

**VENTURE CAPITAL IN VLAANDEREN IN
2006-2007: EEN EERSTE ANALYSE VAN ARKIMEDES**

Rapport voor het Steunpunt Ondernemen en Internationaal Ondernemen

Andy Heughebaert
Universiteit Gent

Sophie Manigart
Universiteit Gent & Vlerick Leuven Gent Management School

Juli 2008



Inhoudsopgave

1. Inleiding.....	5
2. Methode en data.....	6
2.1 Een overzicht van VC activiteit.....	6
2.2 De nieuwe fondsen in 2006-2007	6
2.3 De investeringen in 2006-2007.....	7
3. Opgehaalde fondsen.....	9
3.1 ARKIV-fondsen.....	9
3.2 Kenmerken van de nieuwe fondsen.....	10
3.2.1 <i>Het opgehaald kapitaal</i>	11
3.2.2 <i>Het aantal investeringsmanagers</i>	12
3.2.3 <i>De looptijd van het fonds</i>	13
3.2.4 <i>De investeringsfocus van het fonds</i>	13
3.3 Het kapitaal per fonds.....	15
3.4 De investeerders.....	17
3.4.1 <i>Het aantal investeerders</i>	17
3.4.2 <i>De aard van de investeerders</i>	17
3.4.3 <i>De gemiddelde investering per investeerdersgroep</i>	19
4. Investeringen.....	20
4.1 Het geïnvesteerd kapitaal per VC fonds.....	20
4.1.1 <i>De grootte van de investeringen</i>	21
4.1.2 <i>De grootte in functie van investeerder en stadium</i>	22
4.2 Het geïnvesteerd kapitaal per kapitaalsronde.....	23
4.3 Syndicatie.....	24
4.4 Kenmerken van de investeringen.....	26
4.4.1 <i>Een initiële investering versus vervolginvestering</i>	26
4.4.2 <i>De financieringswijze</i>	27
4.5 De portefeuille-ondernemingen.....	28

4.5.1 <i>De sectoriële opsplitsing</i>	28
4.5.2 <i>Andere kenmerken</i>	30
5. Conclusies.....	32
Referenties.....	35
Bijlage 1	36
Bijlage 2.....	37

Executive summary

This report is the result of research by Ghent University on behalf of the ‘Steunpunt Ondernemen en Internationaal Ondernemen’.

This report gives an overview of the venture capital (VC) activity in Flanders during 2006-2007. We first analyse the total fund raising activity. 21 new funds were founded that together raised almost € 380 million. Pension funds and insurance companies that are important investors in European venture capital funds, are almost absent in the Flemish VC industry. Pension funds only invested € 15,2 million in new Flemish VC funds while insurance companies are totally absent. Special attention is given to recent initiatives of the Flemish government (ARKimedes and Vinnof) which foster the development of early stage venture capital in Flanders. Twelve ARKIV-funds were raised during 2006-2007. The results indicate that the ARKIV-funds are of the same *size* as the other new funds and invest in a comparable *number* of companies.

Second, we assess the type of deals in which Flemish VCs invest in Belgian companies. More particularly, we analyse a sample of 137 deals where 36 Flemish VCs invest in 85 different Belgian companies. We compare the population of ARKIV- and Vinnof investments with a sample of other venture capital investments. We find that the Flemish VCs in our sample mainly provide equity financing, invest in both high-tech- and non-high-tech companies but with a preference for high-tech companies and make a significant number of investments in start-up companies. Vinnof and ARKIV-funds differ from other funds as the former focus mainly on companies in the seed- or start-up phase whereas we find that non-ARKIV-funds invest in more mature companies. In that way, the ARKIV-funds and Vinnof are complementary to purely private VC funds in Flanders.

1. Inleiding

Dit rapport is het resultaat van onderzoek in opdracht van het Steunpunt Ondernemen en Internationaal Ondernemen van de Vlaamse Regering en werd uitgevoerd door Andy Heughebaert (Vakgroep Accountancy en Bedrijfsfinanciering van de Universiteit Gent), onder leiding van Sophie Manigart.

Dit rapport beschrijft de venture capital activiteit in Vlaanderen in de periode 2006-2007. Venture capital (VC), vaak vertaald als durfkapitaal of risicokapitaal, is kapitaal dat ter beschikking gesteld wordt aan jonge groeiondernemingen. In ruil krijgt de investeerder aandelen of quasi eigen vermogen. Indien succesvol, kan de participatie later met meerwaarde verkocht worden.

In dit rapport wordt enerzijds weergegeven hoeveel financiering *nieuwe* Vlaamse venture capital fondsen zelf opgehaald hebben, wat een belangrijke indicator is van de toekomstige investeringscapaciteit. Er werden in 2006-2007 21 fondsen opgericht in Vlaanderen die samen bijna € 380 miljoen ophaalden. Anderzijds wordt geanalyseerd hoeveel financiering Belgische ondernemingen ontvangen hebben van Vlaamse venture capital investeerders. Hiertoe werd een steekproef geanalyseerd die bestaat uit 137 investeringen van 36 Vlaamse VCs in 85 verschillende Belgische ondernemingen. De VCs investeerden in deze ondernemingen in totaal bijna € 135 miljoen. Waar mogelijk worden de bevindingen op basis van deze steekproef vergeleken met de EVCA-statistieken (2008). Dit rapport zal daarnaast bijzondere aandacht geven aan recente initiatieven van de Vlaamse Regering ter bevordering van venture capital in Vlaanderen. Meer bepaald zullen de ARKIV-fondsen en het Vlaams Innovatiefonds (Vinnof) bijzondere aandacht krijgen. Twaalf van de 13 ARKIVs werden opgericht in 2006-2007. Alle 61 investeringen van ARKIVs en Vinnof in Belgische ondernemingen in 2006-2007 worden opgenomen in de analyses.

De structuur van het rapport is als volgt: eerst worden de methodologie en de data besproken, daarna worden de fondsen opgericht in 2006-2007 besproken, gevolgd door een analyse van de investeringen in dezelfde periode. De conclusies sluiten hierop aan.

2. Methode en data

Deze studie brengt de *venture capital* investeringen door *Vlaamse durfkapitaalfinanciers* in *Belgische ondernemingen* gedurende 2006-2007 in kaart. Daarnaast wordt ook aandacht geschonken aan de fondsen die opgericht werden.

2.1 Een overzicht van VC activiteit

De gegevens met betrekking tot de venture capital activiteit in Vlaanderen werden bekomen op basis van publiek beschikbare informatie. Het uitgangspunt was de ledenlijst van de Belgian Venture Capital & Private Equity Association die terug te vinden is op de website (www.bvassociation.org) en het rapport 'Overzicht van de risicokapitaalverschaffers actief in Vlaanderen' van het Vlaams Agentschap Ondernemen (VLAO) (www.pmv.eu). Beide bronnen bieden samen een volledig overzicht van de actoren in risicokapitaal in Vlaanderen.

2.2 De nieuwe fondsen in 2006-2007

Een volledig overzicht van de 21 nieuwe fondsen¹ opgericht in 2006-2007 werd bekomen uit het rapport van het Vlaams Agentschap Ondernemen (VLAO) en het jaarverslag van ARKImedes. Het rapport van het Vlaams Agentschap Ondernemen (VLAO) geeft per fonds de oprichtingsdatum weer. Gegevens met betrekking tot de ARKIV-fondsen werden uit het jaarverslag van ARKImedes bekomen. Twaalf van de 13 ARKIVs werden opgericht in 2006-2007 (zie Bijlage 1).

Bijkomende informatie werd verzameld via het elektronisch archief van de Tijd, l'Echo, Trends, De Morgen en De Standaard. Dit resulteerde in gegevens met betrekking tot looptijd, investeringsfocus, aantal investeringsmanagers, Het Belgisch Staatsblad was een belangrijke bron van informatie met betrekking tot het opgehaald kapitaal.

¹Cultuurinvest en Fonds Vlaanderen-Internationaal werden opgericht in 2006. Beide fondsen hebben echter een heel specifieke focus en vallen daardoor buiten de 'pure' definitie van venture capital. We zullen ze verder niet opnemen.

2.3 De investeringen in 2006-2007

De website van de ParticipatieMaatschappij Vlaanderen geeft een volledig overzicht van alle investeringen van de ARKIV-fondsen. De investeringen van Vlaamse risicokapitaalverschaffers in Belgische ondernemingen werden voornamelijk geïdentificeerd via het Belgisch Staatsblad. Uit de kapitaalsverhogingen die door middel van notariële akte gepubliceerd worden, werd het geïnvesteerd bedrag, de kapitaalsronde en de samenstelling van het investeringssyndicaat bepaald. Het Belgisch Staatsblad heeft echter uitsluitend betrekking op Belgische ondernemingen. Vandaar dat de studie zich beperkt tot Belgische ondernemingen die durfkapitaal ontvingen. Het elektronisch archief van de Tijd, l’Echo, Trends, De Morgen en De Standaard leverde bijkomende informatie op. Hiertoe werden alle fondsen uit het VLAO-overzicht systematisch overlopen. Bepaalde websites van durfkapitaalverschaffers geven gedetailleerde informatie weer over hun portefeuille.

De expliciete focus op investeringen van Vlaamse VCs in Belgische ondernemingen betekent dat we geen rekening houden met zowel investeringen van Vlaamse VCs in buitenlandse ondernemingen als met investeringen van buitenlandse VCs in Vlaanderen. Bovendien zijn de investeringen allemaal venture capital investeringen, dus investeringen in jonge groei-ondernemingen. Buy-out en andere private equity investeringen worden niet opgenomen.

Het totaal aantal geïdentificeerde investeringen in 2006-2007 bedraagt 137, gespreid over 36 verschillende fondsen. Vierenvijftig investeringen vinden plaats in 2006 en 83 in 2007. Een overzicht van de Vlaamse fondsen die investeren in 2006-2007 wordt in Tabel 1 gegeven. EVCA (2008) vermeldt 426 investeringen van Belgische VCs in 2006-2007, waarvan 82% (of 349 investeringen) in Belgische ondernemingen. Dit betekent dus dat slechts 39% van alle Belgische investeringen uit 2006 en 2007 in de steekproef opgenomen worden. Volgende redenen kunnen aangehaald worden:

- de data in dit onderzoek houden enkel rekening met de investeringen van Vlaamse risicokapitaalfinanciers, dus niet met investeringen van VCs uit Wallonië;
- overbruggingskrediet (‘bridge financing’) en de financiering van herstructurering (‘turnaround’) worden volgens EVCA (2008) tot venture capital gerekend. In dit onderzoek worden beide vormen niet als venture capital beschouwd;

- niet alle investeringen, bijvoorbeeld deze onder de vorm van een (achtergestelde) lening worden weergegeven in het Belgisch Staatsblad;
- bij een aantal investeringen ontbreekt veel kerninformatie zoals geïnvesteerd bedrag, leden van een syndicaat,...Deze investeringen worden niet opgenomen in dit rapport;
- een aantal investeringen worden niet vermeld in publieke bronnen. Alle data zijn gebaseerd op publiek beschikbare informatie die soms onvolledig is.

