

VOORWOORD

Beste lezers,

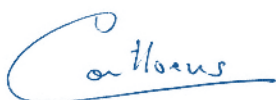
Om de activiteiten van hun onderneming te ontwikkelen, moeten ondernemingsleiders hun vak goed beheersen, met name de technische en commerciële aspecten. Ze moeten de groei van hun onderneming verzekeren door een strategische visie en werkbare aanpak door de beste medewerkers en de juiste financiering te identificeren.

Een weinig gekende aanpak is de financiering door middel van durfkapitaal.

Deze gids is geschreven door twee gerenommeerde professoren die op een eenvoudige en objectieve wijze de verschillende stadia van een venture capital investering beschrijven.

Deze gids heeft als doel ondernemingsleiders en hun adviseurs te tonen hoe de durfkapitaalsector werkt, vanaf het eerste informele contact tot de succesvolle investering. We hopen u met deze gids kennis te laten maken met een industrie die ondernemers actief steunt in hun groeiprojecten en die ook bijdraagt aan de groei van onze nationale economie. Via deze kennismaking willen we deze industrie ook trachten te demystifiëren.

Namens de Belgian Venture Capital & Private Equity Association vzw (« BVA »), wensen wij u veel leesplezier!



Alain Parthoens
Voorzitter van de Belgian Venture
Capital & Private Equity Capital
Association vzw
Partner Vesalius Biocapital



Guy Geldhof
Secretaris-Generaal van de
Belgian Venture Capital &
Private Equity Association vzw

voor meer informatie over de BVA en haar activiteiten kan u de website www.bva.be raadplegen.

Deze gids werd geschreven door professor **Sophie Manigart** en professor **Olivier Witmeur** met de steun van de Belgian Venture Capital & Private Equity Association vzw

Met uw vragen kan u steeds terecht op www.venture-capital.be

Sophie MANIGART



Sophie Manigart is Partner bij de Vlerick Leuven Gent Management School waar ze de Gimv Leerstoel in Private Equity houdt. Ze is ook professor aan de Universiteit Gent. Zij is gespecialiseerd in ondernemingsfinanciering (*angel financing, venture capital en private equity*) en heeft vele artikels en boeken over dit onderwerp geschreven. Zij zetelt ondermeer in het investeringscomité van fondsen Baekeland Fonds II (fonds voor spin-offs van de universiteit Gent) en Ark Angel Fund (fonds gelinkt aan het Business Angel Network Vlaanderen) en maakt deel uit van het Bel-20 Comité.

Vlerick Leuven Gent
Management School



Olivier WITMEUR



Olivier Witmeur is professor aan de Solvay Brussels School of Economics and Management (ULB) waar hij houder is van de “Bernheim” Leerstoel van Ondernemerschap. Hij is gespecialiseerd in oprichtings-, groei- en financieringsstrategieën van jonge ondernemingen. Hij is ook voorzitter van de Raad voor het Wetenschapsbeleid van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest en bestuurder in meerdere ondernemingen. Voorheen was hij ondernemer in een sterk groeiend bedrijf en directeur van EEBIC, een incubator voor vernieuwende bedrijven in Brussel.

SolvayBrusselsSchool
of Economics and Management

ULB

INHOUDSTABEL

VOORWOORD	P. 3
1. WAT IS VENTURE CAPITAL ?	P. 6
2. HOE WERKT EEN VENTURE CAPITAL MAATSCHAPPIJ ?	P. 13
3. HOE ZICH VOORBEREIDEN ?	P. 18
4. HOE ONDERHANDELEN OVER EEN TERM SHEET ?	P. 24
5. HOE WORDT DE WAARDE VAN EEN ONDERNEMING BEPAALD ?	P. 26
6. WAT WORDT IN EEN AANDEELHOUDERSOVEREENKOMST OPGENOMEN ?	P. 31
7. HOE SAMENWERKEN MET EEN VC ?	P. 33
8. DE EXIT: HOE VERTREKT DE INVESTEERDER UIT DE ONDERNEMING?	P. 34
9. CASE 1 – ABLYNX	P. 36
10. CASE 2 – 4 ENERGY INVEST	P. 37
11. CASE 3 – VIVIO	P. 38
BIBLIOGRAFIE	P. 39

INLEIDING

Durfskapitaal - *venture capital* in het Engels – is zonder twijfel de financieringsmethode die het meest geassocieerd wordt met de oprichting en ontwikkeling van kleine en middelgrote ondernemingen die wensen te groeien. De durfskapitaalmaatschappijen of -fondsen beschikken over aanzienlijke financiële middelen die zij investeren om zo de ondernemers te helpen het potentieel van hun bedrijven te realiseren. De bedrijven beschikken zo over veel meer financiële middelen en kunnen zich dus sneller en efficiënter ontwikkelen.

Hoewel de durfskapitaalsector tegenwoordig een zekere maturiteit bereikt heeft, is zij nog steeds onbekend bij het grote publiek en doen bepaalde fabeltjes en negatieve opvattingen nog steeds de ronde. Als gevolg daarvan denken te weinig bedrijven aan de mogelijkheden die deze sector biedt of zweren deze financieringsvorm te snel af.

Het hoofddoel van deze introductiegids is *venture capital* te demystifiëren en een zo eenvoudig, duidelijk en objectief mogelijk beeld te scheppen van

deze financieringsmethode. Deze gids geeft een antwoord op onderstaande vragen, die elke ondernemer zich zou kunnen stellen:

- Wat is durfskapitaal?
- Wie kan er een beroep op doen en in welke omstandigheden?
- Wat zijn de voor- en nadelen van dit type financiering?
- Hoe komt men in contact met een durfskapitaalfonds en hoe moet men zich voorbereiden?
- Hoe en op welke basis beslissen de durfskapitaal-financiers om te investeren?
- Wat gebeurt er na de investering?

Deze gids beschrijft het proces van de eerste contacten met een durfskapitaalfonds tot de samenwerking en uiteindelijk de uitstap. We belichten ook enkele 'best practices' die de basis vormen voor een succesvolle samenwerking tussen een onderneming en een investeerder.

HET ANGELSAKSISCHE JARGON!

Doordat de durfskapitaalsector vooral praktijken hanteert die zijn ontwikkeld in de Angelsaksische wereld, gebruiken de professionals in de sector Engelse terminologie (soms verkeerdelijk). In een poging om een zo'n getrouw mogelijk beeld te geven van de gewoonten in de sector, gebruikt deze gids ook de Engelstalige termen, waarvoor uiteraard een Nederlandse vertaling gegeven zal worden. In deze gids zullen we het daarom niet meer hebben over durfskapitaal, maar over '*Venture Capital*' of verkort VC (uitgesproken als 'Vi Si').

1 | WAT IS VENTURE CAPITAL ?

Dit eerste hoofdstuk geeft enkele definities en algemene principes. Interessant om weten is dat de afkorting 'VC' zowel naar de *venture capital* activiteit als haar hoofdfiguur, de *venture capital manager* of *venture capitalist* verwijst. In dit eerste hoofdstuk worden de grondbeginselen op een eenvoudige manier voorgesteld, maar ze worden verder uitgediept in de volgende hoofdstukken.

