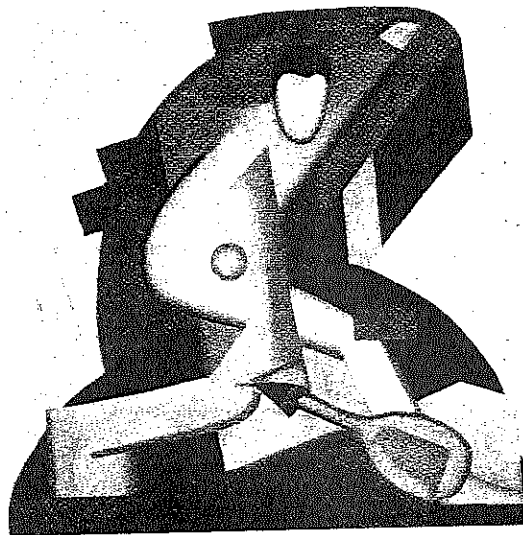


Bij het Krediet aan de Nijverheid maken wij vooral werk van uw talent!



© Sabam, Brussel 1994 - Louis Bagniet - Tennispeeler

gen, specifieke klantgerichte diensten... maken van het Krediet aan de Nijverheid de gesprekspartner bij uitstek voor elke bedrijfsleider.

Laat ook voor uw talent de vonk overslaan en vertrouw op de ervaring van de bank van morgen. Vertrouw op het Krediet aan de Nijverheid.



SAMEN MAKEN WIJ UW PROJECTEN WAAR

Sterrenkundelaan, 14 - 1030 Brussel - Tel. : 02/214. 15. 23 - Fax : 02/218. 04. 78

Sophie Manigart *

Carol Struyf **

De financiering van hoogtechnologische startende ondernemingen in Vlaanderen

In dit artikel onderzoeken we welke financieringsbronnen gebruikt worden bij het opstarten van hoogtechnologische ondernemingen. Uit een kwalitatief onderzoek bij 18 jonge, hoogtechnologische ondernemingen in Vlaanderen blijkt dat de ondernemers zelf en de bankiers het vaakst startende ondernemingen financieren, maar dat 'venture capital'-maatschappijen en privé-investeerdere de grootste bedragen aanbrengen. Privé-investeerdere en niet-financiële ondernemingen blijken bereid om het grootste risico te dragen, aangezien zij voornamelijk de opstartfase zelf financieren, zelfs indien 'venture capital'-maatschappijen het project te risicovol vinden. 'Venture capital'-maatschappijen daarentegen spelen voornamelijk een rol bij de groei van de ondernemingen in deze steekproef. De financieringspatronen komen meestal toevallig tot stand; enkel het aantrekken van 'venture capital' wordt bewust gepland.

Inleiding

Hoogtechnologische ondernemingen worden algemeen beschouwd als de motor van de toekomstige groei van de economie (Bhide, 1994). Indien er geen vernieuwing optreedt in het economische weefsel, leidt veroudering tot gebrek aan competitiviteit en uiteindelijk tot verval. Studies hebben aangetoond dat ongeveer de helft van de economische groei voortspuit uit de technologische vooruitgang (Clémer, 1994). Daarom is de studie van hoogtechnologische ondernemingen belangrijk.

* Faculteit Economische en Toegepaste Economische Wetenschappen en De Vlerick School voor Management, Universiteit Gent

** Faculteit Economische en Toegepaste Economische Wetenschappen, Universiteit Gent

Innovaties kunnen op twee manieren gecommmercialiseerd worden: ofwel worden ze in bestaande bedrijven geëxploiteerd, ofwel worden nieuwe bedrijven opgericht, waar de vernieuwing de hoofdreden van bestaan vormt. Beide mogelijkheden hebben hun voor- en nadelen. Zo wordt algemeen aangenomen dat in een nieuwe onderneming de oprichters een veel grotere motivatie hebben en flexibeler kunnen werken dan in gevestigde ondernemingen. Een belangrijk voordeel van grotere bedrijven is dan weer dat die een groter draagvlak hebben, waardoor de activiteiten op een grotere schaal uitgewerkt kunnen worden en de groei gemakkelijker geschraagd wordt. Dat grotere draagvlak kan b.v. bestaan uit een uitgebreid distributienet, naambekendheid of gespecialiseerd personeel, niet enkel in het domein van de technologische vernieuwing, maar ook op het gebied van marketing, administratie enz.

Een ander belangrijk draagvlak is het financiële. Het opstarten en ontwikkelen van een nieuwe activiteit vergt aanzienlijke financiële middelen, die in een grote onderneming getransfereerd kunnen worden van oudere, rendabele entiteiten naar de vernieuwende entiteiten. Dat is echter onmogelijk wanneer men een nieuwe onderneming opstart om de innovatie te commercialiseren. Het gebrek aan financiële middelen is dan ook een van de hoofdproblemen waarmee een nieuwe onderneming kan worden geconfronteerd, te meer daar het kan leiden tot een faillissement. Voldoende financiële middelen zijn een noodzaak voor de ontwikkeling van de innovatie en voor de commercialisatie ervan. In deze studie geven we een beeld van de mogelijke financieringsbronnen voor hoogtechnologische ondernemingen in Vlaanderen bij het opstarten en in de eerste groeifase. Daarbij leggen we de nadruk op de structurele financieringsbronnen op lange termijn en laten we de korte-termijnbronnen, zoals financiering door leveranciers of bankkredieten op korte termijn, buiten beschouwing. Dat betekent geenszins dat deze laatste niet belangrijk zijn in de ontwikkeling van een onderneming.

Eerst bespreken we de beschikbare financieringsbronnen, waarna een overzicht volgt van de studies die deze problematiek bestudeerd hebben, voornamelijk in de Verenigde Staten en in Groot-Brittannië. Daarna bespreken we de situatie in Vlaanderen, aan de hand van 18 diepte-interviews met ondernemers die de laatste tien jaar hoogtechnologische bedrijven hebben opgestart. Naast het 'hoe' (welke financieringsbronnen werden effectief gebruikt?) komt ook het 'waarom' aan bod. Waarom geniet een bepaalde financieringsbron de voorkeur boven een andere? Is de uiteindelijke financieringsbron de eerste keuze of werd ze pas

gekozen nadat alternatieve financieringsbronnen een inbreng (in de vorm van kapitaal of van een lening) weigerden? Tenslotte gaan we, voor zover mogelijk, na of er een verband bestaat tussen de financieringsbron en de latere groei en rendabiliteit van de onderneming. Het onderzoek dat aan de basis ligt van dit artikel is een kwalitatief onderzoek, omdat de achterliggende redenen om de ene financieringsvorm te verkiezen boven de andere, een belangrijk voorwerp vormt van de studie.

1. Financieringsbronnen bij het opstarten van een onderneming

De eerste financieringsbron die normaal wordt aangesproken bij het opstarten van een onderneming is *het persoonlijke vermogen van de starter(s) zelf*. Dat zal zeker deels worden ingebracht in de vorm van kapitaal, maar het is mogelijk dat een ander deel wordt ingebracht als een al dan niet achtergestelde lening. Dat laatste geeft aan de starters een grotere zekerheid dat althans een deel van de ingezette middelen zal worden gerecupereerd. Daarbij aansluitend kunnen *familieleden of vrienden* worden aangesproken om kapitaal in te brengen of een lening aan de onderneming te verstrekken (Timmons et al., 1985). Zij kunnen ook een lening verstrekken aan de ondernemer(s) persoonlijk, die deze middelen dan inbrengt als kapitaal. Belangrijk hierbij is dat deze vermogensverschaffers meestal geen waarborgen vragen: ze verstrekken de middelen omdat ze de ondernemers persoonlijk kennen en hen vertrouwen. Dit voordeel kan echter omslaan in een nadeel, wanneer blijkt dat de verwachtingen niet gerealiseerd worden en de ingezette middelen verloren gaan (Peeters, 1992). In dat geval vertroebelen meestal ook de persoonlijke relaties.

