en anderzijds is er externe financiering (Eniola & Entebang, 2015; Fadil & St-Pierre, 2021). Met interne financiering wordt bedoeld dat een onderneming volledig aangewezen is op interne middelen. Bij externe financiering tracht men financiële middelen te vinden bijvoorbeeld door commerciële banken of business angels (Eniola & Entebang, 2015). De *pecking order theory* stelt dat de manier waarop het bedrijf aan financiering geraakt samenhangt met de voorkeuren van de managers (Myers & Majluf, 1984; Fadil & St-Pierre,

2021). Interne financiering zal vaak de voorkeur krijgen maar indien externe financiering nodig blijkt, zullen schulden de voorkeur krijgen op uitgave van eigen vermogen (Myers & Majluf, 1984; Fadil & St-Pierre, 2021).

Als er dan specifiek naar KMOs gekeken wordt valt het op dat dergelijke bedrijven vooral beroep willen doen op bankfinanciering (Steijvers et al., 2004; Rao et al., 2021). De redenen achter de vraag naar externe financiering kunnen divers zijn. Een eerste reden is dat een bedrijf financiering nodig heeft om te kunnen investeren in innovatie om hierdoor operationeel en financieel te groeien. Hiervoor zullen de interne financiële middelen vaak niet voldoende voor zijn (Steijvers et al. 2004). Deze investeringen in innovatie zullen ook voor economische groei en jobcreatie voor de maatschappij zorgen (Kersten et al., 2017).

Ten tweede heeft een onderneming financiële middelen nodig om de continuïteit te garanderen (Steijvers et al., 2004). Een onderzoek van Ropega (2011), dat de oorzaken achter het falen van een KMO onderzocht, stelde dat het gebrek aan financiering deels een trigger kan zijn van faillissementen voor KMOs. Zo bleek uit het onderzoek dat onder andere een te hoge schuldgraad, een slecht beheer van kapitaal en een te laag startkapitaal door de respondenten als voornaamste redenen achter het falen van een KMO werden gezien. Ook bleek dat het gebrek aan cash voor de lopende activiteiten als grootste bijkomende reden werd gezien door de respondenten omdat het bedrijf dan minder gewapend is tegen onvoorziene gebeurtenissen.

Uit een recent onderzoek van de Europese Commissie blijkt iets minder dan de helft van de Belgische KMOs aan te geven dat ze obstakels ondervinden om hun ontwikkeling te financieren. Een minderheid van ondernemingen geeft aan dat ze door diverse struikelblokken worden gehinderd. Het gebrek aan borgen of garanties is voor 11 % van de kleine en middelgrote ondernemingen een aanzienlijke hinderpaal (European Commission, Survey on the Acces to Finance of Enterprises (SAFE), results 2021).

Financieringsproblemen IE-rijke KMOs

KMOs vinden zoals eerder aangegeven moeilijk toegang tot externe financiering. Innovatieve KMOs, waaronder KMOs met IE, worden nog meer geconfronteerd met de moeilijkheden omtrent het vinden van externe financiering. Een voorname reden hiervoor is dat er geen duidelijk verband is tussen de zekerheid en de onderliggende activa. Ook kan de complexiteit van een IE en het gebrek aan transparantie van het IE-rijke bedrijf resulteren in wantrouwen van de financiële instelling (Kersten et al., 2017; FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie, 2022). Dat zijn nog maar enkele redenen waarom KMOs, en innovatieve KMOs nog meer, geconfronteerd worden met financieringsmoeilijkheden. Dit fenomeen heeft onder meer te maken met kredietrantsoenering. Er is sprake van kredietrantsoenering wanneer dat een lener geen lening krijgt aan de geldende marktprijs of boven de marktprijs terwijl de werkelijke risico-opbrengstverhouding van de lener gelijk kan zijn aan die van een andere lener die wel een lening krijgt (Stiglitz & Weiss, 1981; Koning & Scholtens, 1996; Levenson & Willard, 2000; Steijvers et al., 2004; Farinha & Felix, 2015). Kredietrantsoenering wordt getriggerd door enkele factoren, gelinkt aan het principaal-agent

probleem, die het proces tot financiering voor KMOs bemoeilijken. Het principaal-agentprobleem is de situatie waarin een persoon, de agent, in staat wordt gesteld om beslissingen te nemen in naam van een andere persoon of organisatie. Een dergelijke situatie zou kunnen zorgen dat er inefficiënt gehandeld zal worden omdat de agent, het bedrijf dat financiering nodig heeft, niet enkel de belangen van de opdrachtgever, de financiële dienstverlener, voorop zal stellen maar ook in eigenbelang zal optreden (Eisenhardt, 1989; Mole, 2002; De Rassenfosse, 2010; Castillo et al., 2021).

Een eerste factor die de mate van kredietrisico's beïnvloedt is *information transparency* (Levenson & Willard, 2000, Kersten et al., 2017). Dat is het fenomeen dat een bedrijf niet enkel de informatie deelt met externe partijen die wettelijk verplicht is maar daarbovenop alle bijkomende informatie voorziet voor externen om een objectief oordeel te vormen (Winkler, 2000; Turilli & Floridi, 2009). Toegepast op het onderzoek slaat dit op alle informatie die de financiële instelling nodig heeft om een beter onderbouwd oordeel te vellen over het al dan niet verlenen van een krediet. Verschillende onderzoeken, waarin factoren bekeken werden die moeilijkheden in het financieringstraject konden veroorzaken, kwamen tot de conclusie dat *information transparency* een aanzienlijke rol kan spelen in het beslissingsproces van een financiële dienstverlener voor een kredietaanvraag van een KMO (Turilli & Floridi, 2009; Zairani & Zaimah, 2013; Kersten et al., 2017). Een gevolg van *information asymmetry* is *adverse selection*. *Adverse selection* treedt op wanneer de kredietaanvrager informatie over hun risico heeft die de kredietverleners niet hebben en deze informatie gebruikt bij het maken van hun beslissingen (Akerlof, 1970; Berger & Udell, 1998; Steijvers et al., 2004; Hyytinen & Väänänen, 2006; Cohen & Siegelman, 2010).

Een tweede voorname drijver die ervoor zorgt dat banken sceptisch tegenover KMOs staan is *moral hazard* (Arrow, 1963; Berger & Udell, 1998; Steijvers et al., 2004; Castillo et al., 2021). *Moral hazard* refereert naar de problemen waarmee een externe financierder wordt geconfronteerd na het toekennen van financiering. Een voorbeeld van *moral hazard* is wanneer er risico verhogend gedrag optreedt indien het risico dat met dat gedrag gepaard gaat niet direct op de persoon in kwestie zijn uitwerking heeft (Hyytinen & Väänänen, 2006; Castillo et al., 2021). Indien een bedrijf financiering heeft kunnen verkrijgen bij de bank bestaat er de kans dat er nadien beslissingen genomen kunnen worden die meer risico met zich meebrengen omdat het risico grotendeels door de bank gedragen wordt. Een andere vorm van het *moral hazard* effect is wanneer de bank hogere intrestvoeten oplegt. Bedrijven zullen projecten met een hogere risicograad selecteren. In dit geval kan de financiële dienstverlener het gedrag van de ontleners niet voldoende controleren (Steijvers et al., 2004).

Er bestaan echter enkele theoretische oplossingen die ervoor zorgen dat innovatieve KMOs alsnog een krediet kunnen verkrijgen bij de bank. Een eerste mogelijke oplossing is waarborgverlening (Berger & Udell, 1998; Steijvers et al., 2004). Binnen het begrip waarborgen kan er het onderscheid gemaakt worden tussen persoonlijke waarborgen en zakelijke waarborgen. Persoonlijke waarborgen worden door de eigenaar van de KMO toegekend en maken geen deel uit van de wettelijke entiteit van het bedrijf. Wanneer er een waarborg wordt gesteld die betrekking heeft op de activa van het bedrijf spreken we van zakelijke waarborgen (Steijvers et al., 2004; Kersten et al., 2017).

Een bijkomende vorm van zekerheidsstelling zijn garanties (Berger & Udell, 1998). Dit houdt in dat het individu verantwoordelijk gesteld kan worden voor de betaling indien de KMO hier zelf niet aan kan voldoen (Steijvers et al., 2004). Toegepast op KMOs met IE is het omwille van het immateriële karakter van een intellectueel eigendomsrecht moeilijk om dit als zakelijke waarborg op te nemen (Berger & Udell, 1998; Steijvers et al., 2004; Kersten et al., 2017).

Een andere mogelijke oplossing is om beperkende convenanten of afspraken op te nemen in de overeenkomst (Smith & Smith, 2000; Steijvers et al., 2004). Het opnemen van dergelijke convenanten kan de informationele ondoorzichtigheid beperken door middel van specifieke ratiovereisten voorop te stellen of de beslissingsbevoegdheid over de financiële situatie te beperken. Deze convenanten zullen vooral bij kredieten op de lange termijn een oplossing kunnen vormen omdat hier een grotere kans is dat er na verloop van tijd overgeschakeld wordt naar projecten met een hoger risico (Steijvers et al., 2004). Ook de looptijd van een krediet kan een invloed hebben op het toekennen van een krediet. Bij een krediet op de lange termijn zal de kans groter zijn dat het risicoprofiel doorheen het traject wijzigt of dat de KMO in financiële moeilijkheden terecht komt. Indien de KMO zou opteren voor een opeenvolging van kredieten op de korte termijn kan de bank langs zijn kant regelmatig onderhandelen over de voorwaarden van het krediet. Dit zal de kans op informatieproblemen verkleinen (Steijvers et al., 2004).

Een laatste mogelijke oplossing is relatiebankieren (Steijvers et al., 2004). Dit houdt in dat een nauwe relatie met de kredietaanvrager ervoor zorgt dat de bankier een duidelijk inzicht krijgt over het functioneren van de onderneming en de interactie met de directe omgeving. Daarenboven kan de bankier ook een beter zicht krijgen op de capaciteiten van de ondernemer waardoor het een betere totaalinschatting kan maken van de kredietwaardigheid van de KMO. Dit zou de mate van informatie asymmetrie verlagen en het *moral hazard* gedrag verminderen waardoor banken sneller geneigd kunnen zijn om een krediet aan de KMO te verlenen (Ennew & Binks, 1996; Steijvers et al., 2004).

Alternatieven voor bankfinanciering IE-KMOs

Aangezien IE-KMOs dus nog gevoeliger zijn voor deze bovenstaande drijvers zullen deze bedrijven vaker op zoek moeten naar andere vormen van externe financiering. Een eerste mogelijkheid is financiering door middel van risicokapitaal (Steijvers et al., 2004; Rao et al., 2021). Risicokapitaal wordt gedefinieerd als geld van professionals dat geïnvesteerd wordt in jonge, snelgroeiende bedrijven die het potentieel hebben om zich te ontwikkelen tot belangrijke economische spelers (Gompers & Lerner, 2001; Holtslag et al., 2021). Dergelijke durfkapitaalfondsen leveren niet enkel kapitaal aan de KMO maar ze fungeren ook als strategische partner (Mason & Harrison, 2008). Ook kan de verlener van het kapitaal het management van de KMO ondersteunen bij belangrijke beslissingen, al dan niet door middel van een plaats in de raad van bestuur. Om het risico dat gepaard gaat met innovatieve KMOs te beperken zal een durfkapitaalfonds een aantal maatregelen nemen om een zo compleet mogelijk totaalbeeld van de situatie te vormen. Zo gaat er alvorens een investering te doen een grondige screening aan vooraf zodanig dat de mate van informatie

asymmetrie zo klein mogelijk gehouden kan worden. Een andere maatregel kan zijn om mogelijke compensaties of beperkende convenanten in de overeenkomst op te nemen. Zoals hierboven aangehaald kan het fonds ook vragen om een plaats in de raad van bestuur te krijgen om de bedrijfsvoering van zo dicht mogelijk te kunnen volgen en indien nodig hier een invloed op te kunnen uitoefenen (Munari & Oriani, 2011). In recente jaren is de aanwezigheid van durfkapitaalverleners een indicatie dat het bedrijf bovenop een financieel rendement ook een sociaal of ecologisch rendement tracht te behalen. Zij zullen dan ook een belangrijke rol spelen op vlak van duurzaamheid bij KMOs. Daarom is het te verwachten dat durfkapitaalfondsen een belangrijke rol zullen spelen bij het financieren van duurzame markttransformaties (Agrawal, 2018; Holtslag et al., 2021).