■ **Financiering via eigen vermogen voor ondernemers die ambitieuze groeiplannen hebben voor hun onderneming**

Venture capital is eigen vermogen financiering met als doel de ontwikkeling van jonge, niet-beursgenoteerde bedrijven met een groeiplan op middellange termijn, meestal 3 tot 7 jaar, te faciliteren. Eenvoudigweg kan men zeggen dat bedrijven een beroep doen op VC wanneer de aandeelhouders niet of niet meer in staat zijn nieuwe middelen in het bedrijf te pompen en wanneer de banken weigeren de financiering alleen op zich te nemen omdat ze vinden dat de eigen middelen van het bedrijf te beperkt zijn. Banken spreken ook over de noodzaak om 'het bovenste deel van de balans te versterken'.

Meestal injecteert een VC kapitaal (hij of zij neemt eigenlijk deel aan een kapitaalsverhoging) in een onderneming met een groot groeipotentieel om deze onderneming in staat te stellen zich sneller te ontwikkelen. In ruil voor de investering wordt de VC (meestal minderheids-)aandeelhouder van de onderneming. De groei van de onderneming gaat gepaard met een waardestijging van de onderneming en dus van de aandelen van de VC en van de ondernemer. Zodra de waardecreatie groot genoeg is, wil de investeerder zijn aandelen verkopen, bij-

voorbeeld door de onderneming in haar totaliteit te verkopen of door haar te introduceren op de beurs. De meerwaarde gerealiseerd bij de verkoop is de vergoeding voor de investering van de VC. Omdat de verkoop van de participatie ook het vertrek van de investeerder betekent, spreekt men over het algemeen van een 'exit'. De waarde van de aandelen van de andere aandeelhouders, waaronder ook die van de ondernemers zelf, evolueert uiteraard op dezelfde wijze en aan hetzelfde ritme. Daarom werken alle aandeelhouders samen aan de voorbereiding en organisatie van de exit van de investeerder. Wanneer de exit gebeurt onder de vorm van een volledige verkoop van de onderneming, zullen de andere aandeelhouders – in casu de ondernemer – ook hun aandelen moeten verkopen. Bij een beursintroductie kunnen zij over het algemeen hun avontuur verder zetten samen met de nieuwe aandeelhouders die de vertrekkende VC vervangen.

Het is zeer belangrijk te begrijpen dat VC's investeren in kapitaal en dus volledig delen in het ondernemingsrisico. Wanneer het slecht afloopt, verliezen zij hun volledige investering, maar dit is uiteraard niet hun doel! Als alles volgens plan verloopt, realiseren ze een aanzienlijke meerwaarde op hun investering. VC onderscheidt zich dus duidelijk van bancaire financiering, waarbij het risico, maar ook de verwachte winst, veel kleiner zijn.

De volgende tabel vat enkele essentiële verschillen samen :

	Venture Capital	Bank
Financieringsvorm	Participatie in het kapitaal	Lening
Verwachte winst	Zo hoog mogelijk, onder de vorm van meerwaarde op aandelen bij de exit van de investeerder	De rentevoet van de bancaire markt
Looptijd van de investering	Meestal 3 tot 7 jaar	Kredieten op korte (<1 jaar) en middellange (vaak 3 tot 5 jaar) termijn
Gevraagde waarborg	Geen enkele, behalve enkele beschermingsclausules voor de minderheidsaandeelhouder, die niet betrokken is bij het dagelijks bestuur. Indien het project mislukt, verliest de VC zijn investering.	Een echte waarborg, bv. een persoonlijke borgstelling van de ondernemer of zijn naasten, een hypotheek, inbewaringgeving van effecten, ...
Selectiecriteria	De kwaliteit en het groeipotentieel van het project.	De terugbetalingscapaciteit en de kwaliteit van de geleverde waarborgen.

■ **Financiering aangepast aan het ontwikkelingsstadium van de onderneming**

De VC fondsen en maatschappijen investeren het benodigd bedrag meestal niet in één keer. Ze verkiezen de middelen die nodig zijn voor de ontwikkeling van de onderneming te investeren naarmate tussentijdse doelstellingen gerealiseerd worden. Meestal wordt de levenscyclus van de onderneming hiervoor opgedeeld in verschillende fases en worden de financiële noden opnieuw geëvalueerd aan het einde van elke fase. Elke nieuwe kapitaalinjectie wordt een ronde genoemd. Vaak stijgt het geïnvesteerde bedrag en ook het aantal investeerders bij elke nieuwe ronde.

De ontwikkelingscyclus van een onderneming wordt vaak ingedeeld in vier verschillende fases:

1. De voorbereidings- en lanceringsfase, in het Engels *seed and start-up stages*, waarin vooral het voorbereidingswerk gebeurt (vaak veel O&O en prototype-ontwikkeling) voor de start van de echte commerciële activiteiten.
2. De eerste groeifase, in het Engels *early growth stage*, die bestaat uit de eerste commerciële activiteitsjaren, vaak op beperkte schaal, maar bedoeld om de deugdelijkheid van het project te bevestigen.
3. De snelle groeifase, in het Engels *fast growth stage*, de grootschalige ontplooiing van de onderneming.
4. De volwassen fase, in het Engels *maturity stage*, die kenmerkend is voor bedrijven die een referentie in hun industrie zijn geworden en strijden om aan de top te blijven.

Hoewel VC's actief zijn in elk van deze fases, concentreert deze gids zich voornamelijk op de tweede en derde fase waarop Belgische VC's zich vooral concentreren. De eerste fase wordt meestal gefinancierd door de ondernemers zelf, hun familieleden, *business angels*¹ en een aantal steunmaatregelen van de overheid. De laatste fase wordt dan weer

dikwijls gefinancierd door de onderneming zelf (autofinanciering), banken, beursmakelaars of industriële spelers.

Deze indeling laat ons toe de activiteitenzone van de VC goed in beeld te brengen en deze te vergelijken met andere vormen van financiering zoals in de figuur het overzicht hieronder.