De investeringen, geïdentificeerde in dit rapport, vormen dus slechts een steekproef van de totale Vlaamse investeringsactiviteit gedurende beide jaren. De investeringen van ARKIV-fondsen en Vinnof in Belgische ondernemingen in 2006-2007 zijn wél volledig door de hoge transparantie van de ParticipatieMaatschappij Vlaanderen die het ARKImedes-fonds en Vinnof beheert (cfr. infra p.9)². De investeringen van de ARKIV-fondsen en Vinnof zijn allemaal opgenomen terwijl slechts een steekproef van de investeringen van de niet-ARKIV-fondsen opgenomen wordt.

Tabel 1: Overzicht van de fondsen die investeren in 2006-2007

FONDSEN DIE INVESTEREN IN 2006-2007			
1.	Allegro Investment Fund	19.	GIMV ARKIV ICT Fund
2.	Arkafund	20.	GIMV ICT Fund
3.	Baekeland Fonds I	21.	GIMV Life Science
4.	Baekeland Fonds II	22.	Indufin
5.	Beluga	23.	ING Activator Fund
6.	BI ³ Fund	24.	KBC ARKIV
7.	Big Bang Ventures II	25.	KBC Private Equity
8.	Capital-E ARKIV	26.	KMOFIN
9.	Capricorn Cleantech Fund	27.	LRM (klassiek risicokap.)
10.	Capricorn Venture Fund II	28.	LRM ICT Fund
11.	Creafund	29.	LRM Life Science
12.	E-Capital I	30.	Partners@Venture
13.	E-Capital II	31.	Privast Capital Management
14.	E-merge	32.	QAT ARKIV
15.	Fortis Private Equity	33.	Sofinim
16.	Fortis Private Equity ARKImedes	34.	Software Holding & Finance
17.	Gemma Frisius I	35.	Sydes
18.	Gemma Frisius Fonds II	36.	Vlaams Innovatiefonds (Vinnof)

²Een aantal ARKIVs (onder andere KMOFIN, Capital-E ARKIV, QAT ARKIV en Big Bang Venures II) investeren ook in buitenlandse ondernemingen. Deze investeringen worden niet opgenomen. De investeringen van Vinnof die betrekking hebben op incubatiefinanciering en projectfinanciering worden ook niet opgenomen.

3. Opgehaalde fondsen

In dit deel worden de fondsen opgericht in 2006-2007 besproken, als maatstaf voor het kapitaal opgehaald door de Vlaamse VC-industrie. Na de toelichting bij de oprichting van de ARKIV-fondsen, worden vervolgens de kenmerken, de grootte (in €) en de investeerders afzonderlijk geanalyseerd.

3.1 ARKIV-fondsen

In 2006 werden 17 fondsen opgericht, ten opzichte van 4 nieuwe fondsen in 2007 (zie Bijlage 1). Een belangrijke oorzaak voor dit verschil ligt bij het ARKImedes-initiatief dat midden 2005 in voege trad. Het ARKImedes-fonds (Activering van **R**isico**K**apitaal) is een initiatief van de Vlaamse Regering waarbij het ARKImedes-fonds één euro extra investeert voor elke euro die geïnvesteerd wordt door een ARKIV in een Vlaamse KMO. Die ARKIVs zijn private risicokapitaalfondsen die erkend worden door ARKImedes Management. Het beheer van het ARKImedes-fonds en de erkenning van de ARKIVs is de bevoegdheid van ARKImedes Management, een 100% dochtervennootschap van ParticipatieMaatschappij Vlaanderen (PMV). De doelstelling van de ARKImedes-regeling is om in de eerste vijf jaar na opstart € 225 miljoen te investeren in risicokapitaalverschaffers met ARKIV-investeringen als doel. Dit zou leiden tot minimaal € 450 miljoen investeringen in Vlaamse starters en KMOs. Momenteel beschikt het (eerste) ARKImedes-fonds over € 111 miljoen waarvan reeds meer dan € 106 miljoen³ aan de ARKIVs toegewezen is (ParticipatieMaatschappij Vlaanderen, 2008).

Van de 17 fondsen opgericht in Vlaanderen in 2006, zijn er 10 ARKIVs, of 58,82%⁴.

Opmerkelijk is dat acht ARKIVs opgericht werden in het 1^{ste} kwartaal van 2006 en de resterende twee in het 2^{de} kwartaal. Het ARKImedes-fonds kon dus reeds vanaf het begin op heel wat belangstelling rekenen van de risicokapitaalsector. In 2007 werden er nog twee ARKIVs opgericht op een totaal van vier opgerichte fondsen. Capital-E ARKIV is met een

³Het kapitaal van GIMV ARKIV ICT Fund bedraagt op heden € 9.331.000. De raad van bestuur beschikt over een notariële machtiging om te alle tijde effecten te creëren en over te gaan tot een kapitaalsverhoging tot maximaal € 30.100.000, waarbij het ARKImedes-Fonds gehouden is haar kapitaalparticipatie te verhogen tot € 15.000.000.

⁴Het Baekeland Fonds II is ook een erkende ARKIV. Echter, dit fonds werd opgericht in september 2005 en is aldus niet opgenomen in hoofdstuk 3. De investeringen door het Baekeland Fonds II komen wel aan bod in hoofdstuk 4.

opgehaald kapitaal van € 30,1 miljoen het grootste ARKIV-fonds en Fundus II met € 5,01 miljoen het kleinste ARKIV-fonds. Het overkoepelende ARKImedes-fonds wordt ontbonden eind 2018, waardoor het aantal ARKIVs waarschijnlijk niet sterk meer zal toenemen in de nabije toekomst. De ARKIVs werden intuïtief onderverdeeld in twee groepen: enerzijds ARKIVs waarbij de inbreng van ARKImedes een beslissende drijfveer betekende. Deze ARKIVs zouden zonder het ARKImedes-fonds wellicht niet of pas later opgericht worden. Alle onafhankelijke ARKIVs werden in deze groep opgenomen. De tweede groep bestaat uit ARKIVs waarbij de inbreng van ARKImedes misschien een belangrijke stimulans was maar geen noodzakelijke voorwaarde. Deze fondsen zouden wellicht zelfs zonder erkenning van ARKImedes investeren. De fondsen opgericht binnen een financiële instelling en de fondsen opgericht binnen GIMV en LRM worden opgenomen in groep 2. Ze worden verder de captive ARKIVs genoemd (zie tabel 2). In dit rapport wordt dit onderscheid verder benadrukt bij de bespreking van een aantal kenmerken van de ARKIVs.

Tabel 2: Opdeling van ARKImedes fondsen

Onafhankelijke ARKIVs		Captive ARKIVs	
1.	Arkafund	1.	Fortis Private Equity ARKImedes
2.	Ark-Angels Fund	2.	GIMV ARKIV ICT Fund
3.	Big Bang Ventures II	3.	ING Activator Fund
4.	Capital-E ARKIV	4.	KBC ARKIV
5.	Fundus II	5.	KMOFIN
6.	QAT ARKIV		
7.	Vesalius Biocapital ARKIV		

3.2 Kenmerken van de nieuwe fondsen

In dit deel worden vier kenmerken van de opgerichte fondsen geanalyseerd:

- 1) het opgehaald kapitaal;
- 2) het aantal investeringsmanagers, als verdere indicatie van de grootte en investeringscapaciteit;
- 3) de looptijd van het fonds;
- 4) de investeringsfocus van het fonds.

Voor deze analyses worden alle fondsen opgericht in 2006 en 2007 samen genomen.

3.2.1 Het opgehaald kapitaal

In 2006 werden er 17 fondsen opgericht waarbij in totaal iets meer dan € 332 miljoen opgehaald werd. In 2007 werd, weliswaar door 4 fondsen, slechts € 47,4 miljoen opgehaald. Dit betekent een daling met meer dan € 285 miljoen of 85,7%. In 2006 en 2007 samen werd dus € 380 miljoen opgehaald door Vlaamse VC financiers. Merk op dat deze bedragen hebben betrekking op ‘vers’ kapitaal. Er wordt hier (en verder in dit rapport) geen rekening gehouden met opbrengsten uit vorige investeringen die opnieuw geïnvesteerd worden. In België werd er volgens EVCA (2008) in 2006 ongeveer € 206 miljoen opgehaald door nieuwe fondsen en in 2007 € 209 miljoen, een bedrag dat samengesteld is uit zowel ‘vers’ kapitaal als gerealiseerde winsten uit vorige investeringen. Dit leidt tot een totaal van ongeveer € 415 miljoen voor België (EVCA, 2008). Opnieuw is het door EVCA gerapporteerde bedrag groter dan het door ons gerapporteerde bedrag om volgende redenen:

- EVCA rapporteert de Belgische toestand, terwijl dit rapport zich concentreert op Vlaanderen;
- in dit rapport houden we geen rekening met nieuwe middelen in entiteiten van grote ondernemingen, zoals Fortis PE of KBC PE;
- we houden ook geen rekening met zuivere private equity financiers.

Bij de oprichting van een fonds wordt gewoonlijk een hoeveelheid kapitaal als doel vooropgesteld (het *gewenst* kapitaal), maar bij de oprichting wordt vaak slechts een fractie van dit kapitaal geïnvesteerd; men spreekt van een eerste ‘closing’. Via volgende ‘closings’ wordt het fonds stelselmatig uitgebreid. Dit laat de investeringsmanagers toe om reeds te investeren zonder te wachten tot het *gewenst* kapitaal bereikt is. Met *huidig* kapitaal wordt het kapitaal, opgehaald door het fonds tot op heden (april 2008), bedoeld.

Wanneer geen *gewenste* grootte vooropgesteld wordt, dan veronderstellen we dat het *huidig* kapitaal overeenstemt met het *gewenst* kapitaal. Het totaal *gewenst* kapitaal van de fondsen opgericht in 2006 bedraagt bijna € 565 miljoen (waarvan 58,9% reeds opgehaald is) terwijl dit in 2007 bijna € 150 miljoen bedraagt (waarvan 31,7% reeds opgehaald is). Het totaal *gewenst* kapitaal van de fondsen, opgericht in 2007, is daardoor € 415 miljoen of 73,5% lager dan dat van de fondsen, opgericht in 2006.

Het spreekt voor zich dat de drie fondsen die in de 2^{de} helft van 2007 opgericht werden, pas een eerste closing achter de rug hebben waardoor hun omvang nog sterk kan toenemen.

De 10 ARKIVs haalden in 2006 een bedrag op van € 181,5 miljoen of 54,6% van het totaal (zie Tabel 3). De inbreng van ARKImedes in die ARKIVs bedroeg iets meer dan € 84 miljoen, of 25,3% van het totaal. In 2007 haalden de ARKIVs iets meer dan € 40 miljoen op en beperkte de totale inbreng van ARKImedes zich tot € 7,5 miljoen, of 15,9% van het totaal. Dit betekent dus dat in 2007 meer dan € 76 miljoen minder geïnvesteerd werd door ARKImedes.