Naast familie en vrienden kunnen ook (rijke) *privé-personen buiten de kennissenkring* worden aangesproken (Timmons et al., 1985; Bruno en Tyebjee, 1988); in de Angelsaksische landen worden zij 'business angels' genoemd (Freear en Wetzel, 1990). Het zijn dikwijls succesvolle ondernemers die hun rijkdom ter beschikking willen stellen van nieuwe projecten (Mason en Harrison, 1993). Door de ervaring die zij hebben met het opstarten en leiden van ondernemingen, kunnen zij bovendien de ondernemers begeleiden bij de start en de ontwikkeling van de onderneming (Bruno en Tyebjee, 1988).

Naast deze financieringsbronnen zijn belangrijke professionele kapitaalverschaffers de 'venture capital'- en de investeringsmaatschappijen (Timmons et al., 1985; Ooghe et al., 1991; Peeters, 1992). Het belangrijkste verschil tussen beide is het feit dat een 'venture capital'-maatschappij investeert in snel groeiende ondernemingen met het oog op het realiseren van meerwaarden, die onbekend zijn bij het afsluiten van het contract, binnen een termijn van vijf tot acht jaar. Een investeringsmaatschappij, daarentegen, specificeert vaste afkoopverbintenissen bij het afsluiten van het contract, waardoor het rendement van tevoren vastligt (Peeters, 1992). Omdat 'venture capital'-maatschappijen een hoger risico lopen dan investeringsmaatschappijen, zullen de eersten de ondernemers bovendien actief bijstaan bij de beleidsvoering (Sapienza et al., 1994). Daarom zijn zij zeer geschikt om hoogtechnologische startende ondernemingen te financieren. Er wordt geschat dat het totale bedrag dat in 1993 door deze maatschappijen in opstartende ondernemingen in België geïnvesteerd werd, ongeveer 460 miljoen BEF bedraagt, of ongeveer 12% van de investeringen in de 'venture capital'-sector (EVCA, 1994, blz. 89).

In de populaire pers wordt 'venture capital' al te gemakkelijk geassocieerd met hoogtechnologische investeringen; nochtans zijn 'venture capital'-maatschappijen geïnteresseerd in alle investeringen die uitzicht geven op een aantrekkelijke meerwaarde op middellange termijn. In België nemen de investeringen in consumentgerichte sectoren en traditionele productieondernemingen een belangrijk deel voor hun rekening: in 1993 bedroeg hun aandeel in het totale pakket van investeringen door de 'venture capital'-industrie 40% (EVCA, 1994, blz. 86). Wat wel correct is, is het feit dat 'venture capitalists' bereid zijn meer risico te nemen dan andere investeerders, waardoor zij positiever staan tegenover de meer risicovolle hoogtechnologische ondernemingen (Bygrave en Timmons, 1992). Bovendien bieden de nieuwe technologieën meestal uitzicht op een aantrekkelijker rendement dan investeringen in niet-hoogtechnologische ondernemingen. Door een hoog ondernemingsrisico te aanvaarden, zijn 'venture capital'-maatschappijen voor dit soort ondernemingen dan ook beter geschikt als financieringsbron dan investeringsmaatschappijen, die minder risicovolle investeringen zoeken (Peeters, 1992).

De inbreng van de 'venture capital'-maatschappijen gebeurt meestal in de vorm van eigen vermogen of quasi eigen vermogen, zoals achtergestelde, al dan niet converteerbare obligatieleningen (Bygrave en Timmons, 1992). Investeringsmaatschappijen verschaffen dikwijls achtergestelde obligatieleningen of persoonlijke leningen aan de ondernemers zelf, die deze middelen

dan kunnen inbrengen in de onderneming (Peeters, 1992). Gezien het feit dat ze een hogere risico-aversie hebben dan 'venture capital'-maatschappijen, kan het voorkomen dat waarborgen worden gevraagd.

Andere institutionele beleggers, zoals *verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen*, komen in theorie ook in aanmerking als financieringsbron voor startende ondernemingen (Timmons et al., 1985), maar in België bestaat er geen traditie van rechtstreeks investeren in kleinere ondernemingen. Dat is o.a. een gevolg van het voorzichtigheidsprincipe, waarbij wettelijke bepalingen het investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen sterk beperken. Deze institutionele investeerders hebben wel een onrechtstreekse inbreng, daar ze 22% van het totale pakket aan middelen hebben verschaft dat in 1993 is ingebracht in de Belgische 'venture capital'-industrie (EVCA, 1994, blz. 88).

Tenslotte kunnen ook *industriële ondernemingen* startkapitaal verschaffen (Timmons et al., 1985). Indien de technologie binnen een onderneming werd ontwikkeld, maar om strategische redenen beslist wordt dat de technologie daar niet gecommmercialiseerd wordt, kan het voorkomen dat toch een participatie genomen wordt in de nieuwe onderneming. Een andere mogelijkheid is dat een belangrijke leverancier of klant een participatie neemt, met als doel op de hoogte te blijven van de technologische ontwikkelingen in de startende onderneming. Deze laatste reden zet grote ondernemingen er ook toe aan onrechtstreeks te participeren door te investeren in 'venture capital'-fondsen (1% van de totale inbreng van nieuwe middelen in de Belgische 'venture capital'-industrie in 1993, EVCA, 1994, blz. 88).

Een minder voor de hand liggende bron van financiering, maar niet te verwaarlozen voor hoogtechnologische bedrijven, zijn de *universiteiten* (Timmons et al., 1985). Zij kunnen een belangrijke rol spelen bij het verschaffen van kapitaal aan ondernemingen die nieuwe, binnen de universiteit ontwikkelde technologieën commercialiseren. Voor ondernemingen die geen banden hebben met een universiteit, is deze financieringsbron minder toegankelijk. De universiteiten spelen bovendien een belangrijke indirecte rol, daar in hun schoot en met hun financiële middelen nieuwe technologieën ontwikkeld worden.

Een laatste bron van financiering is *de banksector* (Cressy, 1993). Wettelijk is het de banken slechts in zeer beperkte mate toegestaan in te tekenen op het kapitaal van een onderneming, maar zij zijn belangrijke verschaft

fers van schuldkapitaal in allerlei vormen. Bovendien kunnen zij persoonlijke leningen verschaffen aan de ondernemers zelf, die deze middelen dan als kapitaal in de onderneming inbrengen. Een belangrijk nadeel is dat de banken risico-avers zijn, waardoor zij belangrijke zakelijke en/of persoonlijke waarborgen eisen. Toch profileren de banken zich meer en meer als de financiers voor de startende ondernemers: daarvan getuigen de vele 'Startersbrochures' en andere documenten die de banken verspreiden. Kleine startende ondernemingen kunnen immers belangrijke klanten worden in de toekomst. Bij nader toezien blijken de speciale kredieten die aan starters worden voorgesteld, vooral geschikt voor zelfstandigen en kleinere ondernemers, eerder dan voor de ondernemingen met reële groeimogelijkheden, die meestal aanzienlijke bedragen aan financiële middelen nodig hebben.

Een belangrijke rol is tenslotte weggelegd voor de overheid. In de Belgische 'venture capital'-industrie neemt de overheid een belangrijke plaats in via de GIMV in Vlaanderen en de SRIW in Wallonië; in geen enkel Europees land is de rechtstreekse tussenkomst van de overheid in de 'venture capital'-sector zo groot (Ooghe et al., 1991). Daarnaast zijn de verschillende subsidiëringsprogramma's belangrijk en, speciaal voor de hoogtechnologische ondernemingen, de programma's die onderzoek en ontwikkeling (O&O) financieren. De Vlaamse Impulsprogramma's voor nieuwe materialen en voor milieutechnologie financieren technologische adviesverlening en onderzoeksprojecten; het Vlaams Actieprogramma Biotechnologie (VLAB) financiert biotechnologisch onderzoek dat uitgevoerd wordt door een universitaire en een industriële partner. Tenslotte geeft het Vlaams Instituut voor de bevordering van het wetenschappelijk-technologisch onderzoek in allerlei vormen steun aan O&O in de industrie. Ook de onderzoeksprogramma's van de Europese Unie kunnen een belangrijk deel van de onderzoekskosten financieren.