EVOLUTIE VAN DE FINANCIERINGSBRONNEN VAN ONDERNEMINGEN

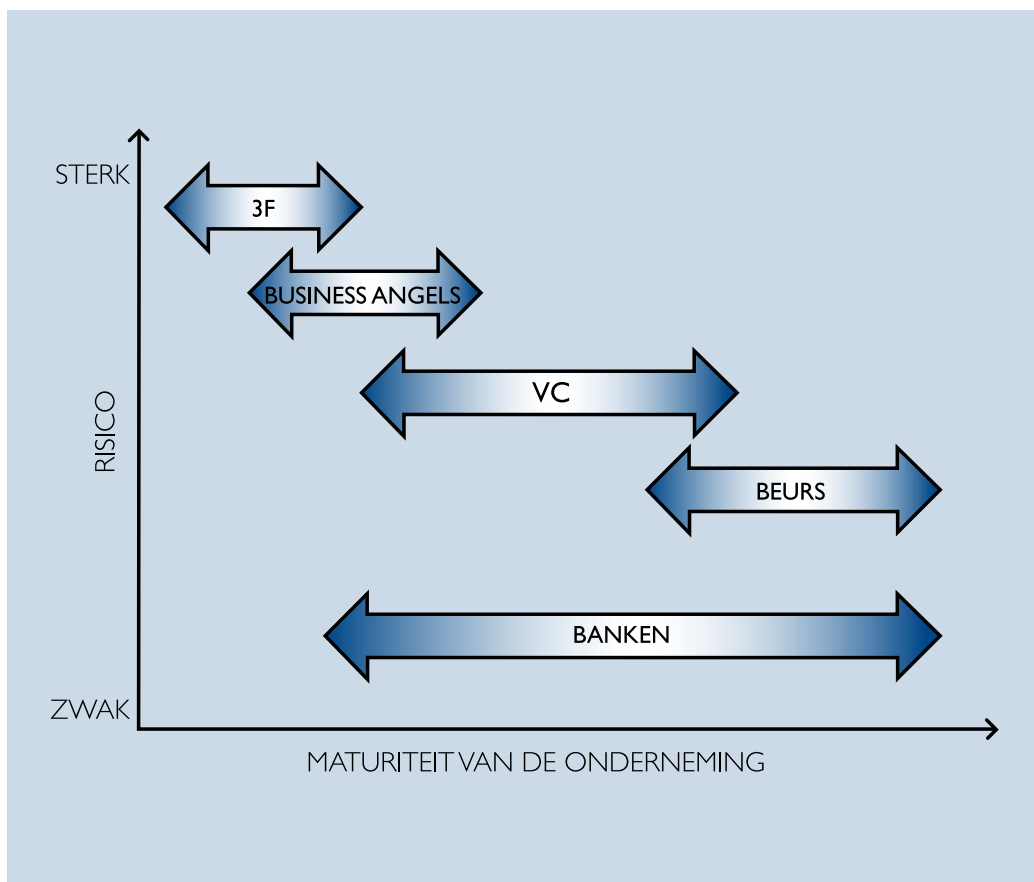
De soorten financiering die beschikbaar zijn voor KMO's kunnen in vier categorieën ondergebracht worden:

- De autofinanciering: dit is het vermogen van een onderneming een operationele cash flow te genereren die haar in staat stelt haar nood aan werkkapitaal en investeringen te financieren. Deze financieringsmethode wordt gebruikt door meer dan de helft van de snel groeiende Belgische bedrijven.
- Kapitaalbreng: dit is alle kapitaalbreng afkomstig van de ondernemers zelf tot en met die van VC's, financiële markten of industriële partners;
- Korte- en langetermijnschulden: dit zijn leningen toegekend door banken, meestal met waarborgen, tegen een rente en met een terugbetalingsplan;
- Subsidies en overheidssteun: dit zijn alle maatregelen getroffen door de overheden om de ontwikkeling van ondernemingen en de creatie van werkgelegenheid te bevorderen.

Indien we enkel kijken naar kapitaalbreng, zijn verschillende bronnen denkbaar die elkaar opvolgen op het ritme van de ontwikkelingsfases van de onderneming. Tijdens de voorbereidings- en de startfase komt het kapitaal van ondernemers, naasten² en *business angels*. Hoewel ondernemers in de eerste fases in sommige gevallen ook een beroep kunnen doen op VC, wordt de hulp van VC's meestal pas ingeroepen tijdens de groeifases. Ook wanneer ondernemingen tot volle ontwikkeling zijn gekomen, kunnen ze nog een beroep doen op VC, maar meestal verkiezen zij verder te gaan via autofinanciering of beursintroductie.

¹ Een *business angel* is een persoon met een aanzienlijk privépatrimonium. Het gaat meestal om een vroeger zeer succesvolle ondernemer of voormalig hoog kaderlid, die een (klein) deel van zijn patrimonium wil investeren in projecten van ondernemingen waarin hij gelooft, waarbij de onderneming kan putten uit zijn ervaring.

De grafiek hieronder geeft de financieringsbronnen aan in functie van de maturiteit van de onderneming:



DE 'EQUITY GAP'

Vooraf tijdens de startfase is het vaak moeilijk voor een ondernemer om investeerders te vinden voor zijn project. Deze situatie, die 'equity gap' genoemd wordt (letterlijk het gat in de financiering via eigen middelen), doet zich vooral voor wanneer het gezochte bedrag te hoog is voor een *business angel* en te laag voor een VC. VC's investeren liever niet in te kleine projecten want ze moeten elke investering beoordelen en opvolgen en dat brengt grote kosten met zich mee, die niet gemakkelijk te recupereren zijn uit een kleine investering. De equity gap kan ook verklaard worden door het feit dat veel financieringsbronnen (waaronder VC) enkel beschikbaar zijn voor bedrijven met een sterke groeiambitie; veel bedrijven willen niet perse groot worden. De beperkte informatie die ondernemingen hebben over investeerders en andersom (men spreekt over de asymmetrie van informatie) versterkt het verschil in perceptie tussen de twee partijen en maakt een overeenstemming tussen vraag en aanbod moeilijker.

Om deze *gap* te overbruggen, hebben enkele VC's, vaak gelinkt aan de overheid, zich gespecialiseerd in relatief kleine projecten.

■ Meer dan alleen geld !

Uit het voorgaande zou u tot de conclusie kunnen komen dat VC's enkel geldleveranciers zijn, maar dat is een veel te beperkt beeld. In feite beschikken de VC professionals ook over veel ervaring inzake de ontwikkeling en de begeleiding van groeiende bedrijven. Deze competenties, samen met hun groot relatienetwerk, stellen hen in staat de ondernemer te begeleiden bij:

- het uitwerken van een ondernemingsstrategie,
- de voorbereiding van de groei van de onderneming,

- het verkrijgen van andere financieringsvormen, wat veel gemakkelijker wordt zodra de kapitaalstructuur van de onderneming versterkt wordt door VC,
- de optimalisatie van de prestaties van de onderneming,
- de professionalisering van het management van de onderneming.

De VC's helpen de onderneming ook door haar te laten profiteren van hun reputatie: de meeste VC's hebben de reputatie een goede neus te hebben en dus kwaliteitsbedrijven te financieren. Hun aanwe-

² Men spreekt vaak van de '3 F', waarmee men bedoelt « Family, Friends and Fools !» (in het Nederlands: familie, vrienden en dwazen). Men spreekt in het Engels ook over community financing of zelfs over love money !

zigheid geeft dan ook een sterk kwaliteitssignaal naar alle partijen die bij de onderneming betrokken zijn, zoals werknemers, leveranciers, klanten, want het is algemeen geweten dat de VC de financiering van de onderneming kan verderzetten wanneer dit nodig is.

De VC is dus een echte partner voor de ondernemer met wie een visie met betrekking tot de groeiambitie en het nemen van risico gedeeld wordt.

■ Venture Capital, Private Equity en hedge fund.