Tabel 3: Omvang van het opgehaald kapitaal

(in €)	Huidig Kapitaal	Aandeel ARKIVs	Inbreng ARKImedes
2006	332.440.500	181.589.000 (54,6%)	84.174.000 (25,3%)
2007	47.427.500	40.274.500 (84,9%)	7.577.000 (15,9%)
verschil 2007 t.o.v 2006	-285.013.000		-76.597.000

De onafhankelijke ARKIVs haalden € 142,3 miljoen op (de inbreng van ARKImedes bedraagt € 52,7 miljoen) en de captive ARKIVs € 79,3 miljoen (de inbreng van ARKImedes bedraagt € 39,0 miljoen). Paradoxaal is de procentuele inbreng van ARKImedes in de eerste groep 37,0% terwijl die inbreng in de tweede groep groter is, namelijk 49,2%.

3.2.2 *Het aantal investeringsmanagers*

Het aantal investeringsmanagers per fonds varieert sterk met een minimum van 1 en een maximum van 8 personen. Het gemiddelde (en de mediaan) is 4 investeringsmanagers. Het aantal investeringsmanagers, gecombineerd met de hoeveelheid opgehaald kapitaal, toont dat een Vlaamse investeringsmanager gemiddeld € 6 miljoen beheert, met een minimum van € 1 miljoen en een maximum van € 12 miljoen. Er blijkt geen verband te bestaan tussen het kapitaal per investeringsmanager en het aantal investeringsmanagers. Fondsen met een beperkt aantal investeringsmanagers (< 4) hebben gemiddeld € 6,2 miljoen per investeringsmanager ter beschikking terwijl fondsen met een uitgebreider management € 5,7 miljoen per investeringsmanager ter beschikking hebben⁵.

De ARKIVs hebben gemiddeld één investeringsmanager meer in dienst dan niet-ARKIVs (4 ten opzichte van 3). Elke ARKIV investeringsmanager beheert gemiddeld € 5,7 miljoen ten opzichte van € 6,0 miljoen voor een niet-ARKIV investeringsmanager⁵. Er is geen verschil tussen onafhankelijke en captive ARKIVs.

⁵Dit kleine verschil is niet statistisch significant.

3.2.3 De looptijd van het fonds

17 van de 21 fondsen hebben een ‘closed-end’ structuur. Alle ARKIVs hebben een beperkte looptijd van 10 jaar, die eventueel verlengbaar is met twee maal één jaar. QAT ARKIV vormt hierop een uitzondering en heeft een looptijd van slechts 9 jaar. De beperkte levensduur is te verklaren doordat de levensduur van de ARKIVs niet langer mag zijn dan de einddatum van het ARKImedes-fonds (2018) of dat er een uitstapmogelijkheid voor ARKImedes dient voorzien te worden (ParticipatieMaatschappij Vlaanderen, 2008).

Vijf niet-ARKIVs hebben een beperkte levensduur (tussen 10 en 12 jaar), terwijl vier niet-ARKIVs een onbeperkte levensduur hebben: StoneFund II, Pentahold, Sofindev III en Agri Investment Fund.

3.2.4 De investeringsfocus van het fonds

De investeringsfocus van het fonds wordt bepaald aan de hand van twee criteria:

- hoogtechnologisch versus niet-hoogtechnologisch
- startende bedrijven versus groeiende ondernemingen

Naar analogie met de EVCA-criteria (European Venture Capital Association) definiëren we een startende onderneming als een onderneming in de zaai- of opstartfase. Een groeiende onderneming bevindt zich in de groei- of expansiefase. Een omschrijving van deze fasen wordt gegeven in bijlage 2.

Tabel 4: Aantal fondsen met een specifieke investeringsfocus

	Hoogtechnologisch	Niet-Hoogtechnologisch	Beide	Totaal
Startende ondernemingen	7 (33,3%)	0 (0,0%)	3 (14,3%)	10 (47,6%)
Groeiende ondernemingen	1 (4,8%)	2 (9,5%)	3 (14,3%)	6 (28,6%)
Beide	1 (4,8%)	0 (0,0%)	4 (19,0%)	5 (23,8%)
Totaal	9 (42,9%)	2 (9,5%)	10 (47,6%)	21

De investeringsfocus van de nieuwe fondsen wordt weergegeven in Tabel 4. Negen nieuwe fondsen focussen expliciet op hoogtechnologische ondernemingen, waarvan 7 voornamelijk in startende ondernemingen zullen investeren. Slechts twee van de nieuwe fondsen hebben een voorkeur voor niet-hoogtechnologische ondernemingen. De overige 10 fondsen hebben geen uitgesproken voorkeur voor al dan niet technologische ondernemingen. Dit wordt

verklaard doordat een aantal fondsen geografische investeringscriteria (KMOFIN) of sectoriële investeringscriteria (Arkafund, Agri Investment Fund) hanteren. Binnen deze sectoren komen zowel hoogtechnologische als niet-hoogtechnologische projecten in aanmerking. Deze 10 fondsen zijn evenredig gespreid over investeerders in starters, in groeiondernemingen of in beide. De nieuwe Vlaamse venture capital fondsen focussen zich veel meer dan hun Europese collega's op hoogtechnologische ondernemingen. Slechts twee op 21 Vlaamse fondsen hebben geen interesse in hoogtechnologische ondernemingen terwijl 55,9% van de nieuwe Europese venture capital fondsen technologische projecten weigeren. Iets meer dan de helft van de Europese fondsen met een hoogtechnologische focus richt zich specifiek tot starters, wat ook minder is dan in Vlaanderen (EVCA, 2008).

Tien Vlaamse fondsen zullen zich voornamelijk richten op startende ondernemingen, terwijl zes fondsen een voorkeur hebben voor groeiende ondernemingen. Vijf fondsen hebben geen voorkeur met betrekking tot de investeringsfase. Vlaamse venture capital fondsen hebben meer aandacht voor starters dan hun Europese collega's; slechts 35,9% van de nieuwe Europese fondsen heeft een expliciete focus op starters.

Tabel 5: Investeringsfocus van de ARKIVs

	Hoogtechnologisch	Niet-Hoogtechnologisch	Beide	Totaal
Startende ondernemingen	4 (33,3%)	0 (0,0%)	3 (25,0%)	7 (58,3%)
Groeiende ondernemingen	1 (8,3%)	1 (8,3%)	1 (8,3%)	3 (25,0%)
Beide	0 (0,0%)	0 (0,0%)	2 (16,7%)	2 (16,7%)
Totaal	5 (41,7%)	1 (8,3%)	6 (50,0%)	12

Tabel 5 is identiek aan tabel 4 maar geeft enkel de ARKIVs weer. Vijf van de 12 fondsen focussen op hoogtechnologische ondernemingen, waarvan vier in startende ondernemingen willen investeren. Slechts één fonds richt zich op niet-hoogtechnologische ondernemingen. Zes fondsen hebben geen technologische voorkeur.

Zeven ARKIVs schenken aandacht aan startende ondernemingen, terwijl drie fondsen gericht zijn op groeiende ondernemingen. Twee fondsen hebben een voorkeur voor zowel startende als groeiende ondernemingen. De belangrijke focus op startende ondernemingen is logisch daar de erkenningscriteria van ARKimedes een bovengrens stellen aan de grootte van de doelondernemingen (minder dan 250 werknemers en maximum jaaromzet € 50 miljoen of €43 miljoen balanstotaal).

De ARKIVs en niet ARKIVs verschillen niet wezenlijk van elkaar op vlak van technologische voorkeur. Wel hebben de ARKIVs in vergelijking met de niet-ARKIVs een duidelijker voorkeur voor startende ondernemingen.

3.3 Het kapitaal per fonds

In 3.2.1 werd een algemeen beeld geschetst van het kapitaal dat in 2006 en 2007 werd geïnvesteerd in venture capital fondsen. Deze paragraaf gaat dieper in op de gemiddelde grootte (in €) van de fondsen opgericht in 2006 en 2007 (zie Tabel 6).

Tabel 6: Omvang van het kapitaal per fonds

(in €)	2006 (N=17)		2007(N=4)	
	Huidig Kapitaal	Gewenst Kapitaal	Huidig Kapitaal	Gewenst Kapitaal
Gemiddeld	21.025.912	63.391.667	11.856.875	37.375.000
Mediaan	25.000.000	45.000.000	5.713.750	21.000.000
Minimum	3.312.500	3.312.500	1.000.000	7.500.000
Maximum	46.000.000	125.250.000	35.000.000	100.000.000
Totaal	332.440.500	564.770.500	47.427.500	149.500.000

In Tabel 6 wordt zowel het huidig als het gewenst kapitaal weergegeven. Het huidig kapitaal is echter geen volledige maatstaf daar dit afhankelijk is van de leeftijd van het fonds. Recent opgerichte fondsen zullen pas een eerste ‘closing’ achter de rug hebben (cfr. supra p.11). Dit blijkt ook uit Tabel 6: het huidig kapitaal leunt gemiddeld genomen iets dichter aan bij het gewenst kapitaal in 2006 (36,2%) dan in 2007 (31,7%). Om de invloed van het oprichtingstijdstip op het kapitaal uit te sluiten, wordt hierna enkel het gewenst kapitaal in beschouwing genomen al dient vermeld dat sommige fondsen er niet in slagen om het volledig gewenst kapitaal op te halen.

Het gemiddeld gewenst kapitaal bedraagt meer dan € 63 miljoen in 2006 (mediaan: € 45 miljoen). Het kleinste fonds dat in 2006 werd opgericht, zal uiteindelijk over iets meer dan € 3 miljoen beschikken (Sherpa Invest), het grootste fonds over meer dan € 125 miljoen (Pentahold). De 17 fondsen zullen in totaal bijna €565 miljoen ophalen. In 2007 zijn deze bedragen duidelijk lager. De gemiddelde gewenste grootte van een fonds bedraagt ongeveer €37 miljoen. De mediaan in 2007 bedraagt € 21 miljoen. Het kleinste en grootste fonds zullen uiteindelijk respectievelijk € 7,5 miljoen (ARK-Angels Fund) en € 100 miljoen (Vesalius

Biocapital ARKIV) ter beschikking hebben. Er zal uiteindelijk bijna € 150 miljoen opgehaald worden.

Uitgaande van de vaststelling dat het aandeel van de ARKIVs in 2006 (54,6%) een stuk lager ligt dan hun aandeel in 2007 (84,9%) (zie Tabel 3), zou dit kunnen betekenen dat de ARKIVs, ondanks de inbreng van ARKImedes, gemiddeld genomen minder kapitaal ter beschikking hebben. Dit wordt nagegaan door voor beide jaren samen ARKIVs en niet-ARKIVs met elkaar te vergelijken (zie Tabel 7).

Tabel 7: Omvang van het kapitaal van ARKIVs en niet-ARKIVs

(in €)	ARKIVs (N=12)		Niet-ARKIVs (N=9)	
	Huidig Kapitaal	Gewenst Kapitaal	Huidig Kapitaal	Gewenst Kapitaal
Gemiddeld	18.488.625	26.559.000	18.500.563	43.951.389
Mediaan	17.999.500	22.499.500	20.000.000	32.000.000
Minimum	5.010.000	5.010.000	1.000.000	3.312.500
Maximum	35.000.000	100.000.000	46.000.000	125.250.000
Totaal	221.863.500	318.708.000	158.004.500	395.562.500

Voor alle ARKIVs samen bedraagt het gemiddelde gewenst kapitaal € 26,5 miljoen en de mediaan € 22,5 miljoen. De minimum grootte bedraagt € 5 miljoen en de maximum grootte € 100 miljoen. De ARKIVs zullen in totaal bijna € 39 miljoen ophalen. De niet-ARKIVs hebben een gemiddeld gewenst kapitaal van bijna € 44 miljoen en een mediaan van € 32 miljoen. Minimum en maximum bedraagt hier respectievelijk iets meer dan € 3 miljoen en € 125 miljoen. In totaal zullen de niet-ARKIVs bijm € 396 miljoen ophalen.