Na dit overzicht van de belangrijkste financieringsbronnen die beschikbaar zijn voor het opstarten van een nieuwe onderneming en het financieren van haar groei, bespreken we in een volgende paragraaf de belangrijkste resultaten van enkele Angelsaksische studies naar het gebruik van deze financieringsbronnen. Gezien de specifieke materie, zijn de studies die in dit overzicht worden vermeld, voornamelijk gericht op kleinere ondernemingen.

2. Financieringspatronen in het buitenland

Dunkelberg en Cooper (1979)¹ onderzoeken de financieringsbronnen van 1.805 startende ondernemingen – zowel hoogtechnologische als niet-hoogtechnologische – in de Verenigde Staten van Amerika en Cressy (1993) van 2.000 ondernemingen in Groot-Brittannië. De belangrijkste financiers zijn voor bijna de helft van de ondernemingen de starters zelf (47% in de Verenigde Staten en 43% in het Verenigd Koninkrijk). Daarna komen in de Verenigde Staten de institutionele investeerders, zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen (28%), terwijl de banken de tweede belangrijkste financiers zijn in Groot-Brittannië. Petersen en Rajan (1994)² vinden bovendien dat, naast de privé-inbreng, de banken in de Verenigde Staten de belangrijkste vermogensverschaffers worden in de eerste groeifase.

Het feit dat de starters zelf de belangrijkste financiers zijn, geldt ook voor technologische ondernemingen. Dat blijkt uit onderzoek van Bruno en Tyebjee (1985), die 517 hoogtechnologische startende ondernemingen in Californië bestudeerd hebben, van Freear en Wetzel (1990), die met een postenquête 284 hoogtechnologische ondernemingen in New England, opgericht tussen 1975 en 1986, bevraagd hebben, en van Moore (1994) in een studie bij 89 hoogtechnologische ondernemingen in Groot-Brittannië. Privé-personen die niet verwant zijn met de ondernemers, evenals 'venture capital'-maatschappijen blijken de tweede belangrijkste bron van financiering voor hoogtechnologische startende ondernemingen (Freear en Wetzel, 1990; Wetzel, 1994; Moore, 1994), in tegenstelling tot de banken uit de voorgaande algemene studies. Dit wijst erop dat de financieringspatronen van hoogtechnologische ondernemingen verschillen van die van niet-hoogtechnologische ondernemingen. Bovendien blijken privé-personen en 'venture capital'-maatschappijen geen echte concurrenten te zijn, maar werken ze complementair (Freear en Wetzel, 1990; Bygrave en Timmons, 1992). Privé-personen zullen veeleer investeren in de pre-opstartfase, dus vooraleer er een verkoopbaar produkt beschikbaar is (Gaston, 1989; Mason en Harrison, 1993). Bovendien investeren zij kleinere bedragen

1 Het vermelde artikel is het eerste in een reeks van artikelen (van dezelfde auteurs, samen met andere co-auteurs) over gerelateerde onderwerpen. Vervolgonderzoek op latere tijdstippen heeft de belangrijkste conclusies bevestigd.

2 Petersen en Rajan (1994) onderzoeken een steekproef van 3.404 kleine ondernemingen in de Verenigde Staten, met minder dan 500 personeelsleden, een mediaan-omzet van 300.000 USD, een mediaan-boekwaarde van 130.000 USD en een mediaan-leeftijd van tien jaar.

dan de professionele investeerders. Een 'venture capitalist' zal vooral in de latere stadia van de groei van een onderneming investeren; hij investeert in een kleiner aantal ondernemingen, maar stelt grotere bedragen per onderneming ter beschikking dan andere financiers (Dunkelberg en Cooper, 1979).

De inbreng van 'venture capital' blijkt een positieve invloed te hebben op de verdere ontwikkeling van de onderneming (Bruno en Tyebjee, 1985): ondernemingen die met 'venture capital' gefinancierd werden, realiseren een significant hogere omzet en een hogere groei van de omzet. Dit verschil kan echter ook een bevestiging zijn van het feit dat 'venture capital'-maatschappijen inderdaad in staat zijn de snel groeiende ondernemingen te selecteren.

Meestal worden slechts één of twee verschillende financieringsbronnen gebruikt bij de start (Dunkelberg en Cooper, 1979; Cressy, 1993). Wanneer een combinatie wordt gemaakt van twee financieringsbronnen, zijn dat meestal eigen middelen van de ondernemers, samen met een banklening, met kapitaal van familie of vrienden, of met kapitaal van privé-investeerders.

Een belangrijke tekortkoming van de voorgaande onderzoeken is het feit dat enkel wordt nagegaan hoe de ondernemingen effectief gefinancierd zijn, zonder rekening te houden met de (mislukte) pogingen om andere financieringsbronnen aan te spreken. Zo kan b.v. bankfinanciering zo belangrijk zijn omdat de andere financieringsbronnen geweigerd werden. In onze studie peilen we daar wel naar.

3. De gevolgde methode

Om na te gaan hoe Vlaamse hoogtechnologische startende ondernemingen gefinancierd worden en hun verdere groei financieren, hebben we een kwalitatief onderzoek uitgevoerd bij 18 hoogtechnologische ondernemingen die maximaal 10 jaar bestaan. Om te beslissen of een onderneming al dan niet hoogtechnologisch is, gebruiken we een ad hoc benadering, eerder dan te werken met strikt omliggende definities.³ Er

³ Definities over het al dan niet hoogtechnologische karakter van een onderneming behelzen b.v. het percentage aan onderzoek en ontwikkeling dat in een onderneming

worden enkele hoogtechnologische sectoren gekozen, namelijk elektronica, computertechnologie (zowel hard- als software), biotechnologie, medische technologie, en energie- en milieutechnologie (Freeman, 1985). Bedrijven uit deze sectoren die enkel producten verdelen die door anderen ontwikkeld worden, komen niet in aanmerking. Een nadeel van deze aanpak is dat men produktgebaseerd werkt, terwijl ondernemingen in niet-hoogtechnologische sectoren toch hoogtechnologisch kunnen zijn in hun produktieproces (Alderman et al., 1988). Onze aanpak laat deze ondernemingen buiten beschouwing.

We hebben contact opgenomen met 31 hoogtechnologische ondernemingen, waarvan er 21 hun medewerking hebben verleend. De initiële 31 ondernemingen zijn opgespoord via o.a. berichten in de financiële pers, communiqués van de technologiebeurs *Flanders Technology International*, jaarverslagen van risicokapitaalverschaffers en incubatiecentra van universiteiten. Drie ondernemingen zijn na het interview uit de steekproef verwijderd, omdat ze verdelers van producten of consultants zijn. Van de 10 niet-respondenten zijn er 4 geen hoogtechnologische starter, terwijl de 6 anderen geen tijd of geen interesse hadden. Gezien het kwalitatieve karakter van dit onderzoek, achten wij de vertekeningen die niet-respondenten kunnen teweegbrengen, niet belangrijk. Bovendien scoort deze groep op belangrijke ondernemingskarakteristieken (initieel kapitaal, groei van de omzet en de winst) niet wezenlijk anders dan de respondenten.

Een belangrijker scheeftrekking kan ontstaan uit het feit dat enkel ondernemingen die nu nog actief zijn, worden bestudeerd. Ondernemingen die hun eerste levensjaren niet overleefd hebben, komen dus niet voor; het is echter mogelijk dat deze ondernemingen een ander financieringspatroon vertonen. Het feit dat potentiële financiële partners ('venture capital'-ondernemingen en universiteiten) een van de bronnen voor het samenstellen van de steekproef vormen, kan een verdere vertekening van de resultaten veroorzaken. Hier wijzen we opnieuw op het kwalitatieve karakter van deze studie: we pretenderen geenszins dat extrapolaties van de bekomen resultaten uitgevoerd kunnen worden. Het 'waarom' van het al dan niet gebruiken van een bepaalde financieringsvorm of het samengaan met een (financiële) partner is immers het belangrijkste voorwerp van deze studie.

plaatsheeft, gerelateerd aan de verkopen of het procentuele aandeel van het onderzoekspersoneel in het totale personeelsbestand (b.v. Armington, 1984). Deze metingen zijn echter surrogaatmetingen, daar een arbitrair percentage moet worden gekozen.