Venture Capital is een onderdeel van *Private Equity* (afkorting PE, in het Nederlands investeringskapitaal), dat een beleggingscategorie is die alle investeringen via eigen middelen in niet-beursgenoteerde bedrijven groepeert. Binnen *private equity* leunen de VC fondsen en maatschappijen dicht aan bij de fondsen die gespecialiseerd zijn in de aankoop van ondernemingen, meestal met behulp van het management, onder de vorm van een *Management Buy-Out*³ (afkorting MBO). Voor institutionele investeerders vormt *private equity* – waartoe dus ook VC behoort – een categorie van financiële activa naast aandelen van beursgenoteerde ondernemingen, obligatieleningen, immobiliën, of andere vormen van geldbeleggingen. De verschillende categorieën financiële activa onderscheiden zich door verschillende risiconiveaus en rendementsverwachtingen. *Private equity* behoort tot de beleggingen met een groter rendementspotentieel en met een groter risico. De belangrijkste investeerders in *private equity* (met andere woorden zij die de PE fondsen financieren) zijn institutionele investeerders en soms overheden of banken en grote ondernemingen, hoewel deze laatste weinig actief zijn in PE in België.

Men mag VC's echter niet vergelijken met *hedge funds* die een volledig andere investeringsfilosofie hebben. Hoewel zowel VC als *hedge funds* activa van derden beheren, zijn hun doelstellingen volledig verschillend. Eerst en vooral investeren VC's enkel in niet-beursgenoteerde bedrijven om hen te helpen groeien, terwijl *hedge funds* investeren in een grote waaier van financiële activa (zoals aandelen, obligaties, opties,...) op verschillende markten met vaak puur speculatieve doelstellingen. Ten tweede investeren VC's op middellange en lange termijn, terwijl *hedge funds* met een kortere investeringshorizon werken, gaande van enkele dagen tot maximaal 3 jaar. Tenslotte nemen VC's actief deel aan het beheer van de onderneming en controleren ze haar activiteiten, terwijl *hedge funds* nooit actief deelnemen aan het beheer van de onderneming omdat ze liever de flexibiliteit behouden om hun investering op elk ogenblik te kunnen verkopen. Om de context en de gewoonten van hun sector te schetsen, hebben de Belgische VC's een gedragscode aangenomen (Engels: *code of conduct*), een charter dat de algemene principes voor de activiteiten van de fondsen vastlegt.

³ Een Management Buy-Out (MBO) is een proces waarbij een management team een onderneming die ze beheert (maar waarvan ze geen controlerende meerderheid heeft), terugkoopt met behulp van kapitaal en schulden die terugbetaald worden met de toekomstige meerwaarden van de onderneming.

DE GEDRAGSCODE VAN DE BELGIAN VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY ASSOCIATION (BVA)

Om het imago van VC te verbeteren en de deontologie van VC te verduidelijken, heeft de BVA een gedragscode met 10 punten opgesteld. De BVA waakt erover dat haar leden deze regels respecteren.

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

⁴ Omwille van de spreiding van het risico komt het zelden voor dat één participatie meer dan 10% van de portefeuille van een VC vertegenwoordigt.

2 | HOE WERKT EEN VENTURE CAPITAL MAATSCHAPPIJ ?

Dit tweede hoofdstuk legt uit hoe een VC fonds of maatschappij werkt en zich organiseert om participaties te selecteren, te begeleiden en tenslotte opnieuw te verkopen.

■ De portefeuillelogica

In het Angelsaksische model is een VC over het algemeen een autonome maatschappij die fondsen investeert in verschillende ondernemingen. Al deze ondernemingen⁴ samen vormen een portefeuille waarvan elk element met zorg is uitgekozen en van nabij wordt opgevolgd. De logica van een VC is natuurlijk in essentie financieel. Door in meerdere ondernemingen te investeren, hopen de VC managers een gemiddeld rendement op hun portefeuille te behalen dat groter

is dan het rendement dat via andere financiële beleggingen behaald kan worden. VC investeringen zijn immers risicovoller dan andere investeringsopportuniteiten, waardoor gemiddeld een hogere risicopremie verwacht wordt.

Dit is moeilijker dan het lijkt omwille van het inherente risico van elke participatie. In een portefeuille zijn slechts 10 à 20 % van de projecten echte succesverhalen, die grote meerwaarden opleveren op het moment van de exit van de investeerder. De andere zijn soms volledige mislukkingen (sluiting of faillissement) of, zoals vaak voorkomt, ondernemingen die nooit echt groeien, waarvan de waarde slechts weinig stijgt en waarbij een succesvolle verkoop van de aandelen dus moeilijk is.

DE 'RETURN ON INVESTMENT' (ROI) DIE EEN VC VERWACHT

Een VC hoopt over de gehele portefeuille een nettorentabiliteit van 15% tot 20% per jaar te bereiken, om haar (institutionele) investeerders een correct rendement te kunnen geven. Om dit gemiddeld rendement te behalen en gezien het aanzienlijk aantal projecten dat mislukt, verwacht een VC a priori van elke investering een veel groter rendement, meestal tussen de 30 en 60% in functie van de maturiteit van de gefinancierde onderneming. Een VC wil dus idealiter de waarde van elke individuele investering met een factor (meestal 'multiple' genoemd) van 3 tot 5 vermenigvuldigd zien op een termijn van 3 tot 5 jaar. Hoewel deze return aangeduid wordt als een jaarlijks rendement, wordt ze niet jaarlijks uitbetaald, bv. als dividend. Het grootste deel van de 'return on investment' wordt immers gerealiseerd bij de exit van de investeerder.

We willen wel nog aanstippen dat VC's vaak een jaarlijkse 'management fee' vragen aan de onderneming, die uitgedrukt wordt als enkele procenten van het geïnvesteerde bedrag. De 'management fee' dient om de kosten van de transactie en de opvolging door de investeerder te dekken.

■ Een grote verscheidenheid aan VC maatschappijen

VC maatschappijen bestaan onder verschillende juridische en organisatorische vormen. Sommigen zijn volledig onafhankelijk, anderen hangen af van de overheid of van grote instellingen zoals banken.

De onafhankelijke, vaak zeer gespecialiseerde VC maatschappijen worden vaak opgericht op initiatief van een VC management team dat één of meerdere fondsen opzet, gefinancierd door verschillende aandeelhouders. Vaak wordt een individueel VC fonds opgezet als een gespecialiseerd investeringsvehikel met een investeringsfocus die in het verlengde ligt van de ervaring van het management team. Elk fonds wordt aan potentiële aandeelhouders voorgesteld als een duidelijk omschreven investeringsproject dat beperkt is in de tijd, meestal 10 jaar. De winst van de exits wordt niet geherinvesteerd in nieuwe projecten, maar verdeeld over de aandeelhouders van het VC fonds.

Andere privéfondsen zijn structureel ingebed in een organisatie zoals een bank of een grote industriële onderneming. Deze zogenaamde *captive* fondsen hebben geen beperkte levensduur, zodat hun portefeuille 'roteert': de meerwaarde van hun exits wordt geherinvesteerd in andere projecten. Dit type fonds komt vaak voor in België, waarbij vooral banken initiatiefnemers zijn.