Het gemiddelde (en de mediaan) van het gewenst kapitaal van een ARKIV is lager dan van een niet-ARKIV maar dit verschil is niet significant. De onafhankelijke ARKIVs verschillen niet in grootte van de captive ARKIVs.

3.4 De investeerders

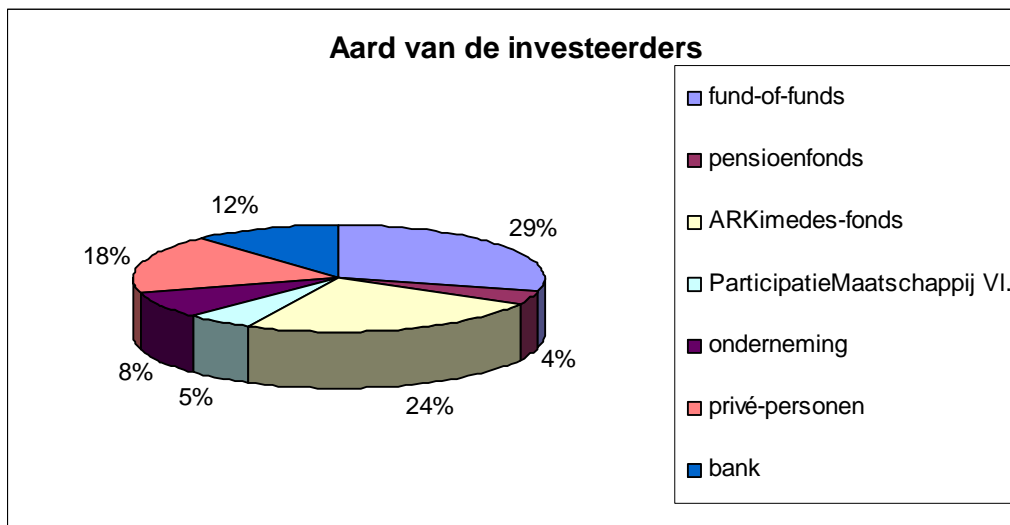
Bij de analyse van de investeerders in een fonds gaan we steeds uit van de huidige (april 2008) situatie. Als de finale ‘closing’ nog niet achter de rug is, kan het aantal investeerders in de toekomst nog uitbreiden. De data van 2006 en 2007 worden in deze analyse samengevoegd. Vooreerst bespreken we het aantal investeerders per fonds, daarna de soort investeerders en het gemiddeld bedrag per soort investeerder.

3.4.1 Het aantal investeerders

Gemiddeld investeren 7 partijen in een fonds, met een maximum van 36. In 2 fondsen, geïnitieerd door privé-personen⁶, participeren heel wat privé-personen in het kapitaal: 36 in het Ark-Angels Fund en 33 in E-Capital II. Wanneer we deze individuen samen als één groep beschouwen, is het gemiddeld aantal investeerders per fonds 4, met een maximum van 13.

3.4.2 De aard van de investeerders

Figuur 1 geeft een overzicht van de soort investeerders met hun respectievelijke percentages kapitaal dat aan de fondsen toegezegd werd.



Figuur 1: Investeerders in functie van het percentage kapitaal

⁶Privé-personen hebben voornamelijk betrekking op ‘business angels’. Business angels zijn vermogende individuen die investeren in ruil voor aandelen of quasi eigen vermogen. Ze worden in dit rapport als ‘privé-personen’ vermeld omdat het niet altijd duidelijk is of een deel van het privé-vermogen of familievermogen geïnvesteerd wordt.

De drie sterkst vertegenwoordigde investeerders zijn in afnemende volgorde: fund-of-funds (29%), het ARKImedes-fonds (24%) en privé-personen (18%). Fund-of-funds -een private of publieke risicokapitaalverschaffer die participeert in het kapitaal van een ander fonds- investeren in totaal bijna € 109 miljoen. Fund-of-funds zijn in Vlaanderen relatief belangrijker dan in Europa, waar ze instaan voor slechts 15% van de middelen geïnvesteerd in nieuwe venture capital en private equity fondsen (EVCA, 2008). Het ARKImedes-fonds investeert uitsluitend in ARKIVs voor een totaal bedrag van €92 miljoen⁷. Privé-personen investeren in totaal € 67,7 miljoen. De financiële slagkracht van privé-personen is niet gering, wat geïllustreerd wordt in Pentahold NV. Het beschikbaar kapitaal van dit fonds bedraagt € 28,5 miljoen en werd enkel door 5 kapitaalkrachtige families geïnvesteerd. Privé-personen zijn belangrijker in Vlaanderen dan in Europa, waar ze slechts 7% van het kapitaal geïnvesteerd hebben (EVCA, 2008).

Banken (Dexia, KBC, Fortis en ING) investeren bijna € 44 miljoen (12%). Daarmee zijn banken even belangrijk in Vlaanderen als in Europa (EVCA, 2008) Ondernemingen investeren in totaal € 30,2 miljoen (8%). Belangrijke investeringen door deze groep zijn de investering van Electrabel in het Capricorn Cleantech Fund (€ 12 miljoen) en Colruyt in Sofindev III (€ 7,5 miljoen). De ParticipatieMaatschappij Vlaanderen investeert rechtstreeks € 20 miljoen (5%) in Capricorn Cleantech Fund en Vesalius Biocapital ARKIV (telkens € 10 miljoen). In tegenstelling tot andere fondsen (ARKIVs) investeert de ParticipatieMaatschappij Vlaanderen in deze fondsen dus niet via het ARKImedes-fonds. Pensioenfondsen investeren slechts € 15,2 miljoen (4%) in Vlaamse venture capital fondsen en investeringsmaatschappijen helemaal niets. Dit is opvallend aangezien pensioenfondsen 23,3% van de opgehaalde middelen in Europa vertegenwoordigen en verzekeringsmaatschappijen 9,4%.

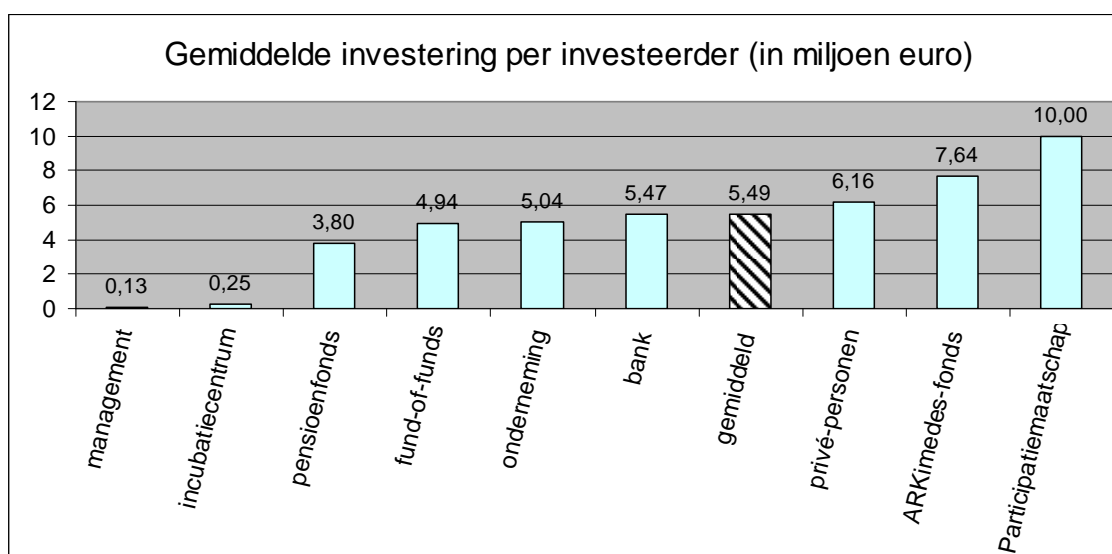
Er zijn nog twee minder belangrijke soorten investeerders, namelijk een incubatiecentrum - het Erasmus European Business and Innovation Center (EEBIC) in Sherpa Invest (€ 250.000) - en het management van de fondsen zelf. Dit komt bij drie fondsen voor - StoneFund II, Big Bang Ventures II en Sofindev III - voor een totaal bedrag van € 375.000.

Opvallend is verder dat er weinig buitenlandse investeerders geïnvesteerd hebben in de fondsen die opgericht werden in Vlaanderen. Er werd in totaal slechts € 25,9 miljoen (6,8%)

⁷Hierbij wordt geen rekening gehouden met de kapitaalparticipatie van ARKImedes in het Baekeland Fonds II (€ 4 miljoen) en wordt enkel de huidige investering van ARKImedes in GIMV ARKIV ICT Fund in rekening gebracht (€ 4,6 miljoen).

buitenlands kapitaal geïnvesteerd in de nieuwe Vlaamse fondsen waarbij het Europees Investeringsfonds (EIF) iets meer dan € 14 miljoen investeert. Alle buitenlandse kapitaal is afkomstig uit de Benelux. Volgens EVCA (2008) werd 30,8% van het kapitaal in nieuwe Belgische venture capital en private equity fondsen geïnvesteerd door buitenlandse investeerders terwijl ongeveer 37% van het kapitaal in nieuwe Europese venture capital en private equity fondsen geïnvesteerd werd door een niet-Europese investeerder. De Vlaamse venture capital fondsen blijken dus minder aantrekkelijk voor buitenlandse investeerders dan hun buitenlandse collega's.

3.4.3 De gemiddelde investering per investeerdersgroep



Figuur 2: Gemiddelde investering per investeerder (x € miljoen)

In Figuur 2 wordt de gemiddelde investering per soort investeerder weergegeven. De gemiddelde investering in een fonds van alle investeerders samen bedraagt € 5,49 miljoen. De ParticipatieMaatschappij Vlaanderen is de grootste investeerder met gemiddeld € 10 miljoen. Zowel het ARKImedes-fonds en privé-personen (als één groep beschouwd) investeren meer dan gemiddeld. Hun inbreng bedraagt respectievelijk gemiddeld € 7,64 miljoen en € 6,16 miljoen. De gemiddelde investeringsbedragen van banken € 5,47 miljoen, ondernemingen, € 5,04 miljoen en van fund-of-funds, € 4,94 miljoen liggen dicht bij elkaar. Pensioenfondsen investeren gemiddeld slechts € 3,80 miljoen wat heel weinig is gezien hun draagkracht. Het incubatiecentrum (€ 0,25 miljoen) en de investeringsmanagers (€ 0,13 miljoen) investeren slechts heel kleine bedragen.