Een ander veelgenoemd alternatief is crowdfunding. Crowdfunding wordt gedefinieerd als een methode om financiering op te halen door direct of indirect aandelen te verkopen aan een groep investeerders via internet. Waar crowdfunding vroeger vooral diende om creatieve projecten, zoals boeken en films, te financieren is het tegenwoordig geëvolueerd naar een type van financiering dat het potentieel heeft om het systeem omtrent risicokapitaal te veranderen (Fenwick et al., 2017; Cummings et al., 2020; Rao et al., 2021). Crowdfunding maakt het mogelijk om in een groep van individuen relatief lage bijdragen te vragen waarbij er voor de KMO minder contractuele verplichtingen zijn maar wel aan de financieringsvraag voldaan is (Fenwick et al., 2017).

Er zijn vier categorieën van crowdfunding te onderscheiden. Ten eerste heb je *donation-based crowdfunding*, waar het publiek een donatie doet aan het bedrijf. Dit is een veelvoorkomende manier voor creatieve projecten. Bij *reward-based crowdfunding* zal de investeerder een beloning verwachten, dit kan in de vorm van een product of een bepaald voordeel zijn. Bij *lending-based crowdfunding*, zal het geïnvesteerde bedrag ter beschikking gesteld worden in de vorm van een lening. Het bedrijf zal het bedrag dat de individu heeft betaald na verloop van tijd terugbetalen met een interest daarbovenop. Een laatste vorm is *equity-based crowdfunding*, hier zal de investeerder een vergoed worden door het bedrijf in de vorm van aandelen in het bedrijf, dit is de meest voorkomende vorm bij startups en innovatieve KMOs (Fenwick et al., 2017).

Ook overheden kunnen maatregelen nemen om de toegang tot financiering voor innovatieve KMOs, of KMOs in het algemeen te vergemakkelijken. De mate van overheidsinterventies en ook de manier waarop deze overheidsinterventies zijn uitwerking hebben zullen voor elke regio anders zijn. Zo stelt het onderzoek van Kersten et al. (2017) dat interventies door overheden om toegang tot financiering voor KMOs te stimuleren een belangrijk aspect is van de ontwikkelingsstrategie.

In België zijn er verscheidene beleidsmaatregelen op federaal of regionaal niveau geïmplementeerd en zijn er verschillende subsidies per Belgisch gewest waarbij KMOs kunnen genieten van een financiële toelage (FOD Economie, K.M.O, Middenstand en Energie, 2022). Tevens werden er een aantal specifieke belastingregimes ingevoerd die innoverende actoren belonen (FOD Financien).

Ten laatste zijn er ook vanuit Europees standpunt stappen gezet om het probleem van financiering voor KMOs aan te pakken. Het onderzoek van Denoncourt uit 2017, dat wereldwijde initiatieven

omtrent dit probleem in kaart brengt, stelt dat de Europese Commissie in 2014 een panel van experts heeft opgestart om te analyseren wat de invloed van de waardering van IE is op het beleid omtrent innovatie en waar er zich problemen voordoen. Het onderzoek benadrukt een significant verschil omtrent financiering aan KMOs en financiering aan grote bedrijven die geregeld aandelen verhandelen. In het onderzoek wordt er ook verwezen naar verschillende interviews met financiële instellingen waaruit blijkt dat IE vaak te risicovol is om gebruikt te worden als onderpand voor een lening. Een steeds wederkerend probleem uit de literatuur is het feit dat het waarderen van dergelijke IE activa nog steeds zeer moeilijk blijkt te zijn. Vanuit de Europese commissie zijn er nog geen specifieke maatregelen genomen om het probleem op te lossen maar de aanwezigheid van het probleem is reeds aangekaart.

3. Methodologie

Om de vooropgestelde onderzoeksvraag te beantwoorden wordt er gebruikt gemaakt van een kwalitatief onderzoek op basis van een multiple case study (Rowley, 2002; Eisenhardt & Graebner, 2007). Deze methode helpt bij het onderzoeken en begrijpen van het onderwerp vanuit het perspectief van de verschillende bevroegde personen (Yin, 2009). Aangezien er weinig onderzoek is gedaan naar het onderwerp, wordt er een exploratief onderzoek uitgevoerd waarin de data verzameld wordt alvorens deze open, axiaal en selectief te coderen. De analyse en het opstellen van proposities zal gebeuren na het verzamelen van de data. Deze manier van werken wordt ook wel *grounded theory* genoemd (Martin & Turner, 1986). Een multiple case study biedt doorgaans een betere basis bij het voeren van een verkennend onderzoek (Yin, 1994).

Case selectie

De cases zijn heel specifiek geselecteerd op basis van enkele criteria waardoor met gerichte steekproeven wordt gewerkt (Yin, 1989; Patton, 2015). Ten eerste kwamen enkel KMOs in aanmerking voor de cases. Volgens de Europese KMO-definitie moet het gaan over een zelfstandig bedrijf met een maximum van 250 werknemers, een omzet van maximum 50 miljoen euro of een balanstotaal van 43 miljoen euro (Keskgn et al., 2010). Voor de laatste twee voorwaarden dient er aan één van de twee voldaan te zijn. Ten tweede diende er een IE aanwezig te zijn in het bedrijf, zoals een octrooi of een auteursrecht. Ten laatste moest het bedrijf zich in België situeren, waar de geselecteerde cases in Belgisch Limburg gesitueerd zijn maar wel opereren over heel België. De studie richt zich op KMOs die IE ter beschikking hebben en die in België gesitueerd zijn. De reden achter deze strategie is om ervoor te zorgen dat er respondenten worden geselecteerd die antwoorden kunnen bieden op de onderzoeksvraag (Yin, 2018). Het onderzoek bekijkt twee cases waarbij zowel de vraagzijde als de aanbodzijde van de financiering bevroegd worden. In onderstaande tabel worden er meer karakteristieken van de geïnterviewde bedrijven gegeven.

Zoals eerder vermeld zijn beide cases Belgische KMOs met IE. De reden hiervoor is dat het onderzoek focust op de financiering van dergelijke innovatieve bedrijven. Aangezien het gaat over Belgische KMOs is het belangrijk om een financiële dienstverlener te bevroegen die zich voornamelijk in België situeert. De resultaten die uit deze interviews voortkomen, worden als basis gebruikt voor de analyse en het ontwikkelen van proposities voor toekomstig empirisch onderzoek (Martin & Turner, 1986).

Respondent	Opgericht	Sector	Functie respondent	Voornaamste manier(en) van financiering	Balanstotaal	Aantal werknemers
B1	1935	Financiële dienstverlening	Kredietbesliser	N.V.T.	30.615.294.842	40.000
B2	1935	Financiële dienstverlening	KMO-adviseur	N.V.T.	30.615.294.842	40.000
C1	2011	IT-consultancy	Bestuurder	Strategische partner, OH-maatregelen	1.213.556	5
C2	2013	Computerconsultancy	Gedelegeerd bestuurder	Crowdfunding, bankfinanciering, OH-maatregelen	2.551.577	11

Tabel 1: Karakteristieken van de respondenten

Dataverzameling

Voor de verzameling van de data wordt gebruik gemaakt van semi-gestructureerde interviews. Op die manier kan er een goed inzicht verworven worden over de ervaringen en kunnen de ideeën van de respondenten in kaart gebracht worden (Fontana & Frey, 1994; Pettigrew, 1997; Qu & Dumay, 2011; Stake, 2000). Ook zorgen dergelijke interviews voor meer gedetailleerde informatie in vergelijking met de 'vraag en antwoord' interviews (Cruz & Nordqvist, 2012). In totaal werden vier semi-gestructureerde interviews afgenomen in een één-op-één context. De duur van de interviews varieerde van 30 minuten tot 45 minuten. Er werd telkens gebruik gemaakt van een interviewleidraad. De interviewleidraad voor respondenten van het bedrijf is terug te vinden in appendix A. De interviewleidraad die werd gebruikt tijdens de interviews met bankmedewerkers is terug te vinden in appendix B.

Tijdens de interviews werd hoofdzakelijk gefocust op de oplossingen om bankfinanciering op te halen bij banken. Gezien het talrijke aantal bestaande oplossingen, werd gekozen om voornamelijk te focussen op de meest voorkomende oplossingen en alternatieven in de literatuur. In de eerste fase, de fase waarin alles werd voorgesteld, werd het woord vooral aan de respondent gelaten. Nadat deze fase voorbij was, pikte de interviewer in op interessante antwoorden van de respondenten om hier dieper op in te gaan. Op die manier werd getracht een gedetailleerder beeld te schetsen van de perspectieven die de respondent over het onderwerp heeft. Alle interviews zijn opgenomen en getranscribeerd om te gebruiken voor de verdere analyse van de resultaten.

Data-analyse

De analyse van de data gebeurde in twee stappen, enerzijds *within case analysis* en anderzijds *cross case analysis* (Eisenhardt & Graebner, 2007; Cesaroni & Sentuti, 2017). In de eerste stap werd elk interview volledig getranscribeerd waarna de belangrijkste citaten in een tabel gezet werden. Vervolgens werden deze citaten opgedeeld in verschillende categoriën, ook wel open code genoemd, om deze daarna te linken aan de onderzoeksvraag (Williams & Moser, 2019).