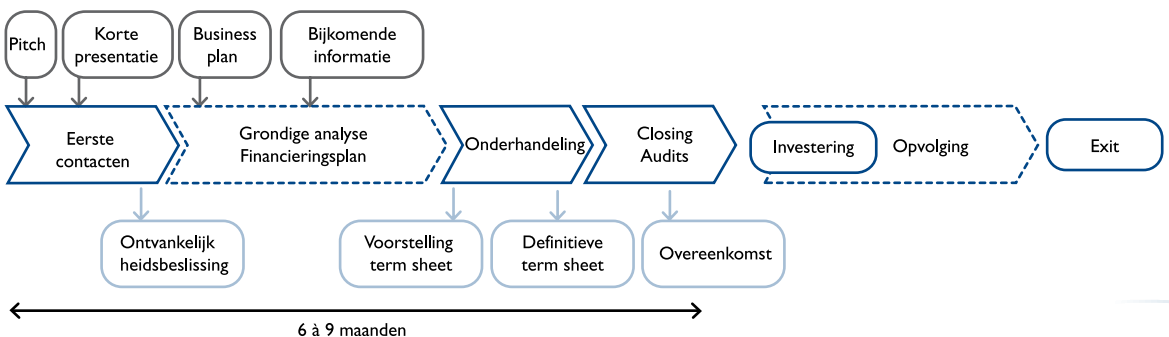
De Belgische regionale overheden hebben ook een aantal fondsen opgericht, als aanvulling op de privé-initiatieven. Overheidsfondsen hebben vaak een iets lagere rendementseis, maar ze stellen uiteraard wel eisen qua locatie en de ontwikkeling van de activiteiten van het bedrijf in hun actieradius. Dit type fonds komt ook vaak voor in België, waar elk gewest beschikt over haar eigen gamma initiatieven inclusief gewestelijke investeringsmaatschappijen of *locale invest*s.

■ Een georganiseerd en zeer systematisch selectieproces

Welke vorm de VC maatschappij ook heeft, ze wordt steeds beheerd door een Raad van Bestuur of investeringscomité (in het Engels *investment committee*) die/dat de investeringsbeslissingen neemt. Investeringscomités worden uitgebreid voorbereid door een analist (in het Engels *investment manager*), die de hoofdcontactpersoon is tussen de onderneming en de VC.

Hoewel elke investeerder zijn eigen regels heeft, volgen de VC's meestal een algemeen verspreid proces dat hieronder wordt samengevat en verder in de gids meer gedetailleerd wordt uitgelegd.

In zijn geheel gezien duurt de beslissingscyclus van een investering meestal 6 à 9 maanden en ziet ze er schematisch als volgt uit:



1. Tijdens de eerste stap komt men in contact met de investeerder. Teveel ondernemers vergeten om zelf initiatief te nemen. Sommigen beperken zich ertoe hun business plan op te sturen en wachten dan tot de investeerder met hen contact opneemt. Dit is zeker niet de meest efficiënte aanpak! De beste manier om in contact te treden met een investeerder is door zijn relatiernetwerk aan het werk te zetten (het strekt immers tot aanbeveling om voorgedragen te worden door een gerespecteerde partij) of deel te nemen aan conferenties, workshops of investeringsfora waar de VC's aanwezig zijn. In dit stadium is het belangrijk dat de ondernemer zijn of haar inspanningen vooral richt op die investeerders waarvan de investeringspolitiek compatibel is met het ondernemingsproject. Daarom moet de ondernemer zich vooraf informeren wat de investeringsstrategie is van de VC, om te voorkomen dat de regels van het spel pas onderweg duidelijk worden!
2. De tweede stap begint met een eerste, korte voorstelling van het project. Wanneer dit goed gaat, volgen meerdere meetings tussen de *investment manager* en de ondernemer om toe te laten elkaar beter te leren kennen. Op basis van deze meetings zal de VC meestal aangeven of dit in principe een interessant dossier is, wat de ontvankelijkheidsbeslissing genoemd wordt. Wanneer deze beslissing positief is, resulteert dit in een *'letter of intent'* en start het grondige onderzoek in een derde fase.

DE EERSTE SELECTIEFILTER VAN DE VC

De VC zal zeer snel beoordelen of een project potentieel interessant is voor het fonds, door de strategische investeringscriteria van het fonds af te toetsen aan het voorgesteld project.

Criteria i.v.m. de algemene investeringspolitiek van het fonds:

- Is het gezochte bedrag in lijn met de investeringscapaciteit van de VC fonds en het minimumbedrag dat het wenst te investeren?
- Is de activiteitensector compatibel met de expertise van het fonds?
- Is de geografische locatie compatibel met de actieradius van het fonds?

Criteria i.v.m. het project:

- Is de eerste indruk van de managementkwaliteiten van het ondernemersteam positief?
- Is de eerste inschatting van de originaliteit en het groeipotentieel van het project positief?

3. In de derde fase wordt het project van de ondernemer grondig onderzocht op basis van het business plan en de bijkomende informatie die de analist zal vragen tijdens zijn analyse. Deze fase wordt vaak de *due diligence* genoemd. Indien het besluit hiervan positief is, gebeurt de eerste bespreking van de hoofdvoorwaarden voor de investering die meestal in een intentie-

brief (in het Engels *term sheet*) verrat worden. Vanaf de eerste selectie van investeringsopportuniteiten of tijdens de analysefase gebeurt het vaak dat een VC wenst samen te investeren met andere investeerders: er wordt een investerings-syndicaat gevormd.

ANALYSE OF EERSTE 'DUE DILIGENCE'

De *due diligence* is de grondige analyse en verificatie van de informatie die is verstrekt door de ondernemer en beslaat alle aspecten van het ondernemingsproject, m.a.w.:

- Evaluatie van het team: verificatie van de motivatie, reputatie en soliditeit van de belangrijkste personen in de onderneming;
- Technische analyse: controle van de technische haalbaarheid en het intellectueel eigendom;
- Analyse van de markt: verificatie van de haalbaarheid en het commercieel potentieel van het project;
- Strategische analyse: discussie over de toepasselijkheid van het business model en over de strategische planning van de onderneming. Vaak leidt deze analyse tot een grondige herziening van het business model – en français le texte dit 'projet d'entreprise';
- Financiële analyse: controle van de huidige financiële toestand van de onderneming, bekrachtiging van de hypothesen voor de prognoses, bepaling van het financieringsplan.

SYNDICATEN VAN MEERDERE INVESTEERDERS

Veel fondsen verkiezen om niet alleen in een onderneming te investeren. Vaak zullen meerdere VC's samen investeren in een onderneming. Men spreekt dan van een 'syndicaat' van investeerders. In dat geval neemt één investeerder, de 'lead investor', de leiding over het syndicaat (waarvan de leden in het Engels *syndicate members* genoemd worden). De lead investor staat in voor de coördinatie tussen de verschillende investeerders onderling en tussen investeerders en ondernemers. Het is zeer belangrijk om zo snel mogelijk een lead investor te identificeren. Indien een ondernemer daar niet in slaagt, loopt het dossier het risico vast te lopen en verliest de ondernemer waardevolle tijd doordat het project opnieuw van A tot Z moet uitgelegd worden aan nieuwe potentiële investeerders.

4. De vierde fase is de onderhandeling van het akkoord tussen de ondernemer en de VC(s) op basis van de *term sheet*. Deze bevat de hoofdvoorwaarden van de investering die later in een gedetailleerde investeringsovereenkomst gegoten worden

5. Zodra er een akkoord is over de hoofdlijnen, is de laatste fase voor de investering de 'closing'. Tijdens deze fase voert de investeerder de laatste formele controles uit – ook 'audit' genoemd – en nemen de verschillende partijen de nodige juridische stappen zoals de aanpassing van de statuten van de onderneming en de opmaak van een investeringsovereenkomst (met daarin een aandeelhoudersovereenkomst) volgens de regels van de kunst.