4. Investeringsen

Na de bespreking van de fondsen opgericht in 2006-2007, volgt in dit deel een analyse van de investeringen in ondernemingen gedurende dezelfde periode. Hierbij ligt de nadruk op de investeringen van alle Vlaamse risicokapitaalverschaffers in Belgische ondernemingen. We beperken ons niet tot Vlaamse ondernemingen om een zo goed mogelijk beeld te creëren van de investeringsactiviteit van de Vlaamse risicokapitaalverschaffers. De investeringen in buitenlandse ondernemingen worden echter niet opgenomen omdat daarover te weinig publieke informatie bestaat.

De structuur uit de vorige bespreking wordt waar mogelijk bewaard. Na het geïnvesteerd kapitaal per fonds en per kapitaalsronde wordt syndicatie besproken. Vervolgens worden enkele kenmerken van de dataset behandeld om te eindigen met een analyse van de ondernemingen in portefeuille.

Er werden 137 investeringen door Vlaamse investeerders in Belgische ondernemingen gedetecteerd, waarvan 54 in 2006 en 83 in 2007. De ARKIVs en Vinnof hebben in 61 (45%) ondernemingen geïnvesteerd. De 137 investeringen omvatten 39% van de 349 Belgische investeringen vermeld door EVCA (2008). We benadrukken dat de geïdentificeerde investeringen een steekproef vormen van de totale investeringsactiviteit van Vlaamse risicokapitaalverschaffers gedurende 2006-2007. De investeringen van de ARKIVs en Vinnof in Belgische ondernemingen daarentegen zijn wel allemaal opgenomen.

Een aantal investeringen heeft betrekking op dezelfde onderneming wanneer die onderneming meerdere kapitaalsrondes kent in 2006-2007 of wanneer verschillende Vlaamse VCs investeren in dezelfde onderneming. De 137 investeringen hebben daarom betrekking op slechts 85 verschillende Belgische ondernemingen. De investeringen zijn gedaan door 36 verschillende Vlaamse venture capital fondsen (inclusief 10 ARKIVs).

4.1 Het geïnvesteerd kapitaal per VC fonds

Er werd in totaal bijna € 135 miljoen geïnvesteerd in de 85 ondernemingen waarvan € 70 miljoen in 2006 en € 65 miljoen in 2007. De ARKIVsinvesteren ongeveer € 27,5 miljoen⁸ en

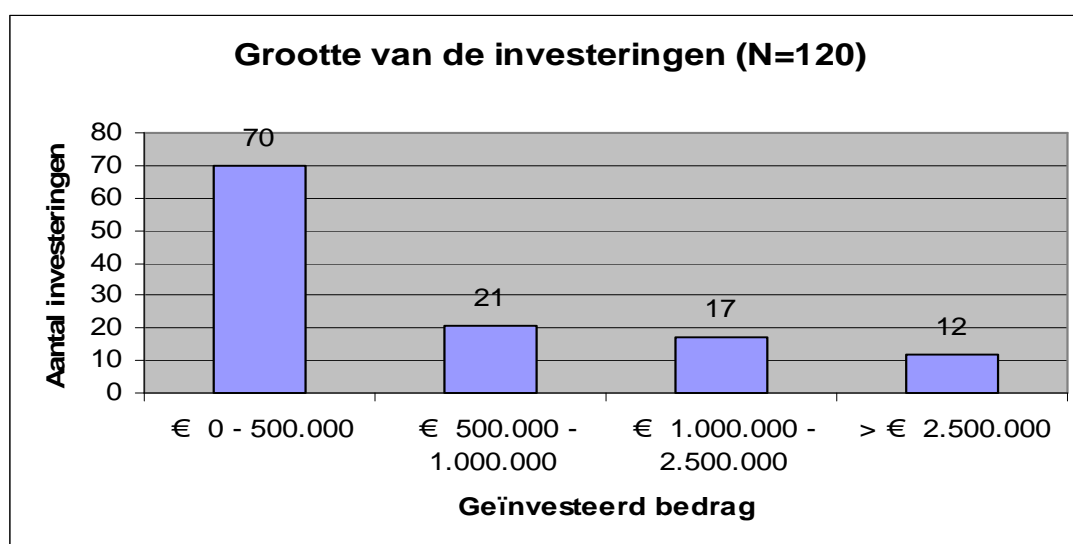
⁸Het jaarverslag van PMV (2007) vermeldt 57 ondernemingen die reeds een investering ontvingen via de ARKImedes-regeling voor een totaalbedrag van € 38,5 miljoen. Onze bedragen zijn lager, omdat we enkel rekening houden met de investeringen in 2006 en 2007 (en dus niet met deze in 2005 of 2008) in België (en dus niet in het buitenland).

Vinnof iets meer dan € 4 miljoen. Bij een aantal ondernemingen was het geïnvesteerd bedrag van de durfkapitaalfinancier onbekend. Dit zijn ondernemingen waarbij de publieke bronnen geen of tegenstrijdige gegevens bekend maken. Indien het kapitaal in het Belgisch Staatsblad weergegeven wordt, dan wordt dit bedrag opgenomen, zelfs al is het tegenstrijdig met persartikelen. Wanneer het geïnvesteerd bedrag niet vermeld wordt in het Belgisch Staatsblad, wordt dit enkel opgenomen uit persartikelen indien de verschillende bronnen hetzelfde bedrag vermelden⁹.

Het gemiddeld geïnvesteerd bedrag per onderneming in deze steekproef bedraagt € 1,40 miljoen (mediaan: € 400.000) in 2006 en € 900.000 (mediaan: € 350.000) in 2007. Het gemiddelde wordt voor beide jaren sterk beïnvloed door enkele omvangrijke investeringen. EVCA (2008) vermeldt dat de venture capital investeringen in 2006 en 2007 samen meer dan € 856 miljoen bedroegen in België, met een gemiddeld bedrag per investering van € 2,0 miljoen. Sommige grote investeringen van durfkapitaalfinanciers zijn dus niet in de steekproef opgenomen.

Hieronder wordt eerst de grootte van de investeringen in de steekproef besproken, gevolgd door een verdere onderverdeling in functie van zowel de aard van de investeerder als het stadium waarin de onderneming zich bevindt.

4.1.1 De grootte van de investeringen



Figuur 3: Aantal investeringen in functie van het geïnvesteerd bedrag (in €)

⁹Bij 17 investeringen was het geïnvesteerd kapitaal onbekend (5 in 2006 en 12 in 2007).

Figuur 3 toont vier categorieën: investeringen lager dan € 500.000, tussen € 500.000 en € 1.000.000, tussen € 1 miljoen en € 2,5 miljoen en investeringen hoger dan € 2,5 miljoen. Het aantal investeringen neemt af met hogere investeringsbedragen. Zeventig investeringen zijn kleiner dan € 500.000 (59%). Bij 21 investeringen wordt tussen € 0,5 miljoen en € 1 miljoen geïnvesteerd (17%) en 17 investeringen zijn groter dan € 1 miljoen maar kleiner dan € 2,5 miljoen (14%). Slechts 12 investeringen zijn groter dan € 2,5 miljoen (10%). Een kwart van alle investeringen is groter dan € 1 miljoen. De kleinste investering bedraagt € 20.647 (GIMV ARKIV ICT Fund in Applied Development) en de grootste investering € 5 miljoen (Sofinim in I.R.I.S Group). EVCA (2008) maakt geen dergelijke opsplitsing van de investeringen.

4.1.2 De grootte in functie van investeerder en ontwikkelingsstadium

Tabel 8: Grootte in functie van investeerder en ontwikkelingsstadium

<€ 1 miljoen				≥ € 1 miljoen			
ARKIV	36 (39,6%)	Zaai	7 (7,7%)	ARKIV	11 (37,9%)	Zaai	2 (6,9%)
Vinnof	14 (15,4%)	Opstart	60 (65,9%)	Vinnof	0 (0,0%)	Opstart	12 (41,4%)
Andere VC	41 (45,0%)	Groei	8 (8,8%)	Andere VC	18 (62,1%)	Groei	4 (13,8%)
		Expansie	16 (17,6%)			Expansie	11 (37,9%)
TOTAAL = 91 (75,8%)				TOTAAL = 29 (24,1%)			

We merken dat de investeringen van de ARKIVs en Vinnof meestal kleiner zijn dan € 1 miljoen. Gezien Vinnof beperkt is tot een maximum investering van € 500.000, zijn alle 14 investeringen kleiner dan € 1 miljoen. De ARKIV-fondsen investeren 47 keer; 36 investeringen zijn kleiner dan € 1 miljoen en slechts 11 investeringen zijn € 1 miljoen of meer. Ook de andere VCs volgen dezelfde trend; bij 41 investeringen wordt minder dan € 1 miljoen geïnvesteerd en bij 18 investeringen wordt € 1 miljoen of meer geïnvesteerd. Het aandeel van ARKIVs en Vinnof bij investeringen lager dan € 1 miljoen bedraagt 55% terwijl dit aandeel bij investeringen vanaf € 1 miljoen slechts 38% bedraagt. Gemiddeld investeren ARKIVs ongeveer € 550.000 en Vinnof bijna € 300.000 terwijl niet-ARKIVs gemiddeld ongeveer € 1,2 miljoen investeren.

In het tweede deel van de analyse worden de investeringen opgesplitst in functie van het ontwikkelingsstadium van de onderneming. Er worden 4 verschillende stadia onderscheiden: de zaai fase, de opstart fase, de groei fase en de expansie fase (zie bijlage 2). Startende

ondernemingen bevinden zich in de zaafase of opstartfase; groeiende ondernemingen bevinden zich in de groeifase of expansiefase.

Negen ondernemingen bevinden zich in de zaafase waarbij in zeven ondernemingen minder dan € 1 miljoen geïnvesteerd wordt. In ondernemingen in de opstartfase wordt 60 keer minder dan € 1 miljoen geïnvesteerd en slechts 12 keer meer (ratio 5:1). Ondernemingen in de groeifase ontvangen 8 keer minder dan € 1 miljoen en 4 keer € 1 miljoen of meer (ratio 2:1). In ondernemingen in de expansiefase wordt 16 keer minder dan € 1 miljoen geïnvesteerd; 11 keer ligt dit bedrag hoger (ratio 1,5:1). De ARKIVs en Vinnof richten zich dus voornamelijk op startende ondernemingen.

Onafhankelijke ARKIVs hebben reeds 24 investeringen (in totaal € 15 miljoen) gedaan en captive ARKIVs 23 (in totaal € 12,5 miljoen). Beidetypes zijn dus ongeveer even actief. Wel is er een duidelijk verschil in geïnvesteerd bedrag en ontwikkelingsfase van de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt. De onafhankelijke ARKIVs investeren 3 keer meer in startende ondernemingen (18 investeringen) dan in groeiende ondernemingen (6 investeringen). Bij de captive ARKIVs zijn de investeringen in startende ondernemingen (13 investeringen) en groeiende ondernemingen (10 investeringen) meer evenwichtig verdeeld. Opvallend is verder dat de onafhankelijke ARKIVs instaan voor 10 van de 11 grotere investeringen, waarbij telkens € 1 miljoen geïnvesteerd werd. We kunnen dus stellen dat de onafhankelijke ARKIVs veel meer focussen op startende ondernemingen dan captive ARKIVs. Niet enkel door voornamelijk te investeren in ondernemingen in een zaafase of opstartfase maar ook door aanzienlijke bedragen te investeren in deze ondernemingen en aldus een belangrijke positie in het syndicaat in te nemen.