De vragenlijst⁴ werd uitgetest op 2 ondernemers (niet opgenomen in de steekproef van 18 ondernemingen) en aangepast, rekening houdend met hun commentaren. De gestructureerde maar niet gestandaardiseerde interviews (Kerlinger, 1973, blz. 481) zijn steeds afgenomen van (een van) de starter(s) zelf of van de financieel directeur; ze duurden minstens 1 uur en maximaal 2,5 uur. De nadelen van de interviewtechniek als onderzoeksinstrument zijn bekend: zowel het feit dat de interviewer door subjectieve vraagstelling de respondent kan beïnvloeden als het feit dat slechts één persoon per onderneming geïnterviewd wordt, kan een vertekening van de antwoorden teweegbrengen. Een van de belangrijkste voordelen van de interviewtechniek is echter dat zij wellicht de enige onderzoekstechniek is waarmee men dieper kan ingaan op de antwoorden van respondenten en hun beweegredenen voor een bepaalde handelwijze kan nagaan; ze genereert gegevens die op geen enkele andere manier verkregen kunnen worden (Kerlinger, 1973, blz. 480-488). Dat is de belangrijkste reden om in deze context voor deze techniek te kiezen.

Tabel 1 geeft enkele kenmerken van de onderzochte ondernemingen. Uit die kenmerken blijkt dat de 18 ondernemingen zeer divers zijn qua grootte. De omzet die in het eerste werkingsjaar gerealiseerd wordt, varieert van 1,5 miljoen BEF tot 48 miljoen BEF (mediaan: 7,5 miljoen BEF). Het startkapitaal varieert van 400.000 BEF tot 214 miljoen BEF (mediaan: 1,85 miljoen BEF). Het grote aantal ondernemingen met een startkapitaal van 750.000 BEF, resp. 1,25 miljoen BEF wordt verklaard door de minimale vereisten voor het opzetten van een BVBA, resp. een NV.⁵ De winst of het verlies in het eerste werkingsjaar varieert van -70 miljoen BEF tot 300.000 BEF (mediaan: -2 miljoen BEF). Dit bevestigt dat met hoogtechnologische ondernemingen geen vlugge winsten gerealiseerd worden. Bijna de helft van de ondernemingen in de steekproef is actief in de elektronica-sector.

Het aantal starters per onderneming varieert tussen 1 en 5. Van de in totaal 38 oprichters hebben er 25 een diploma van ingenieur (burgerlijk, industrieel of handelsingenieur) en 7 een diploma in de wetenschappen.

4 Lezers die belangstelling hebben voor de vragenlijst, kunnen die schriftelijk aanvragen bij prof. dr. ir. Sophie Manigart, Vakgroep Bedrijfsfinanciering, Universiteit Gent, Hoveniersberg 4, 9000 Gent.

5 Bij een NV dient het kapitaal volledig volstort te zijn, terwijl bij een BVBA minimaal 250.000 BEF gestort moet zijn.

De stelling dat hoogtechnologische bedrijven typisch door ingenieurs of wetenschappers worden opgericht (Bruno en Tyebjee, 1985), wordt in deze steekproef bevestigd. Dertig starters waren actief in dezelfde sector als die waarin ze de onderneming hebben opgericht; 11 onder hen waren reeds eerder betrokken bij het opstarten van een onderneming. Hun leeftijd varieert tussen 24 en 60 jaar.

Tabel 1
Profiel van de meewerkende ondernemingen*

	Sector	Startjaar	Aantal starters	Omzet 1ste jaar	Winst 1ste jaar	Startkapitaal	Vennoot- schapsvorm
A	Biotechnologie	1984	3	16,5	-18,5	30,5	NV
B	Biotechnologie	1985	2	20	-70	214	NV
C	Software	1987	2	?	-19	12	NV
D	Elektronica	1987	2	9	-8,7	30	NV
E	Software	1988	1	47,8	-1,4	20	NV
F	Elektronica	1989	1	3,2	0,3	0,75	BVBA
G	Software	1990	2	?	-2	1,25	NV
H	Elektronica	1990	1	10,5	-5,8	1,25	NV
I	Elektronica	1990	4	2,3	0	2	NV
J	Elektronica	1990	2	25	-4,5	1,25	NV
K	Elektronica	1990	1	11	0	0,75	BVBA
L	Software	1991	2	4,5	0,12	3	NV
M	Elektronica	1991	1	3,5	-1	1,7	NV
N	Software	1991	4	6	0,25	0,4	BVBA
O	Software	1992	4	5	-4,8	8	NV
P	Elektronica	1992	2	1,5	0	0,75	BVBA
Q	Medische sector	1993	1	?	?	0,75	BVBA
R	Milieutechnologie	1993	5	?	?	3	NV
	Mediaan			7,5	-2	1,85	

* Alle bedragen zijn uitgedrukt in miljoen BEF.

4. De financiering van opstartende hoogtechnologische ondernemingen in Vlaanderen

Tabel 2 geeft een overzicht van de financieringsbronnen op lange termijn die in de ondernemingen uit de steekproef gebruikt zijn; zowel inbreng in het kapitaal als lange-termijnleningen zijn opgenomen. Wanneer een bank een persoonlijke lening heeft toegestaan aan de ondernemer(s), dan wordt dat opgenomen onder 'bank' en niet onder 'starters'. Tabel 3 geeft een overzicht van het aantal financieringsbronnen die de ondernemingen bij het opstarten hebben gebruikt, en van de combinaties van de verschillende bronnen.

Net zoals in de Angelsaksische onderzoeken (b.v. Cressy, 1993; Bruno en Tyebjee, 1985; Freear en Wetzal, 1990; Moore, 1994), zijn ook in Vlaanderen *de ondernemers zelf* de belangrijkste financiers van hun onderneming. Opmerkelijk is toch het feit dat in twee ondernemingen helemaal geen persoonlijk vermogen werd ingebracht: het startkapitaal werd er volledig gefinancierd met een banklening, afgesloten op persoonlijke titel. Iedereen vindt het vanzelfsprekend om mee te participeren in het kapitaal en mee het risico van het slagen of mislukken te dragen. De twee ondernemers die geen persoonlijke middelen hebben ingebracht, hadden bij het opstarten onvoldoende financiële draagkracht. Toch lopen ook zij een belangrijk risico wanneer het project mislukt, aangezien de persoonlijke leningen slechts werden afgesloten mits aan de banken aanzienlijke persoonlijke waarborgen werden verleend. Indien het project mislukt, dan zullen ook deze ondernemers een deel van hun persoonlijk vermogen kwijtraken.

Alle ondernemers hebben hun middelen ingebracht in de vorm van kapitaal. In slechts twee gevallen werden verschillende soorten aandelen gecreëerd; dat wijst erop dat men de financiering zo eenvoudig mogelijk tracht te houden. In beide ondernemingen waar verschillende aandelen gecreëerd werden, gebeurde dat op vraag van de participerende 'venture capitalists'. Zo kan men de rechten van de verschillende categorieën aandeelhouders van bij de start zo goed mogelijk specificeren.

Indien slechts één financieringsbron werd gebruikt bij het opstarten, dan was dat steeds ofwel het kapitaal van de starters, ofwel een banklening op persoonlijke titel. Tabel 3 toont duidelijk aan dat het aantal bronnen toeneemt naarmate het startkapitaal stijgt. Opnieuw blijkt dat de onder-

nemers streven naar eenvoud in de financiering: indien het bedrag bijeen kan worden gebracht door een beperkt aantal bronnen, dan zal men geen onnodige complicaties zoeken en meerdere partijen aanspreken.

Tabel 2

Bij het opstarten gebruikte financieringsbronnen op lange termijn*

	# ondernemingen	Mediaan-bedrag	Gemiddeld bedrag	Opmerkingen
Ondernemer(s)	16	1,25	12,1	
Bank	8	1,25	2,3	4 persoonlijke leningen
Privé-investeerder	3	30,2	21,4	
Andere onderneming	3	6,0	6,6	1 lening, 2 participaties
Universiteit	3	0,96	2,3	
'Venture capital'	2	52,5	52,5	
Vrienden en familie	2	0,3	0,3	

* Alle bedragen zijn uitgedrukt in miljoen BEF.