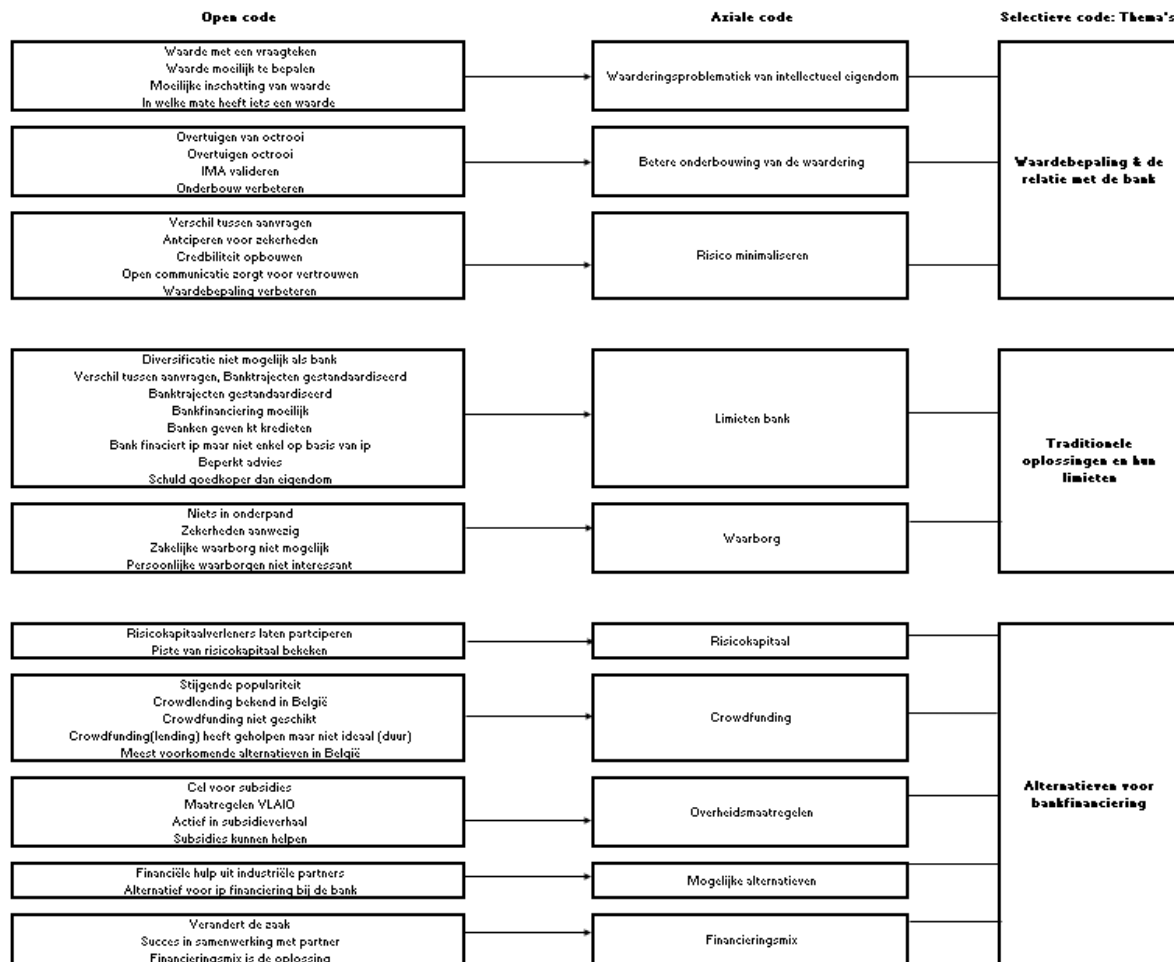
In de tweede stap werden deze categoriën herbekeken en verder gespecificeerd tot axiale code. In verschillende stappen werden codes toegewezen zodat een opsplitsing gemaakt kon worden van meerdere categoriën gelinkt aan de onderzoeksvraag (Williams & Moser, 2019).

Ten laatste werd deze axiale code een laatste keer gespecificeerd tot drie belangrijke categoriën die samen een antwoord vormen op de onderzoeksvraag. Deze categoriën worden in het volgende deel weergegeven en verder besproken (Williams & Moser, 2019).

4. Resultaten

Het analyseren van de data maakt het mogelijk om drie hoofdthema's te onderscheiden zoals terug te vinden in figuur 1. De thema's helpen om inzicht te verwerven in de bestaande problemen waar de respondenten mee in contact komen, de oplossingen en hun limieten alsook in de alternatieven en hun uitwerking in de praktijk. Voor elk thema vormen de citaten uit tabel 2 de basis van de structuur die in figuur 1 weergegeven wordt.

Figuur 1: Structuur op basis van data



Waardebepaling en de relatie met de bank

Uit de vier interviews bleek dat het waarden van het IE geen eenvoudige kwestie is. Volgens de respondenten is dit grotendeels te wijten aan het ontastbaar karakter van intellectuele eigendomsrechten, waardoor dergelijke activa moeilijk als onderpand kunnen dienen. Zo stelde C1: *"Je merkt dat ze het heel moeilijk vinden om in te schatten wat die onderneming waard is en wat de waarde van de waarborg is die zij kunnen geven."*

In intellectuele eigendomsrechten zit kennis en expertise die enkel het bedrijf ter beschikking heeft (Hall & Harhoff, 2012). Dat maakt het moeilijk voor externen om hier een waarde aan toe te kennen waardoor elk individu een andere gepercipieerde waarde van een IE kan hebben. B1 vertelde hierover het volgende:

"Het is namelijk zo dat dit op de balans staat en los van de waarde die de balans ons geeft, want dat is altijd een waarde met een vraagteken achter want we weten ook niet op welke manier men oorspronkelijk dat activa gewaardeerd heeft."

Ook stelden de geïnterviewde personen, zowel de bedrijven als de bank, dat het voor IE-rijke KMOs moeilijk is om externe bankfinanciering op te halen. Zo verklaarden zowel de respondenten van de bank als C2, dat het belangrijk is om de waardering van een IE goed te onderbouwen. Op die manier kan er volgens hen een meer feitelijke waardering van het IE vastgesteld worden, onderbouwd met adviezen en conclusies van verschillende experts.

B1: "... Als ik nu persoonlijk iets moest willen kopen of laten financieren, dan zou ik financieel experts, boekhouders en bedrijfsrevisoren aanspreken tot ik uiteindelijk wel de nodige achtergrond en informatie heb over mijn brevet of octrooi."

C2: "Wij hebben altijd een bedrijfsrevisor aangesteld om eigenlijk het heel actief en dus het bedrijf te waarderen. Eigenlijk is de belangrijkste drijver van het bedrijf zijn immateriële activa. De elementen van eerste klanten, de elementen van externe investeerders en hoe het bedrijf is opgebouwd, de informatie die daaruit voortvloeit, wordt gebruikt om tot een waardering te komen en dan kom je bij een bank al wat stappen verder."

Daarnaast heeft de bank een adviserende rol aangenomen na het eerste negatieve besluit op de kredietaanvraag bij C2. Hierdoor was het voor dit bedrijf eenvoudiger om een constructieve relatie op te bouwen met de bank waardoor ze op termijn alsnog een bancaire financiering hebben kunnen ophalen. Voor C1 was dit minder van toepassing. Zij waren teleurgesteld met de verdere begeleiding of adviezen die ze via hun contactpersoon bij de bank hebben gekregen.

C1: "Ze communiceren dit wel maar we zien dat daar toch vrij weinig bewegingsruimte is om creatief te zijn en startende ondernemingen in de technologie te ondersteunen. Dit is een vaststelling bij ons."

Echter is een goede relatie met de bank een belangrijke factor in het proces om bankfinanciering op te halen (Steijvers et al., 2004).

Propositie 1: Een waardering van een IE, onderbouwd met adviezen van financiële experts, kan ertoe leiden dat een bank sneller geneigd is om een financiering te geven.

Traditionele oplossingen en hun limieten

Volgens de *pecking order theory* zou een bedrijf schuldfinanciering boven het uitgeven van eigen vermogen prefereren als het gaat over externe financiering (Vasiliou et al., 2009). De respondenten langs de vraagkant, de innovatieve bedrijven, stellen dat dit ook voor hen van toepassing is. Om externe financiering op te halen heeft C1 vooral beroep gedaan op een externe investeerder in de vorm van een lening. Hierdoor dienden ze geen deel van het bedrijf op te geven in ruil voor het kapitaal. C2 daarentegen stelde expliciet dat elke vorm van schuldfinanciering de voorkeur krijgt op het opgeven van eigen vermogen aangezien dit goedkoper is.

"Wanneer uw bedrijf het goed doet in schuldfinanciering, hoe duur ze soms ook is, veel goedkoper dan aandelen afgeven natuurlijk."

Als er dan gevraagd werd naar de traditionele oplossingen voor bankfinanciering, stelden de respondenten dat persoonlijke waarborgen in de praktijk het meeste voorkomen. Voor bedrijven met IE zal er vaak beroep gedaan worden op persoonlijke waarborgen omwille van een gebrek aan zakelijke waarborgen. Hier stelt C2 dat het zake is om alsnog een beperkte zakelijke waarborg in het contract proberen op te nemen. Uit de interviews bleek dat het persoonlijk betrokken raken bij de financiële verplichtingen van het bedrijf nooit een optie zou zijn voor de bedrijfsleiders. Ze zijn bereid om veel inspanningen en opofferingen te doen voor het bedrijf maar niet ten koste van het privévermogen.

"Een bank moet proberen om zijn dossier zo goed mogelijk te onderbouwen, met zo hard mogelijke waarborgen. Je moet dan echt verdedigen waarom dat bepaalde elementen voldoende aanwezig zijn in die company die wel voor die waarborg kunnen zorgen tot op bepaalde hoogte."

Uit de interviews blijkt dat er doorgaans leningen op korte termijn worden gegeven aan IE-rijke KMOs. Dat komt overeen met de literatuur waarin werd gesteld dat banken het uitgeven van korte termijn leningen prefereren boven leningen op de lange termijn (Steijvers et al., 2004). Op die manier kan het risico voor de bank zo beperkt mogelijk gehouden worden en informatieproblemen verminderd worden (Steijvers et al., 2004). C2 stelde het volgende:

"We hebben zeker bij banken kredieten opgehaald, wat gewone investeringskredieten zijn. Voor scale-ups en start-ups heeft het geen zin om leningen op 10 jaar te geven. Dus dat zijn doorgaans korte termijn kredieten."

Een laatste mogelijk oplossing om voor een IE-rijke KMO aan traditionele bankfinanciering te geraken is relatiebankieren, m.a.w. een betere band tussen kredietaanvrager en kredietverlener (Steijvers et al., 2004). Uit de interviews blijkt dat het risico voor de bank zo klein mogelijk moet gehouden worden en dat vertrouwen een zeer belangrijk element is in het proces om financiering aan te werven. Een hoge vertrouwensfactor bij de bank kan er volgens C2 voor zorgen dat een bank sneller geneigd is om financiering toe te kennen. Zij deelden twee manieren om een vertrouwensband te creëren tussen de bank en het bedrijf in kwestie.

- 1. "Heel, heel belangrijk is communiceren. Ik spreek echt uit eigen ervaring want wanneer het moeilijk is of het lukt niet, dan moeten er minder leuke gesprekken gevoerd worden. En dan heb je de neiging om die confrontatie niet aan te gaan, zeker bij jonge ondernemers. Maar je moet net die confrontatie wel aangaan, je moet met die mannen praten en dan komen er ook alternatieven."*
- 2. "Dus ja, die alternatieven moet je ten volle gebruiken en dan kom je eigenlijk vaak uit op een financieringsmix. Geld gaat over vertrouwen..."*

C1 heeft zoals eerder vermeld weinig informatie over dit concept gegeven. Dit met als reden dat zij een moeilijke relatie hebben met de bank.

Propositie 2: De traditionele oplossingen om bankfinanciering op te halen zijn niet toereikend voor IE-rijke KMOs.

Alternatieven voor bankfinanciering

In de interviews werd er gevraagd naar verschillende alternatieve vormen van externe financiering en in welke mate de verschillende bedrijven hiermee gekend zijn. Uit de cases blijkt dat financiering op basis van risicokapitaal een welgekende financieringsvorm is bij zowel de vraagkant als de aanbodkant. C1 stelde in het interview dat dit een piste is die ze onderzocht hebben maar niet geschikt was in hun specifiek geval. De belangrijkste reden die ze hiervoor gaven heeft te maken met de problematiek rond het waarderen van het IE.

"Absoluut, dit is een project wat we wel heel grondig bekeken hebben, ook met zijn voor-en nadelen, de visie-omgeving en het klimaat in België. Die is natuurlijk niet als die in andere continenten zoals Amerika. Wat men in België toch wel vrij fel ziet, is dat waardering een belangrijk punt is waar ook vaak een discussiepunt rond bestaat."

C2 geeft aan hier wel herhaaldelijk beroep op te hebben gedaan, meer bepaald in de vorm van een KlimOp-lening. Een dergelijke vorm van externe financiering kan ook deels als overheidssteun gezien worden omdat veel Belgische risicokapitaalverleners door de overheid aangemoedigd zijn. In de twee interviews die met de bankverantwoordelijken zijn afgenomen kan afgeleid worden dat risicokapitaal het meest gekende alternatief is.