4.2 Het geïnvesteerd kapitaal per kapitaalsronde

Meestal gebeurt de investering in syndicatie met andere risicokapitaalverschaffers. De investering van een VC (in €) is bij syndicatie slechts een deel van de totale kapitaalsverhoging van een onderneming. De kapitaalsverhoging is het totale bedrag dat door alle investeerders geïnvesteerd wordt in een onderneming op hetzelfde ogenblik en wordt een kapitaalsronde genoemd. In 2006 ontvingen alle ondernemingen in de steekproef samen in totaal € 228 miljoen (38 kapitaalsrondes) en in 2007 € 244 miljoen (53 kapitaalsrondes)¹⁰. Gemiddeld is een kapitaalsronde in 2006 € 6,0 miljoen (mediaan: € 0,8 miljoen) en in 2007 € 4,6 miljoen (mediaan: € 1,0 miljoen). Mediaan is ook hier een betere maatstaf dan het

¹⁰ Bij 5 ondernemingen was de kapitaalsverhoging in 2007 onbekend.

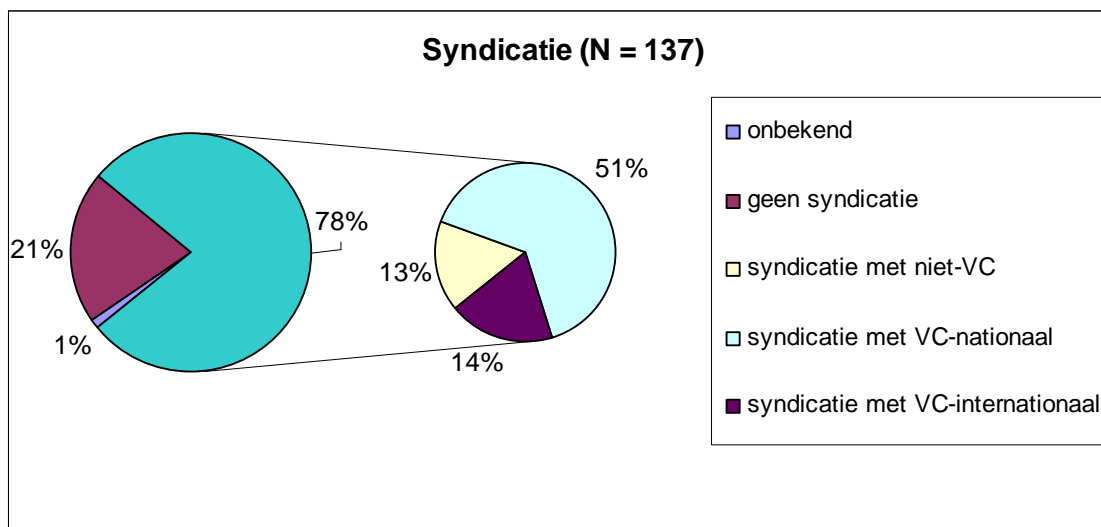
gemiddelde. 11 ondernemingen hadden 2 (of meerdere) kapitaalsrondes in 2006-2007. De gemiddelde kapitaalsronde van ondernemingen die zich in de zaai- of opstartfase bevinden bedraagt iets meer dan € 3 miljoen terwijl de gemiddelde kapitaalsronde van ondernemingen in de groei- of expansiefase bijna € 8 miljoen bedraagt. De EVCA-statistieken (2008) geven geen informatie over het gemiddeld geïnvesteerd bedrag in een kapitaalsronde.

Tabel 9: Overzicht van het geïnvesteerd kapitaal

	Som van het geïnvesteerd bedrag per VC	Gemiddelde investering per VC	Som van het geïnvesteerd bedrag per kapitaalsronde	Gemiddeld geïnvesteerd bedrag in een kapitaalsronde
2006	€ 70,0 miljoen	€ 1,4 miljoen	€ 228 miljoen	€ 6,0 miljoen
2007	€ 64,9 miljoen	€ 900.000	€ 244 miljoen	€ 4,6 miljoen
Totaal	€ 134,9 miljoen		€ 472 miljoen	

4.3 Syndicatie

Syndicaties tussen de investeerders worden geanalyseerd op basis van het aantal gesyndiceerde investeringen. In dit onderdeel worden 2006 en 2007 samen genomen.



Figuur 4: Aantal gesyndiceerde investeringen

Het syndicaat kan uit VCs – Belgische of buitenlandse- bestaan, maar ook uit andere investeerders. Een syndicaat dat enkel bestaat uit Belgische investeerders wordt een nationaal syndicaat genoemd. Indien er één of meerdere buitenlandse investeerders in het syndicaat voorkomen, is het syndicaat internationaal. Een syndicaat waarbij de Vlaamse VC samen investeert met investeerders die geen durfkapitaalfinanciers zijn, wordt in Figuur 4 weergegeven als een syndicaat met niet-VCs. Bij investeringen die niet gesyndiceerd zijn, is de Vlaamse VC de enige investeerder in de onderneming.

78% van alle investeringen in deze steekproef zijn gesyndiceerd terwijl 21% van de investeringen niet gesyndiceerd zijn. De 78% gesyndiceerde investeringen kunnen verder opgesplitst worden in 51% nationale syndicates en 14% internationale syndicates. Bij 13% van alle investeringen bestaat het syndicaat uit een Vlaamse risicokapitaalverschaffer met andere niet-VCs.

71% van de ARKIV investeringen zijn gesyndiceerd terwijl 29% niet gesyndiceerd zijn. De gesyndiceerde investeringen bestaan uit nationaal gesyndiceerde investeringen (32%), gevolgd door internationaal gesyndiceerde investeringen (27%) en syndicates met niet-VCs (12%). Ongeveer de helft (52%) van alle investeringen van captive ARKIVs zijn gesyndiceerd terwijl 87% van alle investeringen van onafhankelijke ARKIVs gesyndiceerd zijn. Bij Vinnof zijn twee derden van alle investeringen nationaal gesyndiceerde investeringen en één derde niet-gesyndiceerde investeringen. Zowel Vinnof als onafhankelijke ARKIVs syndiceren veel frequenter dan captive ARKIVs.

De EVCA-statistieken (2008) leren dat 65,0% van alle private equity investeringen in België niet gesyndiceerd waren in 2006-2007, wat veel meer is dan in onze steekproef. Drie kwart van alle gesyndiceerde investeringen waren met internationale VCs en een kwart met nationale VCs¹¹. Deze verhouding is omgekeerd aan deze in onze steekproef. Een mogelijke verklaring voor deze bevindingen is het feit dat de steekproef bestaat uit investeringen die op basis van publiek beschikbare bronnen geïdentificeerd werden. Een investering in een Belgische onderneming waarbij verschillende Belgische durfkapitaalfinanciers investeren zal in de pers waarschijnlijk meer aandacht krijgen dan wanneer buitenlandse VCs investeren of slechts één Vlaamse durfkapitaalfinancier investeert in een Belgische onderneming. Bovendien zijn sommige Vlaamse VCs transparanter dan andere. Indien een dergelijke VC

¹¹EVCA (2008) beschouwt geen syndicates met niet-VCs.

deel uitmaakt van een syndicaat, zal de investering in kwestie eerder publiek bekend gemaakt worden. Vandaar dat gesyndiceerde investeringen en nationale syndicaties sterker vertegenwoordigd zijn in de steekproef dan de niet-gesyndiceerde investeringen en internationaal gesyndiceerde investeringen.

4.4 Kenmerken van de investeringen

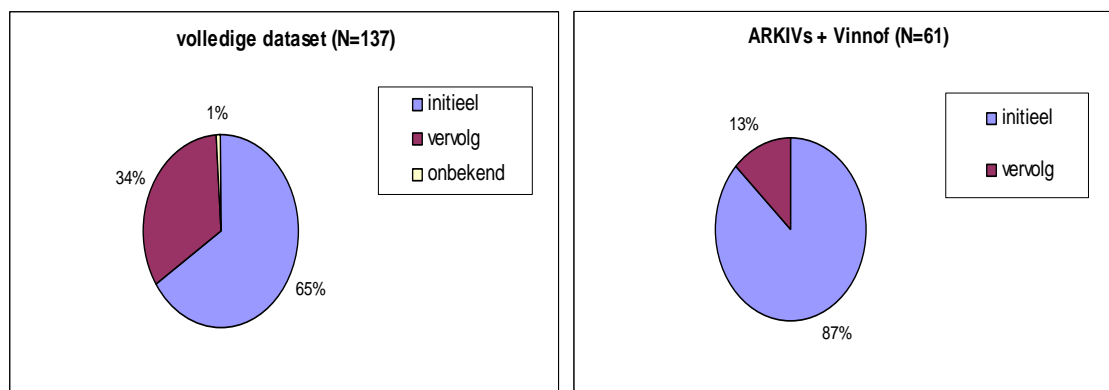
De kenmerken van de investeringen worden besproken aan de hand van twee criteria:

- initiële versus vervolginvestering;
- de financieringswijze: aandelenkapitaal, schuldfinanciering of een achtergestelde (obligatie)lening.

Bij deze analyses worden de investeringen in 2006 en 2007 samen genomen.

4.4.1 Een initiële investering versus vervolginvestering

Een initiële investering betekent dat voor de eerste keer geïnvesteerd wordt in een onderneming, een vervolginvestering is een verdere financiering in een latere fase in dezelfde onderneming. Gefaseerde financiering wordt binnen risicokapitaal vaak toegepast¹².



Figuur 5: Onderscheid tussen initiële- en vervolginvesteringen

¹²Het onderscheid tussen een initiële- en vervolginvestering kan zowel vanuit het standpunt van de durfkapitalist als van de ondernemer geïdentificeerd worden. Voor een durfkapitalist betekent een initiële investering een eerste investering in die onderneming. Een vervolginvestering betekent dat die durfkapitalist reeds in het verleden in die specifieke onderneming geïnvesteerd heeft. Voor een ondernemer duidt een initiële investering op de eerste keer dat die ondernemer risicokapitaal ontvangt. Een vervolginvestering wijst erop dat de onderneming in kwestie reeds in het verleden risicokapitaal ontvangen heeft. In deze analyse wordt het standpunt van de investeerder ingenomen. Zo kan dus bij een initiële investering de onderneming al eerder risicokapitaal ontvangen hebben maar niet van die specifieke VC.