Tabel 3

Aantal financieringsbronnen bij het opstarten*

Aantal bronnen	# ondernemingen	Mediaan-bedrag	Gemiddeld bedrag	Soorten
1	5	0,75	1,23	3 x starters 2 x bank
2	7	1,75	3,24	3 x starters + bank 2 x starters + universiteit 1 x starters + familie 1 x starters + andere onderneming
3	6	25,00	53,08	1 x starters + privé-investeerd + familie 1 x starters + privé-investeerd + 'venture capital' 1 x starters + privé-investeerd + bank 1 x starters + 'venture capital' + andere onderneming 1 x starters + andere onderneming + bank 1 x starters + universiteit + bank

* Alle bedragen zijn uitgedrukt in miljoen BEF.

De banken zijn de tweede belangrijkste bron van financiering in deze steekproef (gemeten naar het aantal ondernemingen die bankfinanciering gekregen hebben): bijna de helft van de ondernemingen doet bij het opstarten een beroep op hun diensten. Banken blijken dus ook belangrijk te zijn voor risicovolle, hoogtechnologische ondernemingen. Vier ondernemingen hebben een investeringskrediet afgesloten bij het opstarten, vier ondernemers hebben een persoonlijke banklening afgesloten en dat bedrag ingebracht als kapitaal. Aan alle leningen (behalve één) zijn waarborgen gekoppeld: hetzij één persoonlijke borgstelling, hetzij hypotheek of een pand op het handelsfonds, hetzij een borgstelling door een derde partij. Eén onderneming diende geen waarborg te geven voor een lening van 1 miljoen BEF: de betreffende bank heeft namelijk een speciaal startersprogramma opgezet, waarbij leningen zonder waarborgen kunnen worden verstrekt op basis van het diploma van de aanvrager. Opmerkelijk is evenwel dat slechts één onderneming in aanmerking kwam voor een specifiek starterspakket. Dat zou erop kunnen wijzen dat deze programma's minder geschikt zijn voor grotere, hoogtechnologische starters maar veeleer gericht zijn naar de kleinere zelfstandigen. Slechts één leningaanvraag werd door alle geconsulteerde banken geweigerd wegens het te hoge risico en het gebrek aan borgen.

De motivatie om een beroep te doen op banken is voor 5 van de 8 ondernemers het feit dat ze zeer afkerig zijn van inmenging door derden in de onderneming: ze staan zeer sterk op hun onafhankelijkheid en sluiten daarom andere mogelijke financieringsbronnen uit. Opmerkelijk is dat deze 5 ondernemingen enerzijds de kleinste zijn uit de steekproef, zowel qua kapitaal als qua evolutie van de omzet, maar anderzijds de meest rendabele (in de korte tijdsspanne van de studie). Voor 2 andere ondernemingen is de bank een tweede keuze: zij hebben allebei eerst geprobeerd 'venture capital' aan te trekken, echter zonder succes. De laatste ondernemer was in staat het volledige kapitaal met eigen middelen in te brengen, maar verkoos er een bank bij te betrekken om zijn persoonlijk risico te spreiden. Het is dus niet toevallig dat bankfinanciering zo belangrijk is, daar ze in 6 gevallen een bewuste keuze van de ondernemer reflecteert.

De 9 ondernemingen die bankfinanciering hebben gezocht, hebben gemiddeld 3 banken aangesproken, waarvan er meestal 2 bereid waren om een lening toe te staan. De banken werden gekozen op basis van vroegere ervaringen van de ondernemers met deze instellingen of van hun reputatie. In slechts één geval was het specifieke startersprogramma

van een bank de doorslaggevende factor. De reden waarom bepaalde banken de lening weigerden, had meestal te maken met het feit dat ze het project te risicovol achtten en/of dat onvoldoende garanties geboden konden worden.

Drie van de ondernemers die bij de start van de onderneming geen banklening hebben aangevraagd, deden dat omdat ze de onderneming niet onmiddellijk met schulden en de daaraan gekoppelde vaste interestbetalingen wilden belasten; één ondernemer verklaarde dat hij zijn onderneming 'een mooie balans' wenste mee te geven. De anderen stonden vooral weigerachtig tegenover de zware borgen die de banken sowieso zouden eisen en die de verdere ontleencapaciteit van de onderneming in het gedrang zouden kunnen brengen. Twee ondernemers hebben nooit overwogen om een banklening te verkrijgen, daar ze op andere manieren voldoende startfinanciering verzameld hadden.

De andere financieringsbronnen worden tamelijk sporadisch aangewend. *Privé-personen* hebben kapitaal verschaft aan 3 van de 18 ondernemingen; 2 van de ondernemingen zijn actief in de biotechnologie, de andere in de softwaresector. In de eerste onderneming zijn de privé-investeerders de belangrijkste kapitaalverschaffers; in de 2 andere ondernemingen zijn zij een van de drie ongeveer gelijkwaardige bronnen. Opvallend is dat de drie ondernemingen tot de grootste uit de steekproef behoren. In alle gevallen zijn de middelen ingebracht als kapitaal. De privé-investeerders behoren allen tot de ruime kennissenkring van de ondernemers of zijn 'kennissen van kennissen'; in geen enkel geval wensen ze inspraak in het beleid. Slechts één andere ondernemer heeft een privé-investeerder aangesproken die geweigerd heeft om te investeren wegens het hoge risico. De andere ondernemers deden geen beroep op privé-investeerders omdat ze geen welstellende relaties hebben. Opvallend is wel dat 4 onder hen expliciet te kennen gaven dat ze, zelfs indien ze een geschikte persoon kenden, toch geen participatie zouden hebben toegestaan omdat ze geen derden in de onderneming willen.

De bovenstaande opmerkingen tonen aan dat het fenomeen van privé-investeerders in Vlaanderen niet zo verspreid is als in de Verenigde Staten. Uit deze beperkte steekproef wordt niet duidelijk waaraan dat te wijten is: een gebrek aan investeerders die bereid zijn dit risico te dragen, een gebrek aan ondernemers die bereid zijn om privé-personen toe te laten in het kapitaal van de onderneming, of gewoon de samenstelling van de steekproef. Wel vergelijkbaar met de situatie in de Angelsaksische landen is het

feit dat de privé-personen die bereid zijn om te investeren, moeilijk te lokaliseren zijn (Gaston, 1989; Mason en Harrison, 1993). Veel hangt hier van het toeval af; een gericht zoekproces is vrijwel uitgesloten.

Andere (niet-financiële) ondernemingen zijn investeerders in 3 van de 18 ondernemingen. In 2 van de gevallen werd de technologie van de startende onderneming in de participerende onderneming ontwikkeld, maar kon ze er niet gecommmercialiseerd worden. De derde onderneming was een zakenrelatie van de onderneming waar de technologie ontwikkeld werd. Deze laatste heeft na 2 jaar succesvolle werking de onderneming volledig overgekocht van de starters. In geen enkel geval gingen de oprichters actief op zoek naar een andere onderneming als financieringspartner. Integendeel, 2 van de 3 waren in eerste instantie op zoek naar 'venture capital', maar waren niet in staat dat te verkrijgen wegens het hoge risico van de projecten. In deze steekproef zijn niet-financiële ondernemingen bereid om meer risico te nemen dan de 'venture capital'-maatschappijen⁶, voornamelijk met als doel de ontwikkeling van een bepaalde technologie van nabij te volgen.

De *universiteit* blijkt een belangrijke financiële partner te zijn voor 3 bedrijven uit de steekproef. Telkens gaat het om ondernemingen die O&O valoriseren die binnen de universiteit zijn uitgevoerd. De rol van de universiteit is echter ruimer dan dat: 4 ondernemingen zijn gehuisvest in een universitair innovatie- of incubatiecentrum, 1 is een spin-off van een Vlaamse universiteit en een laatste laat haar nieuwe produkten uittesten in universitaire laboratoria. De andere bedrijven spraken geen universiteit aan, omdat ze er hoegenaamd geen contacten mee hebben. Universiteiten kunnen dus een belangrijke rol spelen bij het valoriseren van O&O die binnen hun instellingen worden uitgevoerd. Deze hulp komt echter voornamelijk ten goede aan de ondernemers die reeds banden hebben met de universiteit.