Propositie 3: Wegens de aard, omvang en groeipotentieel van IE-rijke KMOs zal men het eenvoudigst middelen kunnen ophalen via risicokapitaal aangezien hun business model gebaseerd is op dergelijke bedrijven.

Over het onderwerp crowdfunding zijn de meningen van de respondenten verdeeld. Volgens de bankverantwoordelijken is een specifieke vorm van crowdfunding, namelijk crowdlending, een van de meest gebruikte alternatieven binnen België. Zo stelde B2:

"De meeste dingen die we tegenkomen in België zijn crowdlending."

Dat werd ook beaamd in het interview met C2. In het verleden zijn zij erin geslaagd om twee succesvolle crowdlendingcampagnes op te zetten en hier de nodige financiële middelen mee op te halen. Een nadeel van crowdlending is dat het duur is ten opzichte van een traditionele lening.

"Wij hebben nu ook twee crowdlendingcampagnes gedaan. Ja, dat is ook een heel goed alternatief uiteindelijk want dat is ook weer een ander risicoprofiel. ... Dat is interessant gebleken. Ik denk dat 'bedrijfsnaam' ook zeer veel goede dossiers heeft, succesvolle dossiers heeft dus in die zin is dat zeker een interessant gegeven maar het is duur."

C1 daarentegen stelde dat zowel crowdfunding als crowdlending geen geschikte alternatieven waren aangezien de bedragen die hiermee opgehaald worden niet voldoende zijn voor hen.

"Bedragen in de honderdduizenden euro's, met max een half miljoen waarop wij meer naar bedragen richting 2 miljoen euro op zoek waren in het kader van funding en visie..."

Propositie 4: Crowdlending komt het dichtst in de buurt van traditionele bankfinanciering en is daardoor vaak de geprefereerde optie, zonder instap in het kapitaal, voor IE-rijke KMOs na het mislopen van een banklening.

Een ander aspect dat niet als externe financieringsvorm gecatalogeerd kan worden maar wel als bijkomend alternatief van externe financiering gezien wordt door de respondenten zijn overheidsmaatregelen. Volgens alle respondenten bestaat er in België een brede waaier aan overheidssteun voor innovatieve KMOs. Beide bedrijven gaven aan dat ze op verschillende manieren beroep hebben kunnen doen op subsidies of andere steunmaatregelen van de overheid, in die mate dat dit deels ter vervanging van een banklening gezien kan worden. Zo stelde C1:

"We zijn ook vrij actief in het subsidie verhaal om te kijken wat de overheid kan subsidiëren onder de vorm van VLAIO onderzoek en ontwikkeling maar ook de KMO groeisteun en de Europese subsidies. In dat kader hebben we wel wat middelen in de vorm van subsidies kunnen aantrekken... Zelfs in die mate dat we innovatiesteun zien als een soort vervanging voor het ontbreken van ondersteuning van een bank, ondersteuning van visies. Tot op heden zien we dat eigenlijk als een alternatief."

Ook volgens de geïnterviewde bankverantwoordelijken zijn er in België veel verschillende overheidsmaatregelen, zowel op nationaal als regionaal niveau. In die mate dat er binnen de bank, waarin zij werkzaam zijn, een aparte afdeling is die zich enkel bezighoudt met alle steunmaatregelen die geïnitieerd zijn door de overheid.

"Wij hebben een cel bij ons op hoofdkantoor en die houdt zich uitsluitend bezig met al wat tussenkomst en subsidiëring van overheid is."

Propositie 5: De brede waaier aan overheidsmaatregelen in België maken het mogelijk voor innovatieve KMOs om een bijkomend bedrag aan financiële middelen op te halen waardoor eventuele andere spelers hierdoor de stap zetten om te investeren.

De antwoorden van de respondenten zijn in overeenstemming met de verwachting uit de literatuur. De literatuur stelt dat overheidsinterventies het ophalen van externe financiering voor onder andere IE-rijke KMOs kunnen vereenvoudigen (Munari & Oriani, 2011).

Een ander alternatief voor een IE-rijke KMO om externe financiering aan te werven is door gebruik te maken van *business angels* of strategische partners. Dergelijke partners zijn vaak verantwoordelijk voor het leveren van de initiële financiering voor snelgroeiende bedrijven en hebben vaak het vermogen om in verdere fases bijkomende financiering te voorzien (Mason & Harrison, 2008). C1 beaamde dat ze aan financiële middelen zijn geraakt met behulp van een strategische partner.

"We hebben wel successen behaald met industriële partners. Bedrijven die dit dus niet enkel vanuit een financieel standpunt bekijken maar wel vanuit een added value door te kunnen participeren in een onderneming in dezelfde sector."

Verder bleek ook uit de cases dat het voor de financiering van KMOs met IE-activa geen kwestie is van een bepaald alternatief te kiezen. De respondenten stelde dat een mengeling van verschillende vormen van financiering aangevuld met eventuele overheidsmaatregelen een deeloplossing van het ontbreken van bancaire financiering kan zijn. Enerzijds is het een, al dan niet tijdelijke, oplossing

voor de financieringswensen van de innovatieve KMO en anderzijds is de bank vervolgens ook sneller geneigd om een lening toe te kennen aangezien er al meer middelen aanwezig zijn.

"Alternatieven moet je ten volle gebruiken en dan kom je eigenlijk vaak uit op een financieringsmix. Geld gaat over vertrouwen. Wij komen aan bij investeerders die in een heel vroeg stadium investeren. Dat is nog heel high risk maar als daar een business angel in meegaat of de founders zelf, dan stapelt dat vertrouwen zich op. Want de bank zegt dan 'de founders geloven erin', er zijn externen die erin geloven. Die mensen hebben ook nog subsidies opgehaald, via VLAIO, die toch specifiek in onderzoek en ontwikkeling gaan subsidiëren. Heb je al die elementen, dan is het weer gemakkelijker om bij P en V of bij LRM aan te kloppen en zo bouw je het eigenlijk een stukje op... Maar ik denk dat het woordje financieringsmix een hele belangrijke is in dit verhaal."

Ook de respondenten van de bank stelden dat er bij aanwezigheid van een of meerdere andere financieringen ze sneller geneigd zijn om een lening aan de innovatieve KMO toe te kennen.

Propositie 6: De financieringsmix is de meest voorkomende oplossing voor IE-rijke KMOs om aan de nodige financiering te geraken met inbegrip van bankfinanciering.

5. Discussie

De resultaten uit het onderzoek bevestigen dat het waarderen van IE een cruciale maar complexe opdracht is (Hall & Harhoff, 2012). Volgens de respondenten is het dan ook belangrijk om een zo goed mogelijk onderbouwde waardering van het IE of het bedrijf in het algemeen ter beschikking te stellen van financierders. Dit kan volgens hen door middel van hulp in te roepen van bedrijfsrevisoren, externe boekhouders en andere financiële experts. Een goed opgebouwd dossier met daarin een onderbouwde waardering kan er volgens de respondenten voor zorgen dat een KMO waarin IE aanwezig is een positief advies van de banken kan verkrijgen. Bovendien kan een degelijk onderbouwd dossier informatieproblemen tussen het bedrijf en de bank verminderen. Hierdoor kan er een betere relatie tussen de bank en het bedrijf opgebouwd worden, wat dan op zijn beurt weer kan helpen in het verkrijgen van een banklening (Steijvers et al., 2004).

De literatuur geeft enkele traditionele oplossingen weer om voor risicovolle projecten zekerheden voor de bank te implementeren. Voorbeelden hiervan zijn zakelijke en persoonlijke waarborgen, convenanten, verkorte looptijd en relatiebankieren (Steijvers et al., 2004). Convenanten werden door de geïnterviewde personen niet bij de meest voorkomende oplossingen genoemd maar kunnen mogelijks in de praktijk een oplossing zijn. De bevroegde personen stelden dat IE-rijke KMOs het vaakst geconfronteerd worden met persoonlijke waarborgen, een verkorte looptijd van de kredieten en relatiebankieren. Echter stellen de bedrijven langs de vraagkant dat een persoonlijke waarborg geen aantrekkelijke oplossing is voor hen aangezien ze dan met het privévermogen betrokken geraken bij de financiering voor het bedrijf. Ook blijkt uit de interviews dat het voor dergelijke bedrijven zeer moeilijk is om aan kredieten op lange termijn te geraken. In de praktijk zal er volgens hen vaak een opeenvolging van korte termijn kredieten voorgesteld worden. Ten laatste stelden alle respondenten dat een relatie gebaseerd op correcte informatie en vertrouwen tussen de bank en het bedrijf een cruciale factor kan zijn om bankfinanciering op te halen voor een IE-rijke KMO. Het is dus belangrijk voor innovatieve KMOs om hierop in te zetten, onder andere door een betere onderbouwing van het dossier zoals hierboven besproken. De traditionele oplossingen die men terug kan vinden in de literatuur blijken dus ook in de praktijk veelvoorkomend te zijn maar hebben volgens de bevroegde personen bepaalde limieten, zoals zijnde de terughoudendheid voor persoonlijke waarborgen of de tijd die het in beslag neemt om een langdurige relatie met de bank op te bouwen.

Ten laatste bevestigen de respondenten dat er verschillende alternatieven bestaan om financiering op te halen als aanvulling op of bij het ontbreken van bankfinanciering. De literatuur stelt dat risicokapitaal, crowdfunding en overheidsmaatregelen veelvoorkomende alternatieven zijn (Munari & Oriani, 2011; Fenwick et al., 2017; Kersten et al., 2017). Of een bepaald alternatief al dan niet een oplossing kan bieden is sterk afhankelijk van bedrijf tot bedrijf aangezien de geschikte oplossingen voor beide geïnterviewde innovatieve KMOs anders waren. Zo was er één bedrijf (C1) dat zijn externe financiering bij een strategische partner of business angel haalde. Business angels zijn niet opgenomen in de literatuurstudie aangezien risicokapitaal en crowdfundingcampagnes in het leven zijn geroepen om dergelijke IE-rijke KMOs of start-ups aan financiering te helpen. Bij een