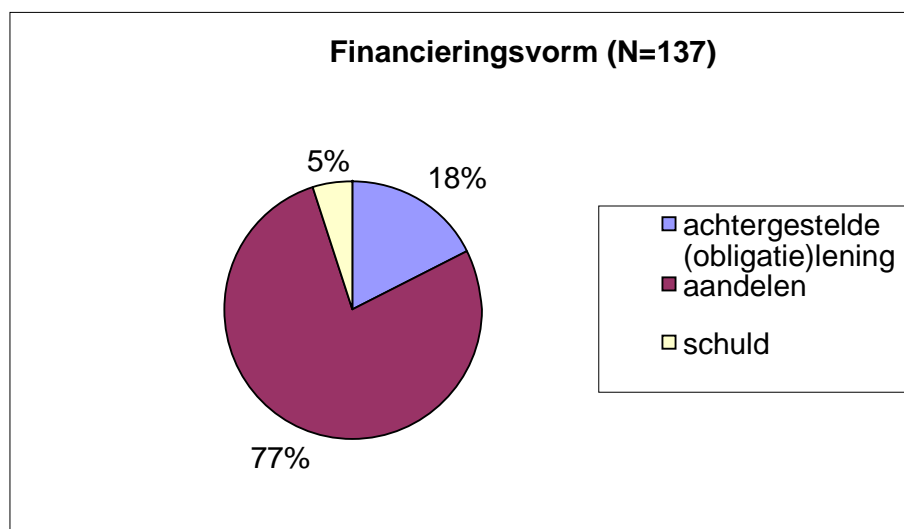
In Figuur 5 worden zowel de volledige dataset als de investeringen van ARKIVs en Vinnof afzonderlijk geanalyseerd. In 65% van alle investeringen investeert de durfkapitaalfinancier voor het eerst. De meeste ARKIV en Vinnof-ondernemingen (87%) waren vóór de investering nog niet in de portefeuille van ARKIVs of Vinnof aanwezig. Slechts 13% waren vervolginvesteringen. Zoals verwacht is het aandeel initiële investeringen groter voor de ARKIVs en Vinnof dan voor alle durfkapitaalfinanciers samen (87% versus 65%) want ARKIVs en Vinnof werden slechts recent opgericht.

4.4.2 De financieringswijze

Er wordt een onderscheid gemaakt tussen drie alternatieven:

- aandelenkapitaal (116 investeringen);
- een achtergestelde (obligatie)lening¹³ (12 investeringen);
- schuldfinanciering (9 investeringen).

Bij 14 investeringen bestaat het geïnvesteerd bedrag uit een combinatie van aandelenkapitaal met schuldfinanciering of een achtergestelde (obligatie)lening¹⁴.



Figuur 6: Procentueel aandeel van de diverse financieringsvormen

¹³Een achtergestelde lening is een lening die pas wordt terugbetaald als alle andere schuldfinanciering terugbetaald is. Het is een tussenvorm van eigen vermogen en vreemd vermogen en wordt daarom ook wel quasi-eigen vermogen genoemd.

¹⁴Bij 5 investeringen vermeldt het Belgisch Staatsblad niet hoeveel geïnvesteerd wordt met aandelenkapitaal en hoeveel met schuldfinanciering of achtergestelde lening, enkel het totaal geïnvesteerd bedrag wordt vermeld. In die gevallen wordt 70% van het geïnvesteerd bedrag als aandelenkapitaal beschouwd en 30% als schuld of achtergestelde lening. Dit is de gemiddelde opsplitsing die voorkomt bij de overige 9 investeringen.

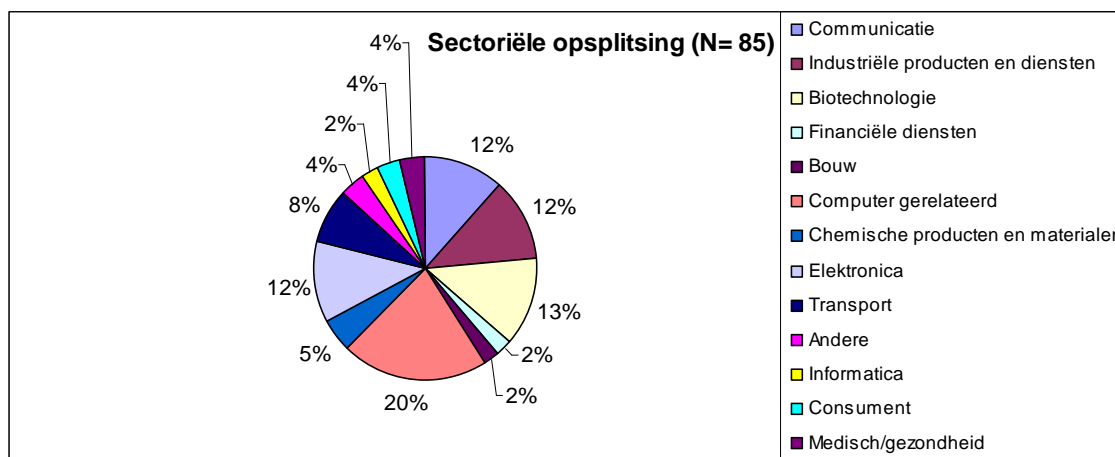
In de steekproef wordt 77% van het geïnvesteerd bedrag voor een totaal van iets meer dan € 102 miljoen geïnvesteerd als aandelenkapitaal en bijna € 24 miljoen (18%) als achtergestelde lening. € 7,5 miljoen (5%) wordt geïnvesteerd onder de vorm van gewone schuldfinanciering. Een achtergestelde lening en gewone schuldfinanciering komen meestal voor in combinatie met aandelenkapitaal.

4.5 De portefeuille-ondernemingen

De vorige paragrafen analyseerden de investeringen zonder aandacht te schenken aan de ondernemingen die risicokapitaal ontvingen. In dit onderdeel worden de ondernemingen die gedurende 2006-2007 risicokapitaal ontvingen geanalyseerd. De steekproef bestaat uit slechts 85 verschillende ondernemingen aangezien sommige investeringen betrekking hebben op dezelfde onderneming.

Vooreerst volgt een analyse van de sectoren waartoe de ondernemingen behoren. Daarna worden een aantal globale kenmerken van de ondernemingen in de steekproef geanalyseerd zoals het aantal oprichters, de oorsprong van de onderneming en de ontwikkelingsfase van de onderneming. De ontwikkelingsfasen waarin de ondernemingen zich bevinden kwam al aan bod bij de grootte van de investeringen (cfr. supra p.22) zonder dit afzonderlijk te beschouwen.

4.5.1 De sectoriële opsplitsing



Figuur 7: Sectoriële opsplitsing van de ondernemingen

In Figuur 7 worden de ondernemingen onderverdeeld in 12 sectoren. Er zijn zes sectoren die elk afzonderlijk meer dan 5% van de ondernemingen vertegenwoordigen. Deze zijn in afnemende volgorde:

- Computer gerelateerd: 20,2%
- Biotechnologie: 13,0%
- Communicatie: 12,4%
- Elektronica: 12,3%
- Industriële producten en diensten: 12,2%
- Transport: 8,2%

Deze zes sectoren samen omvatten 78,3% van alle ondernemingen en 78,4% van het totaal geïnvesteerd bedrag. De andere sectoren komen in mindere mate voor met 'Chemische producten en materialen' op kop (5%). 'Andere' bestaat uit drie ondernemingen: Cercle d'O (zwangerschapskledij), Country Chef Belgium (voedingssector) en Zenit (landmeetkunde).

Opmerkelijk is dat het verschil tussen bepaalde hoogtechnologische sectoren zoals biotechnologie (13%) en meer traditionele sectoren zoals transport (8%) niet sterk uitgesproken is. Deze vaststelling wordt verklaard doordat een aantal fondsen geen exclusieve voorkeur voor hoogtechnologische sectoren hebben (cfr. supra p.14).

Er bestaat geen verschil in sectoriële voorkeur tussen niet-ARKIVs, onafhankelijke ARKIVs en captive ARKIVs.

De sectoriële opsplitsing van investeringen in België in 2006-2007 maakt ook hier geen onderscheid tussen venture capital en buy-out mogelijk. De sectoren die elk afzonderlijk meer dan 5% vertegenwoordigen, zijn achtereenvolgens (EVCA, 2008):

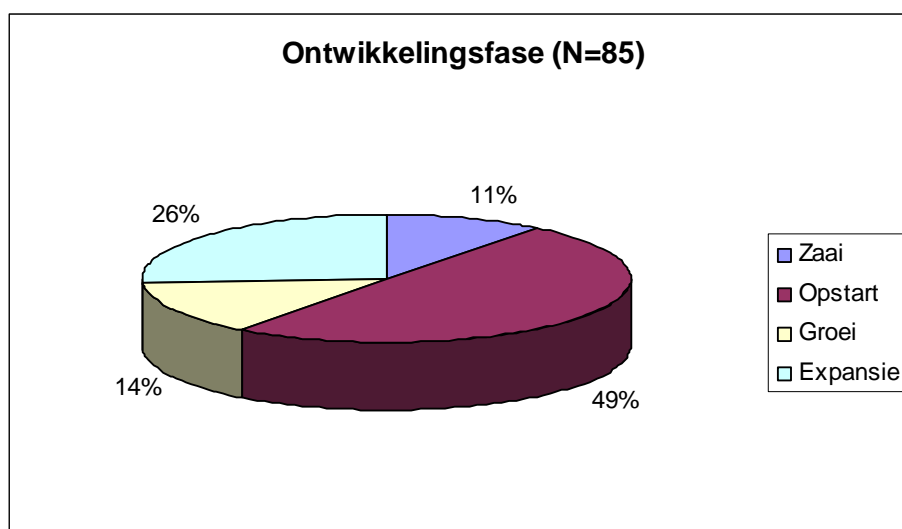
- Computer gerelateerd: 19,4%
- Industriële producten en diensten: 17,8%
- Communicatie: 11,2%
- Consument: 10,9%
- Medisch/gezondheid: 10,5%
- Biotechnologie: 9,8%

De ondernemingen in de steekproef behoren voornamelijk tot sectoren die ook in België aantrekkelijk zijn voor de private equity sector. De sector 'Medisch/gezondheid' is weliswaar met slechts 4% ondervertegenwoordigd in de dataset terwijl de sector 'Transport' oververtegenwoordigd is ten opzichte van de EVCA-statistieken.

4.5.2 Andere kenmerken

De ondernemingen in de steekproef werden gemiddeld door drie personen opgericht (mediaan: twee personen). Het maximum aantal oprichters in een onderneming was 8 personen. 59 (69%) ondernemingen werden onafhankelijk opgericht. 25 (29%) ondernemingen zijn ontstaan als een academische spin-off. Twee ondernemingen zijn ontstaan uit een fusie of overname.

11% van de ondernemingen bevinden zich in de zaaifase. Bijna de helft van de ondernemingen (49%) bevindt zich in de opstartfase. 14% van de ondernemingen bevinden zich in de groeifase terwijl ongeveer een vierde van de ondernemingen zich in de expansiefase bevinden (26%). 60% van alle ondernemingen zijn dus startende ondernemingen en 40% groeiende ondernemingen.



Figuur 8: Fase waarin de ondernemingen zich bevinden

De Europese gegevens met betrekking tot 2006-2007 (EVCA, 2008) tonen aan dat 6% van de Europese ondernemingen die risicokapitaal ontvangen zich in de zaaifase bevinden. 17% van de ondernemingen bevinden zich in de opstartfase en 37% in een groeifase. 40% van de investeringen hebben betrekking op ondernemingen in de expansiefase.