Voor 2 ondernemingen is 'venture capital' een belangrijke financieringsbron vanaf de opstartfase; in beide gevallen werden de middelen ter beschikking gesteld als kapitaal. De eerste onderneming sprak in totaal 6 'venture capital'-maatschappijen aan, de tweede 2. Opmerkelijk is dat in beide gevallen alle 'venture capital'-maatschappijen bereid waren te investeren in de onderneming. In beide gevallen was het werken met 'venture capital' een zeer bewuste keuze, aangezien de 'venture capital'-maatschappijen (na eigen inbreng) de eerste bron waren waarnaar

⁶ Deze vaststelling hebben we niet expliciet teruggevonden in andere studies.

de ondernemers zich richtten; de zoektocht werd bovendien grondig voorbereid. Het deskundig advies en de managementbijstand die door de 'venture capitalists' worden verleend, worden gezien als een belangrijke toegevoegde waarde ten opzichte van andere financiers. Bovendien dient de controle helemaal niet uit handen gegeven te worden, mits een goede regeling bij de instap wordt afgesproken.

Twee andere ondernemers hebben om dezelfde redenen getracht om vanaf het begin 'venture capital' aan te trekken, doch zonder succes; beiden geven als reden voor de weigering het risicovolle karakter van het project. Eén van hen heeft na enkele jaren succesvolle werking toch 'venture capital' kunnen aantrekken uit het buitenland, terwijl de andere voldoende middelen uit andere bronnen bijeengekregen heeft.

De helft van de ondernemers die zich niet tot een 'venture capital'-maatschappij hebben gewend, wensen de controle over hun onderneming niet uit handen te geven en dulden helemaal geen derde partijen in hun onderneming, zelfs indien de additionele middelen hen in staat zouden stellen een grotere onderneming uit te bouwen. Groeien en groot worden is voor hen wel belangrijk, maar niet prioritair. Een kleine onderneming, maar die wel volledig van zichzelf is, is belangrijker. Enkele anderen vinden hun financieringsbehoeften of hun groeiperspectief (waarschijnlijk terecht) te bescheiden om 'venture capital' aan te trekken. Een laatste ondernemer is zelfs van oordeel dat deze investeerders helemaal niet geïnteresseerd zijn in opstartende ondernemingen.

Familie en vrienden hebben slechts in 2 van de bedrijven geparticipeerd; in 1 van deze 2 was de investering dan nog veeleer symbolisch, vergeleken met de andere bedragen die reeds verkregen waren. In beide gevallen gebeurde de inbreng in de vorm van kapitaal. Alhoewel het zeer eenvoudig lijkt om familie en vrienden aan te spreken, wordt deze bron voor dit soort ondernemingen niet dikwijls gebruikt. Elf ondernemers wensten hun privé- en hun zakelijke belangen niet te vermengen, en volgen daarmee de stelling van Peeters (1992) dat deze bron van financiering voor problemen zou kunnen zorgen wanneer de zaken slecht gaan. Anderen deden geen beroep op familieleden om hen financieel niet te belasten of omdat het project te technisch is en de familieleden zou afschrikken. In deze steekproef wordt helemaal niet bevestigd wat dikwijls beweerd wordt in startersbrochures van de banken, nl. dat ouders zeer dikwijls renteloze leningen geven aan hun kinderen om een

zaak te starten. Hieruit blijkt opnieuw dat deze brochures voornamelijk bedoeld zijn voor beginnende zelfstandigen.

Investeringsmaatschappijen en institutionele beleggers komen in de steekproef niet als financieringsbron voor.⁷ Eén onderneming heeft geprobeerd een participatie van een investeringsmaatschappij te verkrijgen, maar het project was te risicovol. Geen enkele onderneming heeft het alternatief van een institutionele belegger beschouwd. Deze financieringsbronnen worden dus niet gepercipieerd als mogelijke alternatieve financiële partners.

Naast de soorten financieringsbronnen, blijkt uit tabel 2 dat het relatieve belang van elke bron sterk verschilt. Alhoewel de 'venture capital'-verschaffers slechts in 2 bedrijven participeren, investeren zij de grootste bedragen. Hier blijkt dus hetzelfde fenomeen als in de Angelsaksische landen: 'venture capital'-maatschappijen zijn zeer selectief en investeren in een zeer beperkt aantal ondernemingen, maar indien ze investeren, zijn de ingebrachte bedragen aanzienlijk. De tweede belangrijkste categorie van investeerders zijn de privé-investeerders. In het opstartstadium brengen ze weliswaar minder middelen in dan de 'venture capital'-verschaffers, maar aanzienlijk meer dan de andere bronnen. De derde belangrijkste bron zijn de andere ondernemingen. De bedragen die de starters zelf⁸, de banken, de universiteiten en vrienden en familie inbrengen, zijn marginaal, vergeleken met de drie grootste bronnen. Hier worden de Angelsaksische studies bevestigd: indien aanzienlijke bedragen nodig zijn, worden het best professionele financiers aangesproken; voor kleinere bedragen laat men deze laatste het best buiten beschouwing en spreekt men andere bronnen aan.

De rechtstreekse rol van de overheid is relatief belangrijk.⁹ Dertien van de 18 ondernemingen hebben zich in de opstartfase tot de overheid

7 Het verschil tussen een investeringsmaatschappij en een 'venture capital'-maatschappij is niet strikt. De GIMV b.v. participeert frequent met achtergestelde obligaties of aandelen waarvan de verkoop reeds van tevoren geregeld is. In de twee bedrijven uit de steekproef waarin de GIMV heeft geparticipeerd, is de inbreng gedaan in de vorm van kapitaal, zonder vaste afspraken over de terugkoop. Hier gedraagt de GIMV zich dus als een 'venture capital'-maatschappij, daar ze voornamelijk rendement verwacht via de niet vooraf bekende meerwaarden.

8 Het hoge gemiddelde bedrag dat door de starters zelf is ingebracht, is te wijten aan één zeer grote inbreng. De mediaan geeft een beter beeld van de verdeling.

9 Onrechtstreeks heeft de overheid, via de GIMV, in twee van de ondernemingen een rol gespeeld als verschaffer van 'venture capital'.

gewend; 10 onder hen hebben effectief middelen verkregen. Zeven onder hen hebben vrij 'toevallig' een rentetoeelage gekregen in het kader van de expansiesteun. In alle gevallen waren het de banken die de kredieten toestonden, die de dossiers hebben ingediend; de ondernemers zelf waren niet op de hoogte van de mogelijkheden. Een volgende onderneming kreeg een premie voor jonge zelfstandigen, een andere kreeg middelen in het kader van de steun bij O&O, terwijl een laatste steun kreeg in het kader van EUREKA. Hierbij dient opgemerkt dat, alhoewel deze laatste het project had ingediend op het ogenblik van het opstarten van de onderneming, de middelen slechts na twee jaar werden gestort. Tenslotte is (slechts) één onderneming gevestigd in een T-zone, waardoor zij fiscale gunstmaatregelen geniet.

De ondernemers die geen overheidshulp gevraagd hebben, waren meestal niet op de hoogte van de mogelijkheden, niettegenstaande verschillende onder hen formeel in aanmerking zouden gekomen zijn voor een of ander programma. Drie ondernemers hebben geen overheidshulp aangevraagd omdat zij expliciet zegden de bureaucratie en de administratieve rompslomp die ermee gepaard gaat, te willen vermijden. Nochtans laten zij op die manier niet onaanzienlijke bedragen liggen. Het probleem van overheidshulp is dus drieërlei: ten eerste zijn de mogelijkheden onvoldoende bekend (alhoewel b.v. de Gewestelijke Ontwikkelingsmaatschappijen over alle informatie beschikken; hier kunnen we dus wijzen op onzorgvuldigheid van de ondernemers), ten tweede is er de bureaucratie en ten derde de traagheid die veel ondernemers afschrikken. Overheidshulp blijkt wel belangrijker te worden na enkele jaren werking. Dit is vergelijkbaar met de situatie in Groot-Brittannië (Moore, 1994).