strategische partner dient er gebruik gemaakt te worden van een netwerk om bij de juiste investeerder uit te komen. Hierdoor is het minder eenvoudig om een dergelijke investeerder te vinden maar is de meerwaarde van een dergelijk persoon ter beschikking te hebben, zeker in de beginfase van een IE-rijke KMO, niet te onderschatten. Ook kan een strategische partner in bepaalde mate gezien worden als verstrekker van risicokapitaal. Volgens dit bedrijf lag de waarderingsproblematiek aan de basis van het ontbreken van risicokapitaal. Een laatste kanttekening die nog gemaakt dient te worden is dat overheidsinterventies bij de meest voorkomende alternatieven behoren maar dat dit door de respondenten meer als bijkomende vorm van financiering werd gezien. Een mogelijke verklaring voor het feit dat crowdlending voor C2 een deel van de oplossing kon zijn en voor het andere bedrijf niet, kan te maken hebben met het feit dat zij geadviseerd werden door de bank over de mogelijke alternatieven waar dit bij C1 niet het geval was door een mindere relatie met de financiële instelling. Mogelijks heeft de onderneming hierdoor het potentieel van een dergelijke campagne niet volledig kunnen inschatten. Een bijkomende verklaring kan zijn dat het twee verschillende types van bedrijven zijn waardoor de noden anders zijn. Ook kan de grootorde van het beoogde op te halen bedrag een verklaring zijn voor deze bevinding. Voor een bedrijf dat een lager bedrag dient op te halen, zal crowdlending sneller een mogelijkheid zijn dan voor een bedrijf dat een hoger bedrag dient op te halen. Een andere verklaring, die vaker in dit onderzoek zal voorkomen, heeft te maken met het aantal interviews. Meer respondenten kunnen ervoor zorgen dat er een beter onderbouwde bevinding geformuleerd kan worden aangezien de bevindingen in dit onderzoek gebaseerd zijn op een gering aantal antwoorden. Beide bedrijven deden regelmatig beroep op verschillende maatregelen die door de overheid geïntensiveerd zijn. Zoals reeds eerder vermeld is het duidelijk dat de Belgische overheid het belang van toegang tot financiering voor groeiende bedrijven hoog inschat. Ook om de financiering van bedrijven door particulieren te stimuleren worden er maatregelen getroffen door de overheid. Zo is er een fiscaal voordeel voor particulieren die aandelen verwerven in een groeiende bedrijf. De overheid voorziet een bijkomende bescherming voor particulieren indien deze bedrijven failliet verklaard zouden worden. Onder deze groeiende bedrijven vallen ook de IE-rijke KMOs die in dit onderzoek centraal staan. Uit bovenstaande resultaten blijkt dat de aanwezigheid van overheidsmaatregelen het ophalen van externe financiering voor innovatieve KMOs kan vergemakkelijken (Munari & Oriani, 2011). De besproken oplossingen vereenvoudigen het traject niet maar kunnen wel dienen als aanvullende financiering waardoor het toekomstige traject voor financiering aan te werven vlotter kan verlopen. Regionale risicokapitaalverleners, zoals LRM, worden gefinancierd door de Vlaamse Overheid en kunnen aanzien worden als overheidssteun waardoor de waaier aan overheidsmaatregelen nog een stuk breder wordt.

Een concept dat niet in de literatuurstudie voorkomt maar wel in alle interviews aan bod kwam is de financieringsmix. Dit houdt in dat een bedrijf zijn externe financiering ophaalt door beroep te doen op verschillende financieringsvormen gaande van risicokapitaal tot bankfinanciering, aangevuld met overheidssteun. Aangezien de financieringsmix een combinatie van verschillende financieringsbronnen is en dit onderzoek de alternatieven voor externe financiering afzonderlijk bekijkt, is de financieringsmix als oplossing niet opgenomen in de literatuurstudie. Indien de totale financiering van een bedrijf kan verdeeld worden over meerdere partijen is het belang van de

financierders in het totaalplaatje minder groot. Met andere woorden kan de financierder minder verliezen bij een eventueel faillissement. Dit concept heeft één van de bedrijven (C2) in de praktijk toegepast. Hierdoor hadden ze niet enkel voldoende middelen om op te starten en cashflows te genereren maar ook heeft de bank bij een latere kredietaanvraag alsnog een lening aan het bedrijf toegekend.

6. Conclusie

Theoretische en praktische implicaties

Dit onderzoek ging na hoe KMOs hun IE-activa kunnen gebruiken als toegang tot externe financieringsbronnen. Waar in de literatuurstudie vooral de focus lag op het verwerven van toegang tot financiering via financiële instellingen en de mogelijke alternatieven, bleek uit het praktijkonderzoek dat het heil voor dergelijke KMOs met IE-activa vooral te vinden is in een bredere financieringsmix.

In de literatuur was terug te vinden dat de bank zekerheden kan nemen voor risicovolle projecten te financieren, hieronder vallen zakelijke en persoonlijke waarborgen, convenanten, leningen met verkorte looptijd en relatiebankieren (Steijvers et al., 2004). De respondenten halen aan dat zakelijke waarborgen, financiering met een verkorte looptijd en relatiebankieren in hun specifieke situatie zijn toegepast. Convenanten werden niet aangehaald in hun cases en persoonlijke waarborgen zijn voor de zaakvoerders zelf geen gewenste oplossing daar men hun persoonlijk vermogen niet volledig wil betrekken.

Uit de bevestigingen die uitgevoerd werden in het kader van het onderzoek blijkt dat er verschillende alternatieven interessant kunnen zijn voor IE-rijke KMOs, elk met zijn voor- en nadelen. Beroep doen op risicokapitaal stelt een IE-rijke KMO in staat om financiële middelen op te halen bij instellingen die bereid zijn om risico te nemen, in de hoop zo een hogere return te behalen (Gompers & Lerner, 2001). Ten tweede bij crowdfunding en crowdlending spreekt men rechtstreeks een publiek aan dat een project zoekt om in te investeren (Fenwick et al., 2017). Verder wordt er ook gesteld dat een goede relatie tussen de financiële instelling en het bedrijf belangrijk is (Steijvers et al., 2004). Dit is in lijn met voorgaande bevindingen in onderzoeken over de financieringsmoeilijkheden waar IE-rijke KMOs mee geconfronteerd worden.

Er zijn een brede waaier aan overheidsmaatregelen aanwezig in Vlaanderen en België. Zo is er bijvoorbeeld een fiscaal voordeel voor personen die investeren in innovatieve projecten, een KMO-groeisubsidie en verschillende risicokapitaalverleners die door de overheid geïntensiveerd zijn. Zo kunnen risicokapitaalverleners, bijvoorbeeld LRM, in België in grote mate onder overheidssteun gecatalogeerd worden. Al deze maatregelen zijn in het leven geroepen om het investeren in innovatieve bedrijven aantrekkelijker te maken. Deze bevinding schetst een beeld van de situatie in België volgend op voorgaande literatuur die stelt dat overheidssteun voor dergelijke bedrijven een positieve impact kan hebben (Kersten et al., 2017).

Zoals reeds eerder vermeld zal het voor de KMOs vooral van fundamenteel belang zijn om hun IE juist te waarderen om zo financiering te verkrijgen hetzij via kredieten, hetzij via potentiële partners die bereid zijn om de nodige fondsen ter beschikking te stellen.

Bovendien blijkt dat ondanks de inzet van de Belgische overheden om de nodige steun te voorzien voor KMOs die zich focussen op IE, dat deze zich voornamelijk situeert op het gebied van subsidies

of fiscale gunstregimes. Mogelijk zou het verder uitwerken van de nodige wetgeving omtrent IE en hun waarderingsmethoden, een aanzet kunnen zijn voor KMOs om hun IE op objectieve wijze te kunnen waarderen en zo de aantrekkelijkheid van hun IE te verbeteren om toegang te krijgen tot de nodige financiering.

Uiteraard mag niet uit het oog verloren worden dat de opkomst van de kennis-of data-economie een relatief jong economisch gegeven is, dat de laatste decennia enkel aan belang gewonnen heeft. Hoe meer IE in de toekomst gaan bijdragen aan de marktwaarde van ondernemingen, in het bijzonder KMOs, hoe groter de impuls gaat zijn voor België en bij uitbreiding de Europese Unie om deze nieuwe economie te ondersteunen in haar groei en haar beleid af te stemmen op de noden van de KMOs met voornamelijk IE.

Beperkingen van het onderzoek en suggesties voor toekomstig onderzoek

De resultaten van het onderzoek zijn enkel beschrijvend, beperkt tot de percepties en ervaringen van de geïnterviewde personen. Er dient rekening gehouden te worden met het feit dat dit onderzoek zich uitsluitend focust op de situatie binnen België. Indien de horizon van het onderzoek verbreed zou worden naar de Benelux of Europa, zouden de bevindingen en conclusies mogelijks anders kunnen zijn. Voor het onderzoek werd gebruik gemaakt van een gering aantal respondenten. Dat maakt dat de resultaten anders kunnen zijn indien er meerdere bedrijven en verschillende banken worden geïnterviewd. Op die manier kunnen er meer verschillende bedrijven hun inzichten delen en kunnen de inzichten van meerdere banken in het onderzoek opgenomen worden. Dit zorgt er ook voor dat eventuele vervolgonderzoeken gebaseerd kunnen worden op Belgische onderzoeken die het probleem van financiering voor innovatieve KMOs in kaart brengen. Dat komt de uitwerking van het theoretisch kader van toekomstige onderzoeken ten goede. Na dergelijke onderzoeken kan de validiteit van dit onderzoek bevestigd of genuanceerd worden en kan er nagegaan worden of de bevindingen en oplossingen van dit onderzoek van toepassing zijn op een grotere steekproef. Het kan ook interessant zijn om onderzoek te voeren naar de input en de rol van boekhouders, bedrijfsrevisoren, risicokapitaalverleners etc. in het proces. Ook kan er in een dergelijk onderzoek achterhaald worden of ze bereid zijn de verantwoordelijkheden te nemen die de respondenten in dit onderzoek voor hen weggelegd zien.

Voor toekomstig onderzoek kan het interessant zijn om KMOs met een verschillende leeftijd te onderzoeken. Op die manier kan er gekeken worden welke rol de leeftijd van een IE-rijke KMO speelt in het proces voor het aanwerven van financiering. Ook kunnen de voorgestelde proposities getoetst worden in toekomstige onderzoeken. Kortom, er is meer en diepgaander onderzoek nodig om een completer zicht te krijgen op deze problematiek en de eventuele oplossingen.

Conclusie

Externe financiering gaat breder dan enkel financiering via de bank. De bestaande alternatieven kunnen zeker in de beginfase van een IE-rijke KMO een oplossing betekenen voor de financieringsmoeilijkheden waarmee dergelijke bedrijven in aanraking komen. Bankfinanciering zal een deel van de oplossing kunnen zijn nadat er reeds een bepaalde mate van financiering aanwezig

is in het bedrijf. Deze financiering kan opgehaald worden door gebruik te maken van de alternatieven die aangehaald zijn door de respondenten in het onderzoek, ook reeds de financieringsmix genoemd. Indien een bedrijf met een dossier komt waarin een goed onderbouwde waardering verwerkt is en al financiële middelen aanwezig zijn door middel van de financieringsmix, al dan niet aangevuld met steunmaatregelen van de overheid, dan bestaat er een grotere kans op een positieve respons van de bank op de financieringsaanvraag. De motivering hiervoor is dat het risico gespreid is over verschillende financieringspartijen. Het is tevens belangrijk dat de informatie die wordt aangeleverd in het dossier transparant is voor de bankverantwoordelijken zodat er vertrouwen is tussen de bank en het bedrijf waardoor een relatie gebaseerd op vertrouwen kan groeien.

Dankbetuiging

Een speciaal dankwoord gaat uit naar mijn promotor prof. dr. Anneleen Michiels en mijn copromotor mevrouw Lien Vekemans. De wijze raad en leerrijke feedback gedurende het hele traject hebben in grote mate bijgedragen aan dit resultaat. Gedurende het traject was het niet altijd even makkelijk een duidelijke richting uit te gaan met het onderzoek maar op die momenten waren zij altijd beschikbaar om duidelijkheid te scheppen en me terug naar de essentie te brengen. De kennis die ik afgelopen jaren vergaard heb, heeft mij gevormd tot de persoon die ik nu ben. Graag zou ik ook de respondenten willen bedanken voor de waardevolle informatie die ze me bezorgd hebben. De input waarvan ze mij voorzien hebben was van cruciaal belang om het onderzoek te voltooien.

Ik zou ook graag een dankwoord richten aan mijn ouders om me de kans te geven om te studeren en me te helpen gedurende mijn opleiding. Daarnaast hebben ze mij altijd gesteund op de momenten dat ik het nodig had. Ook zou ik graag mijn broers willen bedanken voor hun steun en hulp over de vier afgelopen jaren. Tenslotte wil ik ook nog mijn vriendin bedanken voor de hulp en steun gedurende dit traject en de motivatie die ze me op elk moment van het jaar heeft gegeven.