NB : Rekening houdend met het aanzienlijke werk, nemen deze vijf eerste fases meestal 6 à 9 maanden in beslag. Het is dus belangrijk op tijd te starten!

6. Zodra de investering gerealiseerd is, blijft de investment manager de onderneming natuurlijk volgen. Vaak zetelt hij of zij in de raad van bestuur van de onderneming en geeft hij of zij raad over de financiële en strategische planning. De investment manager zorgt ervoor dat het investment committee en de syndicate members op de hoogte blijven van de evolutie van de onderneming.

7. De wegen van de onderneming en de VC scheiden op het moment van de exit. Dit is uiteraard een gezamenlijke beslissing van alle aandeelhouders van de

onderneming en haar raad van bestuur, waarin het management team en de investeerder vertegenwoordigd zijn. Voor de investeerder gaat het in laatste instantie ook om een beslissing die besproken wordt met het investment committee.

■ Een zeer selectieve filter

De volledige analyse van een dossier vraagt veel tijd, vaak meer dan 2 maanden werk voor de analist belast met het dossier. VC's trachten te voorkomen hun tijd te verliezen met projecten die nergens toe leiden of niet overeenstemmen met hun investeringspolitiek. Ze zijn zeer selectief en aarzelen niet om snel dossiers te weigeren die niet overeenstemmen met hun investeringsstrategie of die hen niet overtuigen.

Het volgende schema schetst deze situatie, die ervoor zorgt dat investeerders maar één of twee procent van de voorgestelde projecten grondig analyseren.



3 | HOE ZICH VOORBEREIDEN ?

Dit derde hoofdstuk heeft als doel om aan te geven wat een ondernemer, die een beroep wil doen op VC, dient te doen. De ondernemer moet eerst een volledig en goed sluitend *business plan* schrijven. Dit document speelt namelijk een centrale rol in de analysefase. De manier waarop het project voorgesteld wordt aan de mogelijke investeerder(s) is echter ook van belang. Vooral een investeerder te kunnen ontmoeten, moeten behalve het business plan zelf nog andere documenten en presentaties voorbereid worden.

Een goede voorbereiding is cruciaal: men krijgt nooit een tweede kans voor een goede eerste indruk!

■ De elevator pitch, één minuut om te overtuigen!

Een *elevator pitch* is een zeer korte introductie van het project door de ondernemer. De naam refereert naar een denkbeeldige ontmoeting tussen een ondernemer en een potentiële investeerder in een lift, waarbij de ondernemer in de korte reistijd een unieke gelegenheid heeft om de investeerder in te lichten over het project. Dit soort korte introductie is vaak een verplicht nummer voor alle ondernemers die hun project willen voorstellen. Jammer genoeg stellen we vast dat te weinig ondernemers de kunst verstaan om hun project overtuigend voor te stellen in een minimum van tijd.

Concreet heeft de *elevator pitch* tot doel om, meestal in minder dan één minuut, de grote lijnen van het project toe te lichten. Het eerste aan te snijden onderwerp is uiteraard de activiteit van de onderneming en de markt vraag waaraan het product of de dienst beantwoordt. Dit is ongetwijfeld het belangrijkste punt van de pitch. Vervolgens is het belangrijk

om zo geloofwaardig mogelijk het project te concretiseren door bijvoorbeeld reële voorbeelden te geven van gekende referenties. Tenslotte wordt het objectief van de ontmoeting toegelicht en het gezochte bedrag en type financiering vermeld.

■ De eerste presentatie: onmogelijk om alles te vertellen!

De eerste formele meeting tussen de ondernemer en de VC zal doorgaans redelijk kort zijn en beperkt worden tot ongeveer een uur. Het is onmogelijk om op zo weinig tijd alles te behandelen... Het is dus essentieel om de juiste boodschappen te selecteren en te onthouden dat dit eerste contact slechts het begin is van een dialoog tussen beide partijen. Om hierin te slagen, raden we aan een korte presentatie voor te bereiden, waarbij twee eenvoudige regels gelden:

- Maximum 10 slides (of dia's of transparanten): het doel is niet het volledige project in alle details voor te stellen, maar om er voldoende van voor te stellen zodat de investeerder geïnteresseerd is om de volgende stap van het proces aan te vatten. Het kan wel handig zijn enkele extra reserve of *back-up* slides voor te bereiden die iets dieper ingaan op belangrijke punten in de presentatie, indien de investeerder bijvoorbeeld specifieke vragen stelt. Elke slide moet een kernboodschap bevatten. De volgende thema's moeten zeker aan bod komen: de *mission statement*, het team, de behoefte van de klanten, de markt of het marktpotentieel, de visie, het *business model*, de gezochte middelen.
- Maximum 20 minuten: zelfs wanneer een uur voorzien is voor de meeting, is het best de presentatie te beperken tot 20 minuten, want het is

⁵ Het business plan wordt meer en meer beperkt tot een groot Powerpoint document (niet te verwarren met de presentatie die gebruikt wordt bij het eerste contact!), aangevuld met bijlagen zoals de resultaten van de marktstudie, de commerciële documentatie en het volledige financieel plan als een excel bestand waar de parameters eenvoudig aangepast kunnen worden, ...

zeer belangrijk zoveel mogelijk tijd over te houden voor de bespreking.

■ Een volledig en professioneel business plan

Het business plan is het centrale document dat als basis dient voor de dialoog tussen de ondernemer en de *investment manager*. Het laat deze laatste toe alle facetten van het project van de onderneming te begrijpen. Het komt zelfs regelmatig voor dat deze dialoog uitmondt in aanzienlijke wijzigingen in het initiële project.

Het business plan is veel uitgebreider dan het financieel plan waarmee het vaak verward wordt. Het is een professioneel document van een dertigtal pagina's⁵ dat een opportuniteit tot waardecreatie beschrijft en de manier waarop een ondernemingsteam het project zal structureren om het te realiseren en uit te voeren binnen een termijn van 3 tot 5 jaar (soms meer in de farmaceutische sector). Het financieel

plan vormt het sluitstuk van het business plan.

Meer dan een document, is het business plan vooral: Een analytisch instrument dat de verschillende variabelen die het succes van de onderneming bepalen, de revue laat passeren: haar team, haar aanbod, de markt, de concurrentie, de marktomgeving in de brede zin van het woord, ... ;

- Een strategisch en operationeel hulpmiddel dat concreet toont hoe alles georganiseerd zal worden door het project op te delen in een aantal goed geïdentificeerde stappen die *milestones* genoemd worden;
- Een financieel instrument, want het bevat een prognose van de resultatenrekening en van de nood aan liquiditeiten;
- Een communicatiemiddel om de partners ervan te overtuigen de middelen aan te reiken waaraan het de onderneming ontbreekt.