5. Het financieren van de verdere groei

In deze sectie geven we kort aan hoe de verdere groei gefinancierd werd. Daarbij laten we de ondernemingen die in 1992 en 1993 werden opgericht, buiten beschouwing, gezien de korte tijdsperiode dat zij actief zijn. De steekproef wordt daardoor gereduceerd tot 14 ondernemingen. Een eerste belangrijke vaststelling is dat in geen enkel geval nog bijkomende middelen van de ondernemers zelf, van privé-investeerders, van vrienden en familie of van de universiteiten werden ingebracht. Dit wijst erop dat deze niet-professionele financieringsbronnen voornamelijk belangrijk zijn voor het

prille begin van de onderneming, maar niet voor haar verdere ontwikkeling, waar professionele financiers belangrijker worden.

Alle ondernemingen in de steekproef hebben een beroep gedaan op banken voor investeringskredieten of voor kaskredietlijnen; dit is vergelijkbaar met de Amerikaanse situatie (Petersen en Rajan, 1994). Zeven ondernemingen hebben een beroep gedaan op 'venture capital'-maatschappijen na één tot vier jaar werking; 6 ervan hebben effectief financiering bekomen. Bij deze 6 horen de 2 ondernemingen die reeds van bij het opstarten 'venture capital' gekregen hebben en die allebei nog één- of tweemaal een beroep hebben gedaan op deze financiers. Bovendien heeft één onderneming, die er in de opstartfase niet in geslaagd was 'venture capital' aan te trekken, na één jaar werking toch financiering verkregen. Het hoge percentage aan ondernemingen dat 'venture capital' verkregen heeft, mag zeker niet veralgemeend worden tot de volledige markt, maar is waarschijnlijk een gevolg van de samenstelling van de steekproef.

De bedragen die via 'venture capital'-maatschappijen worden verkregen, zijn aanzienlijk: ze variëren tussen 20 en 300 miljoen BEF. De zeer hoge bedragen worden uiteraard niet door één enkele 'venture capital'-maatschappij ingebracht, maar door een syndicaat van enkele, ook internationale 'venture capitalists'. In de meeste gevallen werden de financiële middelen ingebracht als kapitaal, één enkele keer als een achtergestelde converteerbare obligatielening. Uit deze beperkte steekproef blijkt toch duidelijk dat 'venture capital' zeer belangrijk is voor de prille ontwikkeling van hoogtechnologische bedrijven, eerder dan voor het opstarten ervan.

De inbreng van 'venture capital' blijkt in deze steekproef, net zoals in de Verenigde Staten (Bruno en Tyebjee, 1985), een gunstige invloed te hebben op de groei van de gefinancierde ondernemingen. Op het ogenblik van de participatie is de omzet van deze 6 bedrijven beduidend hoger dan de omzet (gemeten na twee jaar werking¹⁰) van die welke geen 'venture capital' hebben aangetrokken. Bovendien is de groei van de omzet na de inbreng ook aanzienlijk hoger voor de eerstgenoemde groep, vergeleken met de laatstgenoemde groep. Hetzelfde kan echter

10 We hebben de periode op twee jaar bepaald, omdat de meeste participaties door 'venture capital'-ondernemingen na ongeveer twee jaar werking werden genomen. Dat maakt een betere vergelijking tussen beide groepen mogelijk.

niet gezegd worden over de rendabiliteit: 5 van de 7 ondernemingen die 'venture capital' gekregen hebben, waren zwaar verlieslatend tot twee jaar na de participatie, terwijl de 2 andere slechts een aantal jaar na de participatie winstgevend werden. Van de ondernemingen die niet met 'venture capital' gefinancierd werden, zijn ongeveer drie vierde break-even of marginaal winstgevend en de andere zijn licht verlieslatend. 'Venture capitalists' blijken dus in eerste instantie een positieve invloed te hebben op de groei van de omzet, eerder dan op de rendabiliteit. Het is te hopen dat de ondernemingen rendabeler worden na een langere tijd operationeel te zijn geweest.

Twee ondernemingen hebben additioneel kapitaal verkregen van een andere niet-financiële onderneming, terwijl een derde werd opgekocht en dus verder gefinancierd wordt door de moederonderneming. In tegenstelling tot de participaties door andere ondernemingen, die bij het opstarten veeleer toevallig tot stand gekomen waren, gaat het hier in beide gevallen over een geplande zoektocht naar strategische partners die, naast kapitaal, ook kennis en competentie ter beschikking kunnen stellen.

Besluit

In dit artikel hebben we nagegaan wat de mogelijke financieringsbronnen zijn voor startende, hoogtechnologische ondernemingen en welke bronnen in Vlaanderen effectief worden gebruikt. Uit het kwalitatieve onderzoek bij 18 ondernemingen komen gelijklopende resultaten als in de Angelsaksische landen te voorschijn. Eigen middelen van de ondernemers worden ingebracht in bijna alle ondernemingen, terwijl banken de tweede meest voorkomende bron van financiering zijn. Dit zijn de meest voor de hand liggende bronnen en de ondernemers vinden het dan ook zeer normaal om die aan te spreken. Het nadeel van bankfinanciering is wel dat steeds zeer aanzienlijke persoonlijke en/of zakelijke waarborgen geëist worden.

Indien andere financieringsbronnen worden aangewend, blijkt dat weinig van tevoren te worden gepland, behalve wanneer men naar een professionele vermogensverschaffer stapt, in casu een 'venture capital'-maatschappij. Wanneer een andere onderneming, een privé-investeerder of een universiteit in het kapitaal van een onderneming participeert, heeft dat meer met toeval en geluk te maken dan met een vooraf bepaalde, gemotiveerde financiële strategie. De stap naar een 'venture

capitalist' wordt wel zorgvuldig overdacht en is een bewuste keuze. Velen staan weigerachtig tegenover deze professionele kapitaalverschaffers omdat ze hun zelfstandigheid helemaal niet willen opgeven, zelfs indien dat impliceert dat hun groeiplannen getemperd moeten worden.

In tegenstelling tot bevindingen uit Angelsaksische studies, blijken privé-investeerders zeer aanzienlijke bedragen te investeren; de grootste bedragen worden echter aangebracht door 'venture capital'-maatschappijen. In vergelijking met deze twee financieringsbronnen zijn de andere bronnen vrij beperkt qua omvang en hebben ze dus een complementaire functie. In de latere financieringsstadia blijken de 'venture capital'-maatschappijen een specifieke rol te vervullen als aanbrengrers van grote bedragen; bovendien blijken ze in deze beperkte steekproef meer te investeren in ondernemingen die enkele jaren oud zijn dan in startende ondernemingen. Opmerkelijk is dat de niet-professionele financiers, zoals de ondernemers zelf, privé-investeerders of universiteiten, helemaal geen verdere financiële inbreng meer doen. Hun rol lijkt uitgespeeld nadat de onderneming is opgestart. 'Venture capital'-maatschappijen en privé-investeerders, die vaak vergeleken worden met betrekking tot hun rol in het financieren van jonge ondernemingen, blijken ook in Vlaanderen complementair te werken: de laatsten investeren in de meest risicovolle fase, met name bij de start, terwijl de eersten voornamelijk de verdere groei financieren. De banken blijken voornamelijk als partner doorheen het volledige proces belangrijk te zijn, maar wel voor kleinere bedragen en voorzien van zware waarborgen.