Jasper Carpentier

Hasselt, augustus 2022

Referentielijst

Agrawal, A. (2018). Impact investing: Framework and future research avenues. *Social Business*, 8(3), 293–317. <https://doi.org/10.1362/204440818X15434305418623>

Akerlof, G. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms, *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500.

Arrow, K.J. (1963). Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care, *American Economic Review* 53, 941-973.

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. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.137991>

Berger, A. N., & Udell, G. F. (2002). Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure. *The Economic Journal*, 112(477), F32–F53. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00682>

Bhattacharya, S., & Saha, C. (2011). Intellectual property rights: An overview and implications in pharmaceutical industry. *Journal of Advanced Pharmaceutical Technology & Research*, 2(2), 88. <https://doi.org/10.4103/2231-4040.82952>

Castillo, J. A., Mora-Valencia, A., & Perote, J. (2021). Moral hazard index for credit risk to SMEs. *International Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2021.10.003>

Cesaroni, F. M., & Sentuti, A. (2017). Family business succession and external advisors: the relevance of 'soft' issues. *Small Enterprise Research*, 24(2), 167–188. <https://doi.org/10.1080/13215906.2017.1338193>

Cohen, A., & Siegelman, P. (2010). Testing for Adverse Selection in Insurance Markets. *Journal of Risk and Insurance*, 77(1), 39–84. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2009.01337.x>

Cruz, C., & Nordqvist, M. (2012). Entrepreneurial orientation in family firms: A generational perspective. *Small Business Economics*, 38(1), 33–49

Cummings, M. E., Rawhouser, H., Vismara, S., & Hamilton, E. L. (2020). An equity crowdfunding research agenda: Evidence from stakeholder participation in the rulemaking process. *Small Business Economics*, 54(4), 907–932. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-00134-5>

De Rassenfosse, G. (2010). How SMEs Exploit Their Intellectual Property Assets: Evidence from Survey Data. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1726208>

Denoncourt, J. (2017). IP Debt Finance and SMEs: Revealing the Evolving Conceptual Framework Drawing on Initiatives from Around the World. *Security Interests in Intellectual Property*, 1–38. https://doi.org/10.1007/978-981-10-5415-0_1

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57. <https://doi.org/10.2307/258191>

Eisenhardt, K. M., & Graebner, M. E. (2007). Theory building from cases: Opportunities and challenges. *Academy of Management Journal*, 50(1), 25–32.

Eniola, A. A., & Entebang, H. (2015). SME Firm Performance-Financial Innovation and Challenges. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 334–342. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.361>

Ennew, C. T., & Binks, M. R. (1996). The Impact of Service Quality and Service Characteristics on Customer Retention: Small Businesses and their Banks in the UK1. *British Journal of Management*, 7(3), 219–230. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.1996.tb00116.x>

Fadil, N., & St-Pierre, J. (2021). Growing SMEs and internal financing: the role of business practices. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(7), 973–994. <https://doi.org/10.1108/jsbed-11-2019-0375>

Farinha, L., & Félix, S. (2015). Credit rationing for Portuguese SMEs. *Finance Research Letters*, 14, 167–177. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.05.001>

Fenwick, M., McCahery, J. A., & Vermeulen, E. P. M. (2017). Fintech and the Financing of Entrepreneurs: From Crowdfunding to Marketplace Lending. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2967891>

FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie. (2022, februari). Het gebruik van IE-activa voor de toegang tot financiering voor kmo's (2021/71372/E3/IPASSETS). Séverine Waterbley.

Fontana, A., & Frey, J. H. (1994). Interviewing: The art of science. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln (Eds.), *Handbook of qualitative research* (pp. 361–376). Thousand Oaks, CA: Sage.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>

Hall, B. H., & Harhoff, D. (2012). Recent Research on the Economics of Patents. *Annual Review of Economics*, 4(1), 541–565. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-080511-111008>

Holtslag, M., Chevrollier, N., & Nijhof, A. (2021). Impact investing and sustainable market transformations: The role of venture capital funds. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 30(4), 522–537. <https://doi.org/10.1111/beer.12371>

Hyytinen, A., & Väänänen, L. (2006). Where Do Financial Constraints Originate from? An Empirical Analysis of Adverse Selection and Moral Hazard in Capital Markets. *Small Business Economics*, 27(4–5), 323–348. <https://doi.org/10.1007/s11187-005-0610-2>

Kersten, R., Harms, J., Liket, K., & Maas, K. (2017). Small Firms, large Impact? A systematic review of the SME Finance Literature. *World Development*, 97, 330–348. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2017.04.012>

Koning, P.K.G. & Scholtens, L.J.R. (1996). Kredietrantsoenering en leenfaciliteiten, *Maandschrift Economie* 60, 139-154.

Kremp, E. M., & Sevestre, P. (2012). Did the Crisis Induce Credit Rationing for French SMEs? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2179546>

Levenson, A.R., Willard, K.L. (2000). Do Firms Get the Financing They Want? Measuring Credit Rationing Experienced by Small Businesses in the U.S.. *Small Business Economics* 14, 83–94. <https://doi.org/10.1023/A:1008196002780>

Liu, M. (2016). A Study of the Market Failure in the Financing of High-Tech SMEs and the Governmental Intervention. *Open Journal of Social Sciences*, 04(03), 163–169. <https://doi.org/10.4236/jss.2016.43022>

Martin, P. Y., & Turner, B. A. (1986). Grounded Theory and Organizational Research. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 22(2), 141–157. <https://doi.org/10.1177/002188638602200207>

Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital*, 10(4), 309–330. <https://doi.org/10.1080/13691060802380098>

Mole, K. (2002). Business Advisers' Impact on SMEs. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 20(2), 139–162. <https://doi.org/10.1177/0266242602202002>

Munari, F., & Oriani, R. (2011). *The Economic Valuation of Patents*. Edward Elgar Publishing.

Myers, S. & Majluf, N. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 No. 2, pp. 187-221

Patton, M.Q. (2015), *Qualitative Research and Evaluation Methods*, SAGE, Los Angeles.

Pettigrew, M. (1997). What is a processual analysis? *Scandinavian Journal of Management*, 13(4), 337–348.

Qu, S. D., & Dumay, J. (2011). The qualitative research interview. *Qualitative Research in Accounting & Management*, 8(3), 238–264.

Rao, P., Kumar, S., Chavan, M., & Lim, W. M. (2021). A systematic literature review on SME financing: Trends and future directions. *Journal of Small Business Management*, 1–31. <https://doi.org/10.1080/00472778.2021.1955123>

Robu, M. (2013). "The Dynamic And Importance Of Smes In Economy," *The USV Annals of Economics and Public Administration*, Stefan cel Mare University of Suceava, Romania, Faculty of Economics and Public Administration, vol. 13(1(17)), pages 84-89, June.

Ropega, J. (2011). The Reasons and Symptoms of Failure in SME. *International Advances in Economic Research*, 17(4), 476–483. <https://doi.org/10.1007/s11294-011-9316-1>

Rowley, J. (2002). Using case studies in research. *Management Research News*, 25(1), 16–27. <https://doi.org/10.1108/01409170210782990>

Smith, J.K. & Smith, R.L. (2000). *Entrepreneurial Finance*, (John Wiley & Sons Inc).

Stake, R. E. (2000). Case studies. In N. K. Denzin & Y.S. Lincoln (Eds.), *Handbook of qualitative research* (pp. 435–453). (2nd ed.). Thousand Oaks: Sage.

Steijvers, T., Voordeckers, W., Mercken, R. (2004). "Kredietrantsoenering en evoluties in de kredietverlening: een theoretische analyse," *Review of Business and Economic Literature*, KU Leuven, Faculty of Economics and Business (FEB), *Review of Business and Economic Literature*, vol. 0(1), pages 105-136.

Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review* 71, 3, 393-410.

Turilli, M., & Floridi, L. (2009). The ethics of information transparency. *Ethics and Information Technology*, 11(2), 105–112. <https://doi.org/10.1007/s10676-009-9187-9>

Vasiliou, D., Eriotis, N., & Daskalakis, N. (2009). Testing the pecking order theory: the importance of methodology. *Qualitative Research in Financial Markets*, 1(2), 85–96. <https://doi.org/10.1108/17554170910975900>

Vercouteren, A. (2014). *INBRENG IN NATURA VAN IMMATERIËLE GOEDEREN: INTELLECTUELE EIGENDOM, INCLUSIEF DE WAARDERINGSPROBLEMATIEK*.

Winkler, B. (2000). Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making. Frankfurt: European Central Bank.

Yin, R. (1989), *Case Study Research: Design and Methods*, Sage Publishing, Beverly Hills, CA.

Yin, R. (2018), *Case Study Research and Applications: Design and Methods*, 6th ed., Sage Publications, Los Angeles.

Yin, R. K. (2009). *Case study research: Design and methods* (4th ed.). London: Sage. Zwick, G. A., & Jurinski, J. (1999). *Tax and financial planning for the closely held family business*. Philadelphia: ALI-ABA.

Yin, R. K. 1994. *Case study research: Design and methods* (2nd ed.). Newbury Park, CA: Sage.

Zairani, Z., & Zaimah, Z. A. (2013). Difficulties in Securing Funding from Banks: Success Factors for Small and Medium Enterprises (SMEs). *Journal of Advanced Management Science*, 354–357. <https://doi.org/10.12720/joams.1.4.354-357>

Appendix A

Interviewleidraad bedrijven

Inleiding:

Ik ben Jasper Carpentier, student Handelswetenschappen. Binnen het kader van mijn masterproef doe ik onderzoek naar IP-activa als toegang tot externe bankfinanciering, meer bepaald over waarom bankfinanciering moeizaam te krijgen is voor dergelijke bedrijven en welke oplossingen er zoal voor dergelijke bedrijven bestaan in België. Daarom zou ik u graag een paar vragen willen stellen in verband met dit topic.

Dan nog even 2 praktische vragen:

1. Zou dit interview opgenomen mogen worden?

Om te beginnen:

2. Kan u zich even kort voorstellen?
3. Wat is uw job in het dagelijkse leven?
4. Kan u uw bedrijf even voorstellen?

Inhoud:

5. Om van start te gaan, zou ik graag begrijpen wat jullie IP-activa inhoudt en op welke manier jullie deze in de toekomst willen commercialiseren?
6. IP-activa zou theoretisch gezien gebruikt kunnen worden als onderpand/waarborg bijvoorbeeld bij het verkrijgen van een lening. Echter merken we dat dit in de praktijk nauwelijks gebeurt. Hebben jullie via de IP-activa externe financiering trachten te verwerven? Zo ja, welke verschillende financieringsmogelijkheden hebben jullie overwogen?
 - Indien dit niet het geval is, heeft de aanwezigheid van IP-activa een rol gespeeld in het ophalen van financiering achteraf?
7. Zou u kort een beeld kunnen schetsen van de manier/manieren waarop uw bedrijf externe financiering heeft kunnen verkrijgen? (bank of niet, welke wel...)
8. Hoe is jullie proces, indien van toepassing, verlopen om externe bankfinanciering proberen aan te werven? (Via een grootbank of nichebank, moeizaam of vlot, goede communicatie qua redenering achter beslissing omtrent ip-activa, advies gekregen voor alternatieven waar ip-activa wel makkelijker in rekening genomen kan worden...)
9. Wat voor soort bankfinanciering was dit dan? Meer voor op de korte termijn of hebben jullie eerder door de IP-activa lange termijn schulden proberen te verkrijgen? Eventueel nog voor iets anders?