VOORBEELD VOOR DE STRUCTUUR VAN EEN BUSINESS PLAN

EXECUTIVE SUMMARY

1. HET TEAM EN DE ONDERNEMING

- Historiek
- Samenstelling van het team en de aandeelhouders

2. DE OPPORTUNITEIT

- De behoefte(n)
- De producten of diensten
- De markt: grootte, groei, segmentatie,...
- De sector: algemene tendenzen, hoofdspelers, directe en indirecte concurrentie, ...

3. DE STRATEGIE

- SWOT analyse
- Het business model
- De positionering
- De *core* activiteit
- De langetermijnvisie

4. HET ACTIEPLAN

- Verkoop- en marketingplan
- Productieplan / productiemethode en logistiek plan
- Onderzoeks- en ontwikkelingsplan (R&D)
- Personeelsbeleid (HR)
- Controle van het beheer en governance van de onderneming
- De ontwikkelingsfasen (of *milestones*)
- Analyse van de risico's en de mogelijkheid hieraan het hoofd te bieden

5. HET FINANCIËEL PLAN

- Previsionele financiële staten: resultatenrekening, balans en cashplanning
- Sensibiliteitsanalyse
- Financieringsstrategie

BIJLAGEN:

- CV van de belangrijkste teamleden
- Commerciële documentatie
- Jaarrekeningen van voorgaande jaren (indien geen startende onderneming)

Er bestaat natuurlijk geen droomproject of –business plan. Een ideaal project voldoet aan de volgende criteria:

- Een eersteklas team: eerlijk, gemotiveerd, volledig geëngageerd in het project (bijvoorbeeld geen deeltijds commitment), vakkundig, flexibel... kortom, het vertrouwen waard!
- Een uniek aanbod, steunend op een duurzaam concurrentieel voordeel en beantwoordend aan een echte nood in de markt
- Een concrete demonstratie van de werkbaarheid van het project, in het Engels: *proof of concept*
- Een marktstudie die wijst op een voldoende grote, groeiende markt die toegankelijk is voor een nieuwe speler
- Een zakenmodel dat snel op grote schaal ontwikkeld kan worden
- Een sterke focus op een goed geïdentificeerde marktische
- De verkoop en de klant moeten centrale elementen van het actieplan zijn
- Focus op een perfect beheerste *core business*
- Een ambitieuze maar realistische visie
- Vooraf vastgelegde ontwikkelingsstadia
- Een realistische risico-analyse met een « plan B »
- Bijzondere aandacht voor het financieel beheer
- Een financieel plan dat berust op een beperkt aantal goed onderbouwde hypothesen
- Een vooraf bepaalde exitstrategie
- De nadruk op de uitvoeringscapaciteit (belangrijker dan de capaciteit de strategische analyse verder te zetten!)
- Zoveel mogelijk gezond verstand en eenvoud bij de uitvoering van de plannen

■ Een zo volledig mogelijke *data room*

Naast de elementen uit het business plan, zal de analist tijdens het proces extra documenten vragen. Om tijd te winnen, raden we aan een reeks documenten over de onderneming te centraliseren op één plaats, de data room (letterlijk de kamer van de gegevens).

Hier vindt men het volgende terug:

- De statuten van de onderneming;
- Het aandelenregister en de aandeelhoudersovereenkomsten;
- De notulen van de raad van bestuur;
- De volledige boekhouding en fiscale aangiften;
- Exacte informatie over de evolutie van het zakencijfer en de staat van prospectie;
- De belangrijkste artikels, analyses, reglementen... die in staat stellen de marktomgeving te evalueren;
- Documentatie over de concurrentie;
- Persberichten over de onderneming en haar managers;
- Octrooien en neergelegde handelsmerken;
- Methodes ontwikkeld en beschreven door de onderneming;
- Contracten met de belangrijkste operationele partners en klanten;
- Dossiers over overheidssteun;
- Krediet- en financieringscontracten;
- Cv's en arbeidsovereenkomsten van de belangrijkste medewerkers;
- De functiebeschrijvingen van de belangrijkste bestaande en aan te werven medewerkers.

DE CONFIDENTIALITEIT

Sommige ondernemers vrezen dat ze door de voorstelling van hun business plan aan een VC het risico lopen dat hun idee 'gestolen' wordt. Deze vrees is echt een fabeltje en wel om twee redenen. Eerst en vooral bevat het business plan zelden strikt vertrouwelijke informatie. Die moet eigenlijk niet opgenomen worden in de documenten die gebruikt worden voor de eerste contacten en kan pas later vrijgegeven worden, na het ondertekenen van een confidentialiteitsovereenkomst. Het is niet realistisch een confidentialiteitsovereenkomst door de VC te willen laten tekenen vanaf het eerste contact, vooraleer de VC zich een ruw idee kan vormen over het project. Ten tweede en zoals ook aangegeven in de gedragscode van de BVA, stimuleert de deontologie de VC's om de informatie ontvangen van één onderneming niet te delen met een andere onderneming. VC's die dit wel zouden doen, zullen vlug hun reputatie schaden. En wellicht is de reputatie van een VC zijn belangrijkste troef op de markt. Die willen VC's dan ook niet kwijtspelen door confidentiële informatie door te spelen naar andere partijen.

■ De rol van externe adviseurs

Tijdens de voorbereiding van een dossier en tijdens de volledige analysefase kunnen ondernemers zich laten bijstaan door specialisten, die we in enkele categorieën kunnen onderbrengen:

- Gespecialiseerde consultants: deze helpen de ondernemer het business plan op te stellen en in contact te komen met investeerders. Ze adviseren bij de onderhandelingen van de *term sheet*. Bij het begin van de opdracht werken ze meestal met een vast honorarium (in het Engels *retainer fee*) en een succespremie (in het Engels *success fee*) gelijk aan enkele procenten van het bedrag dat wordt opgehaald bij investeerders.
- Boekhouders en bedrijfsrevisoren helpen ondernemingen duidelijke jaarverslagen op te maken en spelen soms een belangrijke rol bij de voorbereiding van het financieel plan. Als eerste adviseurs van de onderneming zijn zij vaak goed geplaatst om in te schatten of het voor hun klant interessant is aan te kloppen bij een VC of niet. Hoewel dit type adviseur zeker waardevol is, moet de ondernemer zelf ook goed op de hoogte zijn van de inhoud van zijn financieel plan en de hypothesen waarop het plan gebouwd is. De externe adviseurs nemen trouwens meestal niet deel aan de eerste contacten tussen ondernemer en investeerder.
- Advocaten worden bijna altijd geraadpleegd in de laatste fase van de onderhandelingen, zeker bij de *closing* van de investering en bij het opstellen van de definitieve contracten.
- Overheidsinitiatieven voor hulp aan onderne-

mingen. Over het hele land zijn er verschillende organisaties, gefinancierd door de overheid (zoals bedrijvencentra, innovatiecentra, ondernemerscentra, lokale ontwikkelingsmaatschappijen, ...) die vaak gratis ook een eerste advies kunnen geven over financieringsmogelijkheden, inclusief VC.

Het is uiterst belangrijk dat een ondernemer zijn

partners, inclusief zijn externe adviseurs, zorgvuldig kiest. Een goede adviseur is een specialist die de werking van VC's kent en die een goede reputatie heeft. Het checken van de referenties van een adviseur is dan ook noodzakelijk vooraleer ermee in zee te gaan. In België is het aantal echte VC specialisten nog altijd beperkt en een aantal leerling-tovernaars doet helaas ondernemers en investeerders waardevolle tijd - en geld - verliezen.