Uit de steekproef blijkt dat Vlaamse VCs meer gericht zijn op startende ondernemingen dan Europese collega's. De Europese VCs investeren hoofdzakelijk (77%) in ondernemingen die zich in de groeifase of expansiefase bevinden. Een mogelijke verklaring van de bevindingen

uit de steekproef vormt het feit dat alle investeringen van ARKIVs en Vinnof in Belgische ondernemingen een belangrijk onderdeel vormen van de dataset en deze fondsen voornamelijk focussen op startende ondernemingen (cfr. supra p.23).

5. Conclusies

In dit rapport werd een overzicht gegeven van de venture capital activiteit in Vlaanderen in 2006-2007. Hiertoe werd de analyse beperkt tot de nieuwe Vlaamse fondsen en de Vlaamse risicokapitaalverschaffers die investeren in Belgische ondernemingen.

De analyse behandelt zowel de fondsen opgericht in 2006-2007 als de investeringen in die periode. In totaal werden er in 2006-2007 21 Vlaamse fondsen opgericht waarvan 12 ARKIVs. De investeringen werden geanalyseerd aan de hand van een steekproef van 137 investeringen in 85 ondernemingen. De steekproef bestaat uit alle investeringen van ARKIVs en Vinnof in Belgische ondernemingen en een selectie van de investeringen van andere Vlaamse fondsen in Belgische ondernemingen.

Deze studie duidt op een aantal opmerkelijke aspecten. Hieronder worden deze kort uiteengezet.

Uit de analyse van de nieuwe fondsen blijkt dat:

- Er in 2006 17 nieuwe fondsen opgericht werden waarbij in totaal iets meer dan € 332 miljoen opgehaald werd. In 2007 werd door 4 nieuwe fondsen € 47,4 miljoen opgehaald. De Vlaamse investeringsmanager beheert in deze nieuwe fondsen gemiddeld € 6 miljoen met een minimum van € 1 miljoen en een maximum van € 12 miljoen.
- Venture capital niet uitsluitend voorbehouden is voor hoogtechnologische ondernemingen. Ongeveer de helft van de nieuw opgerichte fondsen investeert zowel in hoogtechnologische- als in niet-hoogtechnologische ondernemingen. De ARKIVs en niet-ARKIVs verschillen niet wezenlijk van elkaar op vlak van technologische voorkeur.
- de Vlaamse fondsen meer investeren in startende ondernemingen en in hoogtechnologische sectoren dan de Europese venture capital fondsen, die eerder investeren in groeiende ondernemingen en niet-hoogtechnologische sectoren. Dit blijkt zowel uit de investeringsfocus van de opgerichte fondsen in Vlaanderen en Europa als uit de ontwikkelingsfase van de ondernemingen die durfkapitaal ontvangen.

- De rol van privé-personen in Vlaanderen onderschat wordt. Privé-personen hebben een grotere financiële slagkracht dan verwacht. Er werd € 67,7 miljoen geïnvesteerd in nieuwe fondsen. Bovendien maken privé-personen geregeld deel uit van een investeringssyndicaat. Privé-personen overbruggen dus niet enkel de periode tot wanneer venture capital financiering mogelijk wordt.
- Fund-of-funds (29%), het ARKimedea-fonds (24%) en privé-personen (18%) de drie sterkst vertegenwoordigde investeerders in een nieuw fonds zijn.
- Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen minder investeren in risicokapitaalfondsen in Vlaanderen dan in Europa. Pensioenfondsen investeren slechts € 15,2 miljoen en verzekeringsmaatschappijen investeren helemaal niet in de fondsen die in 2006-2007 opgericht werden. In Europa zijn pensioenfondsen nochtans de belangrijkste investeerders in private equity waarbij ze 23,3% van het kapitaal in nieuwe fondsen investeren.
- De buitenlandse investeringen in nieuwe fondsen in Vlaanderen beperkt zijn. Enkel het Europees Investeringsfonds (EIF) en enkele Nederlandse vennootschappen investeren in een Vlaams fonds voor een totaal van € 25,9 miljoen. De EVCA-statistieken (2008) duiden op 30,8% buitenlands kapitaal in nieuwe Belgische venture capital en private equity fondsen, en 37% in Europese VC en PE fondsen. De Vlaamse fondsen blijken dus weinig aantrekkelijk voor buitenlandse investeerders.

Uit de analyse van de investeringen blijkt dat:

- De 137 investeringen in de steekproef betrekking hebben op 85 verschillende ondernemingen. 11 ondernemingen hebben meerdere kapitaalsrondes in 2006-2007 en aldus een grote behoefte aan risicokapitaal op een korte termijn.
- De gemiddelde kapitaalsronde van ondernemingen die zich in de zaaifase of opstartfase bevinden iets meer dan € 3 miljoen bedraagt terwijl de gemiddelde kapitaalsronde van ondernemingen in de groei- of expansiefase bijna € 8 miljoen bedraagt.
- Het ARKimedea geld heeft zijn weg gevonden. Bij de oprichting van het ARKimedea-fonds was het stimuleren van innovatie en tewerkstelling in Vlaanderen de belangrijkste doelstelling. Of het fonds (met het Vlaams Innovatiefonds) daarin zal slagen, zal afhangen van het succes van de ondernemingen waarin geïnvesteerd werd. De opgerichte ARKIVs (13 op heden) beschikken momenteel gemiddeld over € 18,5

miljoen en hebben in 47- voornamelijk startende- ondernemingen ongeveer € 27,5 miljoen geïnvesteerd. Vooral de onafhankelijke ARKIVs investeren relatief grote bedragen in startende ondernemingen voor een totaal van € 15 miljoen.

- De meeste investeringen in deze steekproef gesyndiceerd zijn, waarbij het syndicaat voornamelijk uit Belgische investeerders bestaat. De EVCA-statistieken (2008) tonen echter aan dat deze bevindingen niet geldig zijn in België. 65,0% van de Belgische private equity investeringen in 2006 en 2007 waren niet-gesyndiceerd. De meeste gesyndiceerde investeringen in België zijn internationaal.
- Ongeveer de helft (52%) van alle investeringen van captive ARKIVs gesyndiceerd zijn terwijl 87% van alle investeringen van onafhankelijke ARKIVs gesyndiceerd zijn. Bij Vinnof zijn twee derden van alle investeringen nationaal gesyndiceerde investeringen en één derde niet-gesyndiceerde investeringen. Zowel Vinnof als onafhankelijke ARKIVs syndiceren veel frequenter dan captive ARKIVs.
- Het Vlaams Innovatiefonds investeerde iets meer dan € 4 miljoen en is vooral gericht op ondernemingen in een heel vroeg ontwikkelingsstadium. Op die manier wordt het aanbod aan durfkapitaal breder.

De ARKIV-fondsen en Vinnof spelen gericht in op het aanbod aan durfkapitaal. Door in tegenstelling tot andere fondsen voornamelijk te investeren in startende ondernemingen, wordt het aanbod aan durfkapitaal breder. Afhankelijk van de verdere ontwikkeling van de ondernemingen waarin Vinnof en ARKIVs investeren, zal tewerkstelling en innovatie in Vlaanderen gestimuleerd worden en kan de Vlaamse belegger in het ARKImedes-fonds een mooi rendement behalen.

Referenties

ARKimedes (2007), ParticipatieMaatschappij Vlaanderen, Brussel.

< <http://www.pmv.eu/pmv/view/nl/KMO/Producten/ARKimedes/Mechanisme> >.

(17/04/2008).

BVA, Member List, Brussel.

< <http://www.bvassociation.org/fb111mggc622gkw1szu149.aspx> >. (14/04/2008).

EVCA, European Venture Capital Association Yearbook 2008, Zaventem, Brussel.

VLAO (2007) “Risicokapitaal: Overzicht van de risicokapitaalverschaffers actief in Vlaanderen.”

< http://www.vlao.be/images_sub/pdf/subsidies/Risicokapitaal%20december%202007.pdf >.

(14/04/2008).

Bijlage 1: Fondsen opgericht in 2006-2007 (ARKIVs in vet)

OPGERICHTE FONDSEN					
		Gewenst Kapitaal (in €)	Aantal Investeringsmanagers	Looptijd	Investeringsfocus ¹
2006					
1.	Arkafund	19.999.000	6	10 - max.12 jaar	4
2.	Big Bang Ventures II	40.000.000	4	10 - max.12 jaar	1
3.	Capital-E ARKIV	30.100.000	4	10 - max.12 jaar	1
4.	Capital-E	50.000.000	4	12 jaar	1
5.	Capricorn Cleantech Fund	100.000.000	5	10 jaar	1
6.	Fortis Private Equity ARKimedex	10.000.000	2	10 - max.12 jaar	1
7.	Fundus II	5.010.000	1	10 - max.12 jaar	1 en 3
8.	GIMV ARKIV ICT Fund	30.100.000	6	10 - max.12 jaar	2
9.	ING Activator Fund	9.999.000	1	10 - max.12 jaar	2 en 4
10.	KBC ARKIV	25.000.000	3	10 - max.12 jaar	1 en 3
11.	KMOFIN	25.000.000	6	10 - max.12 jaar	1,2,3 en 4
12.	Pentahold	125.250.000	3	onbepaalde duur	2 en 4
13.	QAT II Investments ¹⁵	35.000.000	8	10 jaar	1 en 2
14.	QAT ARKIV	16.000.000	8	9 - max. 11 jaar	1,2,3 en 4
15.	Sherpa Invest	3.312.500	2	12 jaar	1,2,3 en 4
16.	Sofindev III	25.000.000	5	onbepaalde duur	4
17.	StoneFund II	15.000.000	2	onbepaalde duur	1
2007					
1.	Agri Investment Fund	10.000.000	1	onbepaald	1, 2, 3 en 4
2.	Ark-Angels Fund	7.500.000	1	10 -12 jaar	1 en 3
3.	E-Capital II	32.000.000	3	10 jaar	2 en 4
4.	Vesalius Biocapital ARKIV	100.000.000	4	10 jaar	1

¹	hoogtechnologisch en startend	1
	hoogtechnologisch en groeiend	2
	niet-hoogtechnologisch en startend	3
	niet-hoogtechnologisch en groeiend	4

¹⁵QAT II Investments is als nv gevestigd in Luxemburg maar de beheersvennootschap is gevestigd in Brussel. Ook het VLAO-rapport vermeldt bij het fonds het adres van de beheersvennootschap. QAT ARKIV daarentegen heeft een maatschappelijke zetel te Gent.

Bijlage 2: Fasen van een onderneming (EVCA, 2008)

- Zaai fase:** Financiering van onderzoek. De verdere ontwikkeling van een initieel concept vindt plaats. De onderneming bestaat nog niet.
- Opstartfase:** Financiering van de ontwikkeling en de initiële marketing van een product/dienst. Ondernemingen worden in deze fase opgericht of zijn pas opgericht maar hebben nog geen omzet gegenereerd.
- Groei fase:** Ondernemingen hebben de ontwikkeling van hun product/dienst afgerond en hebben behoefte aan verdere financiering om hun commercialisatie uit te bouwen. Deze ondernemingen zijn nog niet winstgevend.
- Expansiefase:** Kapitaal om de groei en de expansie van de onderneming te ondersteunen. Het kapitaal wordt aangewend om de productiecapaciteit te verhogen, het product verder te ontwikkelen of om het netto-bedrijfskapitaal te verhogen. Deze ondernemingen zijn break-even of winstgevend.