10. Indien u geen positief antwoord heeft ontvangen voor bankfinanciering, zijn er bepaalde aspecten waar dit volgens u aan te wijten is?
 - Welke redenen heeft de bank gegeven (omtrent IP)?
 - Zijn er volgens jullie nog andere redenen (die met het IP te maken hebben)?
11. Uit de literatuur blijkt dat venture capital, of risicokapitaal, een vaak genoemd alternatief is om voor KMOs met IP-activa en bedrijven aan externe financiering te geraken? Zijn jullie gekend met deze vorm van financiering? (Zo niet, uitleggen)
12. Hebben jullie hierover nagedacht? Zo ja (hangt samen met antwoord eerste vragen), hoe zijn jullie bij dit idee aanbeland en hoe is dit proces (moeizaam of heel vlot, uitwerking...) verlopen? Zo nee, waarom hebben jullie dit niet overwogen?
13. Een ander vaak genoemd alternatief is crowdfunding, bent u bekend met dit concept? (Eventueel extra informatie geven)
14. Hebben jullie dit alternatief overwogen? Indien ja, hoe is dit proces verlopen? Indien niet, wat zijn de beweegredenen om dit niet in overweging te nemen (met de focus op het IP)?
15. In de literatuur wordt aangehaald dat overheden bepaalde maatregelen kunnen nemen om externe financiering toegankelijker te maken voor innovatieve KMOs. Dat zal in elk land anders zijn uitwerking hebben, voor Vlaanderen bestaat er bijvoorbeeld de subsidie voor innovatieprojecten van Vlaio. Zegt dit u iets? Hebben jullie hier gebruik van gemaakt of willen maken?
16. Waarom wel of niet?
17. Zijn er eventueel nog andere subsidies of dergelijke meer die interessant bleken voor uw bedrijf?
18. Zijn er nog andere alternatieven om externe financiering op basis van jullie IP-activa aan te werven waar uw bedrijf beroep op heeft gedaan of willen doen? Zo ja, welke? Kan u daar iets meer informatie over geven?
19. Zijn er volgens u bepaalde factoren die externe financiering via banken toch mogelijk zou maken? (zoals bijvoorbeeld lopende productie, externe verkopen...)
20. Heeft u nog bepaalde vragen of opmerkingen?

Bedankt om tijd vrij te willen maken om dit interview te laten plaatsvinden en deze informatie met mij te delen.

Appendix B

Interviewleidraad bank

Inleiding:

Ik ben Jasper Carpentier, student Handelswetenschappen. Binnen het kader van mijn masterproef doe ik onderzoek naar IP-activa als toegang tot externe bankfinanciering, meer bepaald over waarom bankfinanciering moeizaam te krijgen is voor dergelijke bedrijven en welke oplossingen er zoal voor dergelijke bedrijven bestaan in België. Daarom zou ik u graag een paar vragen willen stellen in verband met dit topic.

Dan nog even 2 praktische vragen:

1. Zou dit interview opgenomen mogen worden?

Om te beginnen:

2. Kan u zich even kort voorstellen?
3. Wat is uw job in het dagelijkse leven?

Inhoud:

4. Zou u een beeld kunnen schetsen van het traject dat wordt gevolgd vanaf bedrijven een financieringsaanvraag indienen tot het effectieve toekennen van de financiering?
5. Bent u bekend met IP-activa? Zo ja, heeft u deze ooit in overweging dienen te nemen om een oordeel te vormen voor het geven van een krediet?
6. Waar in het proces kan IP een rol spelen om financiering aan te werven? Op welke manier zal dat zijn uitwerking hebben? (Waar en hoe)
7. Heeft u hier zelf al ervaring mee?
8. Uit de literatuur blijkt dat IP-rijke KMOs moeilijk aan externe financiering geraken via banken. Hoe ervaart u deze bevinding?
9. Heeft jullie werkgever hier een policy over en wat houdt deze in?
10. Welke redenen, gelinkt aan IP, ziet u om een financiering toe te kennen aan bedrijven met IP-activa? Wat zijn volgens u de voornaamste redenen om geen financiering toe te kennen?
11. In de literatuur wordt aangehaald dat overheden bepaalde maatregelen kunnen nemen om externe financiering toegankelijker te maken voor innovatieve KMOs. Dat zal in elk land anders zijn uitwerking hebben, voor Vlaanderen bestaat er bijvoorbeeld de subsidie voor innovatieprojecten van Vlaio. Zegt dit u iets?
12. Raden jullie soms bepaalde initiatieven van de overheid aan?

13. Probeert de bank een adviseursrol op te nemen na een negatief besluit op de financieringsaanvraag?
14. Zo ja, op welke manier uit zich dit dan?
15. Zijn er alternatieven die jullie voorstellen voor externe financiering op te halen voor innovatieve bedrijven? Zo ja, welke?
16. Uit de literatuur blijkt dat venture capital (risicokapitaal), crowdfunding en overheidssubsidies de meest genoemde alternatieven zijn. Ziet u dat dit in de praktijk ook de meest voorkomende alternatieven zijn?
17. Heeft het verkrijgen van een alternatieve financiering een invloed op toekomstige aanvragen? Maakt het dit makkelijker of welke rol zou dit kunnen spelen?
18. Zijn er nog andere alternatieven die die u zou voorstellen aan dergelijke KMOs? Zo ja, welke en zou u hier iets meer informatie over kunnen geven?
19. Zijn er volgens u bepaalde factoren die externe financiering via banken toch mogelijk zou maken? (zoals bijvoorbeeld lopende productie, externe verkopen...)
20. Heeft u nog bepaalde vragen of opmerkingen?

Dan wil ik u nog bedanken om tijd vrij te willen maken en om deze boeiende informatie met mij te delen.

Appendix C

Respondent	Citaat	Axiale code
B1	Het is namelijk zo dat dit op de balans staat en los van de waarde die de balans ons geeft, want dat is altijd een waarde met een vraagteken achter want we weten ook niet op welke manier men oorspronkelijk dat activa gewaardeerd heeft.	Waarderingsproblematiek van intellectueel eigendom
B2	Het moeilijke is natuurlijk om te achterhalen wat dat waard is.	
C1	Je merkt dat ze het heel moeilijk vinden om in te schatten wat die onderneming waard is en wat de waarde van de waarborg is die zij kunnen geven.	
C2	In welke mate heeft dat een waarde? Want waar komt het uiteindelijk op neer bij banken? Hoe kan je hard maken bij een bank dat uw IMA weldegelijk een waarde heeft zodat dat mee als onderbouw kan dienen om financiering op te leveragen.	
B1	Als ik nu persoonlijk iets moest willen kopen of laten financieren, dan zou ik hemel en aarde verzetten en alle mogelijke pistes afzoeken door financieel experten, boekhouders en bedrijfsrevisoren te spreken tot ik uiteindelijk wel de nodige achtergrond en informatie heb over mijn brevet of octrooi.	Betere onderbouwing van de waardering
B2	Als externen hebben aangetoond dat de productie van dat product, de verkoopbaarheid van dat product en dergelijke onderbouwd is, dan maakt dat natuurlijk een ander dossier.	
C2	Je start eigenlijk als een ontwikkelingsbedrijf. Dan steek je heel wat geld in die ontwikkeling, dat kan zijn door externe partijen, dat kan zijn door eigen personeel. Je gaat dat activeren, dat komt op je balans. Daar komt het min of meer op neer. Dan komen we tot het probleem: hoe kan je die waarde die op de balans staat gaan onderbouwen? Als dat niet puur kan door IP echt hard te gaan maken, wat kunnen we daar dan nog rond doen? Wat hier altijd gebeurd is dat we de waarde van IMA altijd aan het valideren zijn.	
C2	Wij hebben altijd een bedrijfsrevisor aangesteld om eigenlijk het heel actief en dus het bedrijf te waarderen. Eigenlijk is de belangrijkste drijver van het bedrijf op dat moment in een IT-bedrijf, zeker in een startup, zijn IMA. De elementen van eerste klanten en de elementen van externe investeerders, ook hoe het bedrijf is opgebouwd, de onderbouw, al die elementen samen worden gebruikt om tot een waardering te komen en dan kom je bij een bank al wat stappen verder.	
B2	Wat niet wilt zeggen dat wij soms geen intellectuele producten financieren. Ik mag uiteraard geen namen noemen maar een product dat zich reeds bewezen heeft op de Belgische en Europese markt dat je wil verder gaan brengen naar de Amerikaanse markt, ja het heeft zich reeds bewezen in België en in Europa. Dus het product heeft zich reeds bewezen, we gaan de markt uitbreiden dus dat is een heel ander verhaal dan wanneer men zegt 'ik heb dat product ontwikkeld en ik ga ermee op de markt komen'.	Risico minimaliseren
B2	Ben je al bij een leverancier geweest en heb je een kostprijsanalyse laten maken van die productie? Dan sta je uiteraard al een stap verder. Dat is weer een onzekerheid die je wegneemt. Dus hoe verder een dossier onderbouwd is, hoe meer elementen je eraan toevoegt, hoe makkelijker uw kredietdossier zal worden.	

C2	M.a.w. je hebt een bewijs dat voor jouw IP betalende klanten zijn, dat er toegevoegde waarde geleverd kan worden. Je vult dat aan met heel wat marktinfo wat u daarop duidt. Dat zijn allemaal, laat me zeggen, voor een financiële instelling en toch zeker voor de bank, zachte elementen die wel bijdragen tot het geheel, tot uw verhaal. Anderzijds, en veel belangrijker nog wanneer je externe investeerders ophaalt, of verzamelt of kunt motiveren om te investeren in uw product. Afhankelijk van wie die investeerders zijn, bouw je daar heel wat credibiliteit mee op. Als het moet gaan over een investering, tenzij het een lening is op dat moment maar zeker als het iemand is die in het kapitaal komt van een vennootschap. Die gaat ook die IP waarderen, die gebruikt zijn eigen centen aan een bepaalde waardering en dan zit je met externen, marktactoren, mensen die niet in het bedrijf zitten, die op dat moment zeggen van kijk die IP is dat waard. In mijn ogen is het minimum dat bedrag waard want ik doe een investering om een meerwaarde te creëren.	
C2	Wanneer het dan niet lukt, kan je aan tafel gaan zitten. Heel, heel belangrijk is communiceren. Ik spreek echt uit eigen ervaring want wanneer het moeilijk is of het lukt niet, dat zijn ook geen leuke gesprekken. En dan heb je de neiging om die confrontatie niet aan te gaan, zeker zoals ik zei bij jonge ondernemers. Maar je moet net die confrontatie wel aangaan, je moet met die mannen praten en dan komen er ook alternatieven. Je moet goed beseffen vanaf het moment iemand mijn geld in uw zaak steekt of dat nu een investeerder is, een instelling of een bank, dit zitten bij u in bad en die willen daaruit.	
B1	Nu, die waardebeoordeling zal er altijd moeten zijn. Ik zeg nu zomaar iets, moesten er nu in België, ik weet niet of dat echt bestaat maar dat zal misschien wel, bepaalde fiscale adviseurs of revisoren in gespecialiseerd zijn die toch op basis van een aantal gegevens die waardebeoordeling van die octrooien kunnen inschatten, dan kunnen die ons daar wel iets of wat basis in geven.	
B2	Als de rente stijgt, zullen aandelen dalen. Dus dat is een gevoeligheid, je weet dat. Je gaat daarom een mix maken van diverse aandelen om uiteindelijk zo uw risico in te dekken. Als je dat moet doen met 1 product, dan is uw risico wel volledig dat product. En daarom is het zo moeilijk om dat te financieren.	Limieten bank
B2	Je voelt al direct dat nieuwe producten op de markt brengen, die zich nog niet bewezen hebben, een moeilijke gaat zijn. Daar hebben we wel een policy in maar bestaande producten die reeds op de markt zijn, daar gaan we eigenlijk gewoon kijken naar de track record die men kan voorleggen.	
C1	Ze communiceren dit wel maar we zien dat daar toch vrij weinig bewegingsruimte is om creatief te zijn en startende ondernemingen in de technologie te ondersteunen. Dit is een vaststelling bij ons.	
C2	We zijn wel via de bank gegaan maar het is moeilijker om het op die manier te doen.	
C2	We hebben zeker bij banken kredieten opgehaald, wat gewone investeringskredieten zijn. Men doet dat niet op de lange duur, zeker niet voor dergelijke bedrijven. Voor scale-ups en startups heeft het geen zin om leningen op 10 jaar te geven. Dus dat zijn doorgaans korte termijn kredieten.	