De overheid heeft ook een belangrijke rol bij het financieren van hoog-technologische startende ondernemingen, door het verstrekken van interest- en kapitaalsubsidies en door het financieren van O&O via allerhande impulsprogramma's. Het stelsel van de rentetoeelagen lijkt goed te werken, voornamelijk dankzij het feit dat de banken alle administratieve formaliteiten op zich nemen. De andere programma's missen deels hun doel, aangezien verschillende ondernemers die ervoor in aanmerking zouden komen deze tegemoetkomingen niet hebben aangevraagd. De belangrijkste redenen hiervoor zijn het feit dat de ondernemers niet op de hoogte zijn van de verschillende programma's of dat ze de administratieve rompslomp niet willen ondergaan. Aangezien talrijke professionele of interprofessionele organisaties op de hoogte zijn van alle steunmaatregelen, moeten de ondernemers zelf het initiatief nemen om zich beter te informeren; anderzijds dient de overheid ervoor te zorgen dat de procedures gemakkelijker en vlugger verlopen.

Vaak wordt gezegd dat het gebrek aan financiële middelen een grote hinderpaal vormt voor het opstarten van ondernemingen. Wij kunnen daarover geen uitsluitsel geven, aangezien wij enkel ondernemingen hebben bestudeerd die effectief zijn opgestart en de benodigde financiering verkregen hebben, terwijl die welke niet opgestart zijn wegens gebrek aan financiële middelen om evidente redenen niet bestudeerd werden. We kunnen wel besluiten dat de zoektocht naar financiële middelen weinig gepland wordt. Een betere planning inzake financiële middelen zou waarschijnlijk de succesratio ten goede komen (Hustedde en Pulver, 1992). Bovendien blijkt nog steeds dat veel ondernemers zeer (té?) weigerachtig staan tegenover bijkomend kapitaal van derden en daardoor zelfs groei-opportunities laten voorbijgaan. Nochtans hoeft een inbreng door een derde partij helemaal niet te leiden tot een verlies van controle. Anderzijds is het een hinderpaal dat privé-investeerders, die een zeer waardevolle inbreng kunnen doen in de opstartfase, moeilijk lokaliseerbaar zijn wanneer men hen niet toevallig persoonlijk kent. Eerdere pogingen in Angelsaksische landen om een databank aan te leggen met potentiële investeerders, bleken echter weinig succesvol te zijn (Freear en Wetzel, 1990; Mason en Harrison, 1993). Het gebruik van deze belangrijke financieringsbron zal daardoor nog steeds voornamelijk een toevalstreffer blijven, ook in Vlaanderen.

Referenties

- ALDERMAN, N., P. WYNARCZYK en A.T. THWAITES (1988), 'High technology, small firms and regional economic development: A question of balance?', in: M. GIAOUTZ et al., eds., *Small and medium size enterprises and regional development*, Londen, Routledge, blz. 104-121.
- BHIDE, R. (1994), 'Efficient Markets, Deficient Governance', *Harvard Business Review*, jg. 27, blz. 128-139.
- BRUNO, A. en T. TYEBTJE (1988), 'The entrepreneur's search for capital', *Journal of Business Venturing*, jg. 1, blz. 61-74.
- BYGRAVE, W.D. en J.A. TIMMONS (1992), *Venture capital at the crossroads*, Boston, Harvard Business School Press.
- CLÉMER, G. et al. (1994), *Op zoek naar groei*, Antwerpen, VEV.
- CRESSY, R. (1993), *Loan commitments and business starts: An empirical investigation in UK data*, Working Paper 12, Warwick Business School, The Centre for Small and Medium Sized Enterprises.
- DUNKELBERG, W. en A. COOPER (1983), 'Financing the start of a small enterprise', in: J. HORNADEY et al., eds., *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, Babson College, blz. 369-381.

- EVCA (1994), *1994 EVCA Yearbook*, Zaventem, EVCA en KPMG.
- FREEMAN, C. (1985), 'The role of technical change in national economic development', in: A. AMIN en J.B. GODDARD, eds., *Technological change, industrial restructuring and regional development*, Londen, Allen and Unwin.
- FREEAR, J. en W. WETZEL, Jr. (1990), 'Who bankrolls high-tech entrepreneurs?', *Journal of Business Venturing*, jg. 5, blz. 77-89.
- GASTON, R.J. (1989), *Finding private venture capital for your firm*, New York, John Wiley & Sons.
- HUSTEDDE, R. en G. PULVER (1992), 'Factors affecting equity capital acquisition: the demand side', *Journal of Business Venturing*, jg. 7, blz. 363-374.
- KERLINGER, F.N. (1973), *Foundations of behavioral research*, Londen, Holt, Rinehart & Winston (tweede editie).
- MASON, C. en R. HARRISON (1993), 'Strategies for expanding the informal venture capital market', *International Small Business Journal*, jg. 11, blz. 23-38.
- MOORE, B. (1994), 'Financial Constraints to the Growth and Development of Small High-Technology Firms', in: A. HUGHES en D.J. STOREY, eds., *Finance and the Small Firm*, Londen, Routledge, blz. 112-144.
- OOGHE, H., S. MANIGART en Y. FASSIN (1991), 'Growth patterns in the European venture capital industry', *Journal of Business Venturing*, jg. 6, blz. 381-404.
- PETERSEN, M.A. en R.G. RAJAN (1994), 'The benefits from lending relationships: Evidence from small business data', *The Journal of Finance*, jg. 49, blz. 3-37.
- PEETERS, J. (1992), 'Financieringstechnieken', in: H. BERQUIN, ed., *Praktijkgids KMO overdracht*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, blz. 291-314.
- SAPIENZA, H., A. AMASON en S. MANIGART (1994), 'The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies: a study of three European countries', *Managerial Finance*, jg. 20, blz. 3-18.
- TIMMONS, J., L. SMOLLEN en A. DINGEE, Jr. (1985), 'New venture creation: A guide to entrepreneurship', Chicago, Richard D. Irwin (tweede editie).
- WETZEL, W., Jr. (1994) 'Venture capital', in: W. BYGRAVE, ed., *The portable MBA in entrepreneurship*, New York, John Wiley & Sons, blz. 173-191.

Abstract

Financing High-Technology Startups in Flanders

First, the financing means that are available for high-technology startups in Flanders are enumerated; then, a qualitative survey with 18 high-tech startups shows which financing means are effectively used. It appears that entrepreneurs and banks finance most of the 18 companies, but venture capital companies and private individuals (so-called business angels) provide the highest amounts of financing. Private individuals and non-financial corporations seem to be willing to bear the highest amounts of risk, as they are willing to invest in the startup phase, even if venture capitalists consider the project to be too risky. Venture capital companies are the most important suppliers of money for the growth phase in this sample. Most financing means are attracted by chance, except venture capital, which is planned in advance.



ANTWERPS BEROEPSKREDIET C.V.

Frankrijklei 136

2000 ANTWERPEN Tel.: (03) 233 89 35

UNIEK voor ZELFSTANDIGEN en KMO's

KREDIETEN:

Meer dan 60 jaar uitsluitend ten dienste van de zelfstandigen, vandaar een ver doorgedreven specialisatie inzake de financiële, fiscale en sociale stimuli toegekend door de overheid.

Rentetoeelagen (wet 4.8.78)

Waarborgfonds – ingeval van ontoereikende waarborgen.

Participatiefonds, bijzonder interessant voor jonge en snel groeiende bedrijven (uitsluitend via het beroepskrediet)

DEPOSITOBOEKJES:

Interessante netto-opbrengsten.

DEPOSITOCERTIFICATEN:

Belegging op middellange termijn.
Beter rendement dan kasbons.

AGENTSCHAPPEN:

2100	Deurne, Boekenberglei 114	Tel.: (03) 321 51 34
2660	Hoboken, Heidestraat 2/7	Tel.: (03) 828 23 71
2920	Kaimthout, Pastoor Weytslaan 7	Tel.: (03) 666 98 58
2170	Merksem, J. Buerbaumstraat 47	Tel.: (03) 645 01 94
2900	Schoten, Churchillaan 41	Tel.: (03) 658 76 32
2800	Mechelen, Raghenoplein 15	Tel.: (015) 41 62 63
2300	Turnhout, de Merodelei 67	Tel.: (014) 41 23 94
2200	Herentals, Zandstraat 63	Tel.: (014) 21 50 05
2400	Mol, Markt 55	Tel.: (014) 31 44 47

+ diverse vrije medewerkers over gans de provincie Antwerpen.