C2	Je moet ook zelf altijd de goede balans zoeken in die financieringsmix maar als mensen tegen mij zeggen dat een bank geen IP en geen IMA financiert, dan zeg ik van 'dat is niet waar'. Elk bedrijf waar ik het al gedaan heb, daar doen ze het wel. Natuurlijk financieren ze dan uw IP? Nee, ze financieren een geheel maar als je een bedrijf hebt dat als belangrijkste asset IMA heeft, op bepaalde hoogte is dat zeker financierbaar maar je moet uw story opbouwen, je moet het risico gaan delen, je moet uw verhaal maken en zo snel mogelijk elementen hard maken. Team is heel belangrijk, organisatie is heel belangrijk. Enkel IP, daar ben je ook niks mee maar is dat een bedrijf dat dat ten gelde kan maken, dan zit je in een ander verhaal. Ik kijk op die manier niet negatief naar banken, integendeel, alleen als je me zegt IP of IP als onderpand in de letterlijke zin, ik geloof het niet echt.	
C1	Ze bieden klassiek toch eerder hun producten aan die voor de hand liggen en het is niet zo dat ze met heel veel concrete alternatieven afkomen. Dat gevoel hebben wij niet.	
C2	Wanneer uw bedrijf het goed doet is schuldfinanciering, hoe duur ze soms ook is, veel goedkoper dan aandelen afgeven natuurlijk.	
B2	Zie je, langs de ene kant heb je geen pand of iets dat je kan overkopen want als het niet goed draait, moet je terug op het pand vallen. Dat heeft geen waarde omdat voor de banken de tastbaarheid van die activiteit heel moeilijk is als waarborg dus we vergelijken dit heel vaak met een onderneming die een gebouw heeft, een onroerend goed en die heeft daar een stock van onderdelen. Die kunnen eigenlijk vrij eenvoudig een waarborg geven van een onroerend goed of anderzijds van hun stock die in hun balans staat. Voor onze activiteiten is dit minder aan de orde, zeker omdat het onroerend goed daar niet in die activiteit ondergebracht is in die onderneming. We zien dat het voor een bank heel moeilijk is om de waarde van die activiteit goed te begrijpen want dat is gebaseerd op de cijfers van die technologie. Dus op het niveau van waarborg zien we dat zo'n bank toch heel vaak de vraag stelt om persoonlijke waarborgen te geven, waarborgen van bvb. een onroerend goed van een mede maatschappij waar we eigenaar van zijn.	Waarborg
C1	We zijn trajecten aan het belopen met verschillende grootbanken. Met 'bedrijfsnaam' hebben we een paar grote aanbestedingen binnengehaald waar wij drone in a box-installaties gaan implenteren maar die moeten we natuurlijk gaan fabriceren. En nu zijn we eerder in de fase van 'kijk, is een bank bereid om een krediet te geven op basis van een gunning van een dossier, op basis van een bestelbon van die technologie'. Dat is een iets of wat klassiekere methode en we denken dat we daar meer kans hebben of meer resultaat uit kunnen halen.	
C2	Dat is allemaal goed en wel en we hebben ook altijd gezegd dat we gerust onze code in escrow willen geven maar onze code niet in de juiste technische handen, daar ben je niks mee. Daar ben je gewoon niks mee. Ik denk dat het heel anders is, en dat is ook een technologische sector natuurlijk, als je een technisch procedé hebt om chips te ontwikkelen, ik zeg zomaar iets. Je kan heel duidelijk het proces patenteren, dat dat IP is voor elk bedrijf dat chips maakt. Maar hier gaat het over iets heel anders, hier gaat het over software.	

C2	Als je naar een bank gaat, ja natuurlijk, die bank wat moet die doen? Die moet zijn dossier zo goed mogelijk maken, met zo hard mogelijke waarborgen. Natuurlijk legt die u voor om persoonlijk te tekenen. Als ik die dossierbeheerder was, ik zou u hetzelfde vragen, maar nee, of echt maar op bepaalde hoogte maar dat kan de bedoeling niet zijn. Je moet dan echt gaan hard maken en gaan verdedigen waarom dat bepaalde elementen voldoende aanwezig zijn in die company die wel voor die waarborg kunnen zorgen tot op bepaalde hoogte.	
B1	Crowdfunding, dat is wat je zeker eens gedaan moet hebben of beroep op gedaan moet hebben dus in die zin bestaat dat allemaal wel binnen de bank en daar kunnen wij naar doorverwijzen.	Crowdfunding
B2	De meeste dingen die we tegenkomen in onze landen zijn crowdlending.	
C1	Bedragen in de honderdduizenden euro's, met max een half miljoen waarop wij meer naar bedragen richting 2 miljoen euro op zoek waren in het kader van funding en visie.	
C2	Anderzijds, en jij bent ingeleid hier via 'bedrijfsnaam' via 'naam', hebben wij nu ook twee crowdfundingcampagnes gedaan. Ja, dat is ook een heel goed alternatief uiteindelijk want dat is ook weer een ander risicoprofiel. ... Dat is interessant gebleken. Ik denk dat 'bedrijfsnaam' ook zeer veel goede dossiers heeft, succesvolle dossiers heeft dus in die zin is dat zeker een interessant gegeven maar het is duur. Het is duur.	
B2	Crowdlending is de meest voorkomende en daarnaast ook business angels. Vermogende klanten die dan uitgenodigd worden op een toespraak waar de klant zijn product zal, alleen zijn traject aanbiedt en waar dat eventueel beleggers op instappen.	
C1	We hebben wel successen behaald met industriële partners. Bedrijven die dit dus niet enkel vanuit een financieel standpunt bekijken maar wel vanuit een added value door te kunnen participeren in een onderneming in dezelfde sector.	Mogelijke alternatieven
C2	Aandelenfinanciering is een instrument dat de bank wel kent en al jaren doet en daar gaat het over hetzelfde. Dat is misschien een beetje een omweg maar mijn ervaring is dat het via die weg wel gemakkelijker gaat. Daar gaat het ook, en dan kom ik bij al die elementen die ik daarstraks heb benoemd, over een valorisatie. Niet van het IMA maar wel van het bedrijf. Ook weer revisoraal verslag, externe actoren, klanten die je al hebt, IP die je opbouwt, subsidies, dat alles maakt een waardering van een bedrijf. Als je morgen naar een bank gaat met 'ik wil aandelen financieren en ik heb een revisoraal verslag over de waarde van mijn bedrijf', wie is die dossierbeheerder om dat te ontcrachten?	
B1	Wij hebben een cel bij ons op hoofdkantoor en die houdt zich uitsluitend bezig met al wat tussenkomst en subsidiëring van overheid is.	Overheidsmaatregelen
B2	VLAIO heeft diverse vormen van ofwel kredietondersteuning, waarborgen die je kan kopen en dergelijke of zij gaan mee financieren. Dat helpt natuurlijk altijd gedeeltelijk het risico in te dekken.	
C1	We zijn ook vrij actief in het subsidie verhaal om te kijken wat de overheid kan subsidiëren onder de vorm van VLAIO onderzoek en ontwikkeling maar ook de KMO groeisteun, de Europese subsidies dus noem het maar op. In dat kader hebben we wel wat middelen in de vorm van subsidies kunnen aantrekken... Zelfs in die mate dat we innovatiesteun zien als een soort vervanging voor het ontbreken van ondersteuning	

	van een bank, ondersteuning van visies. Tot op heden zien we dat eigenlijk als een alternatief.	
C2	Subsidies is een interessant traject, ik denk dat dit in België behoorlijk goed georganiseerd is. Dat is dan via VLAIO, u wel bekend. VLAIO is een mogelijkheid voor een subsidie, anderszijds heb je ook heel wat instellingen, ook deels door de overheid geïntensiveerd zoals P en V, LRM die meer het karakter hebben van, ik ga niet zeggen dat het risico investeerders zijn, maar in vergelijking met een bank wel. Het is geen private equity maar ze gaan niet om met het geld van spaarders.	
B1	En het zijn die investeringsmaatschappijen, je hebt in Limburg LRM, dus het zijn die maatschappijen die bijdragen aan risicokapitaal, of daarin participeren, die dan dergelijke projecten mee willen financieren maar vaak onder hun toezicht en dat doen wij als bank natuurlijk niet.	Risicokapitaal
C1	Absoluut, dit is een project wat we wel heel grondig bekeken hebben, ook met zijn voor- en nadelen, de visie-omgeving en het klimaat in België. Die is natuurlijk niet als die in andere continenten zoals Amerika. Wat men in België toch wel vrij fel ziet, is dat waardering een belangrijk punt is waarook vaak een discussiepunt rond bestaat.	
B1	Als ze vandaag komen vragen 'dat krediet of die financiering of dat risicokapitaal hebben we kunnen financieren bij een investeringsmaatschappij' en morgenvroeg bij manier van spreken komt men ons een lijn bedrijfskapitaal vragen, dus kaskrediet of een lijn vaste voorschotten, dan zeggen wij ook 'toch nog even wachten want we hebben nog niet veel gezien'. ... Maar als die al iets kan voorleggen, laat ons zeggen na een jaar en wij zien 'oke, dat project of dat project loopt perfect en die business loopt goed'. ... Ja, wie zijn wij dan om te zeggen van nee het is niet dat je daar u hoofdzakelijk gebaseerd hebt of uw basis van uw bedrijf, die brevetten of octrooien wat dan ook is, nee dan gaan wij dat eigenlijk zien als een normale kredietvraag.	Financieringsmix
B2	We hebben uiteraard de markt van de business angels en dan heb je nog de markt van uw klanten, uw leveranciers. Heel vaak lukt het ons samen met iemand uit de sector dit verder uit de grond te stampen.	
C2	Dus ja, die alternatieven moet je ten volle gebruiken en dan kom je eigenlijk vaak uit op een financieringsmix. Geld gaat over vertrouwen. Als wij aankomen bij investeerders, wat meestal voor startups, business angels, mensen zijn die nog in een heel vroeg stadium investeren. Dat is nog heel high risk maar als daar een business angel in meegaat of de founders zelf, de oprichters zelf doen hun duit in het zakje en je doet uw proces zoals ik net heb beschreven en de bank gaat al een stukje mee. Dat stapelt zich op dat vertrouwen. Want de bank zegt dan 'de founders geloven erin', er zijn externen die erin geloven (onverstaanbaar). Die mensen hebben ook nog subsidies opgehaald, via VLAIO die toch specifiek in onderzoek en ontwikkeling gaan subsidiëren. Heb je al die elementen, dan is het weer gemakkelijker om bij P en V of bij LRM aan te kloppen en zo bouw je het eigenlijk een stukje op... Maar ik denk dat het woordje financieringsmix een hele belangrijke is in dit verhaal.	