VC'S MET ELKAAR LATEN CONCURREREN?

Om goede voorwaarden te krijgen en de machtsverhoudingen tijdens onderhandelingen in balans te houden is er niets beter dan concurrentie! Het is daarom goed dat de ondernemer onderhandelingen opstart met meerdere investeerders, maar dit heeft ook wel zijn beperkingen. De durfkapitaalwereld is namelijk zeer klein. De VC managers ontmoeten en spreken elkaar vaak, dus het komt zeer zelden voor dat compleet verschillende investeringsvoorstellen ontvangen worden. Aan de andere kant is het analyseproces, vooraleer concrete onderhandelingen aan te vatten, zeer lang en zwaar. Dit verschillende keren moeten doorlopen is tijdrovend voor een onderneming en voor het management team. Hou er rekening mee dat alle tijd die gaat naar onderhandelingen met investeerders, verloren is voor de uitbouw van de onderneming. Daarom gebeurt het zelden dat een ondernemer onderhandelt met meer dan drie investeerders of investeringssyndicaten.

Meer dan VC's met elkaar te laten concurreren, is het essentieel een investeerder te vinden die het best past bij de onderneming. De ideale investeerder heeft een investeringsstrategie die overeenstemt met deze van de onderneming en beschikt over relevante ervaring of expertise. De juiste VC identificeren is ongetwijfeld belangrijker dan diegene te vinden wiens financieel aanbod het beste lijkt.

4 | HOE ONDERHANDELEN OVER EEN TERM SHEET ?

Dit vierde hoofdstuk bespreekt de hoofdlijnen van de overeenkomst die de onderneming en de VC zal verbinden. De definitieve overeenkomst moet daarna nog vertaald worden in nieuwe statuten en een aandeelhoudersovereenkomst. Vooraleer hieraan te beginnen, vatten de verschillende partijen de hoofdlijnen ervan al samen in een *term sheet*.

De investering van een VC in een onderneming gaat gepaard met veel veranderingen die op natuurlijke wijze voortvloeien uit zijn positie als nieuwe aandeelhouder. Zoals altijd is het beter om vooraf, nog vóór de realisatie van de investering, duidelijkheid te scheppen over alle modaliteiten.

Elk(e) VC fonds of maatschappij heeft haar eigen term sheet model. Nochtans bestaan er geen standaardcontracten: elke onderneming en elke investeringssituatie is immers uniek. Daarom wordt het standaardmodel steeds aangepast aan de specifieke situatie zodat de definitieve versie van een term sheet telkens zeer verschillend is.

Toch stelt elke term sheet dezelfde fundamentele vragen:

- Wat zijn de financieringsvoorwaarden van de investering?
- Hoe zal de onderneming geleid worden?
- Welke afspraken moeten worden gemaakt met de sleutelfiguren in de onderneming?
- Hoe wordt de exit van de investeerder georganiseerd?

Behalve de pure financiële elementen, waarop in hoofdstuk vijf verder ingegaan wordt, gaat de *term sheet* in op soms zeer gevoelige en emotionele

kwesties. De onderhandeling ervan is des te delica-ter omdat het vaak gaat om het anticiperen op problemen, zelfs crisissen, waarvan alle partijen hopen dat ze zich niet zullen voordoen...

■ De kenmerken van een goede overeenkomst

Uit het voorgaande zou men kunnen afleiden dat het moeilijk is om te onderhandelen met een VC, maar dat is overdreven. De discussie is soms inderdaad technisch, maar de meeste punten zijn een weergave van het gezond verstand en de goede trouw. In elk geval is het belangrijk de kenmerken van een goede overeenkomst voor ogen te houden, met andere woorden:

- Eenvoudig (alles moet begrijpbaar zijn) en bondig (een term sheet is zelden langer dan 6 pagina's);
- Rechtvaardig (geen enkele partij mag zich benadeeld voelen, zoniet start de samenwerking op een slechte basis);
- Eerder gebaseerd op vertrouwen dan op juridische procedures (hoewel deze wel nodig zijn);
- Toepasbaar indien de onderneming in een moeilijk periode zit (zonder aan te zetten tot pervers of afwijkend gedrag).

Deze zeer algemene regels, die ook in vele andere situaties buiten de onderhandeling tussen een ondernemer en een VC bruikbaar zijn, stellen alle partijen in staat te verifiëren of de onderhandelingen goed verlopen.

ENKELE BELANGRIJKE PUNTEN IN EEN *TERM SHEET*

- Structuur van de investering (kapitaal, converteerbare schuld, ...) en aard van de voorrechten of waarborgen toegekend aan de investeerder (in het Engels spreekt men van preferred shares om de aard van de aandelen van de VC aan te duiden)
- De samenstelling en werking van de Raad van Bestuur (RvB)
 - Aantal bestuurders
 - Aanwezigheid van externe bestuurders
 - Eventuele vetorechten (de VC's eisen dikwijls enkele logische veto's)
 - De onderwerpen voorbehouden aan de RvB
 - Verplichte rapportage en controle van de rekeningen
- Het arbeidscontract van de actieve aandeelhouders
 - Vergoeding: vast en variabel, evolutie na verloop van tijd, ...
 - Modaliteiten van de opzegtermijn, met onderscheid tussen het vertrek in vriendschap en in ruzie (in het Engels: *good leaver / bad leaver*)
- De aandelenoptieplannen als motivatie voor sleutelwerknemers die geen aandeelhouder zijn
- De voorwaarden waaronder de initiële waardering aangepast worden
- De confidentialiteits- en niet-concurrentievoorwaarden
 - Omvang
 - Periode
- Regels voor de aan- en verkoop van de aandelen
 - Voorkooprecht: bestaande aandeelhouders krijgen voorrang op nieuwe
 - Meerdere mogelijkheden om de verkoop van aandelen te beperken of in tegendeel te verplichten
 - Voorrang onder de aandeelhouders i.v.m. de wederverkoop van aandelen bij de exit
- Hoe eventuele geschillen te beslechten, meestal een arbitrageclausule

HOE WORDT DE WAARDE VAN EEN ONDERNEMING BEPAALD?

Over het thema van dit vijfde hoofdstuk, de waardering van een onderneming, is reeds heel wat inktevloeid! De waarde bepalen van een jonge onderneming die snel wil groeien, is niet eenvoudig. Aan de ene kant geeft de actuele financiële situatie van de onderneming (die uit de balans blijkt) wel haar geschiedenis maar niet haar toekomstpotentieel weer. Aan de andere kant blijft de realisatie van het potentieel iets hypothetisch, zeker rekening houdend met het grote risico van het project. Toch moeten de VC en de aandeelhouders het eens worden over een waarde om te kunnen bepalen welk percentage aandelen aan de VC wordt toegekend in ruil voor de investering. Eenvoudig gesteld: zelfs als de boekhoudkundige waarde van een onderneming 10 is, kan de economische waarde op bijvoorbeeld 70 geschat worden. In dit geval krijgt een investeerder die 30 investeert slechts 30% ($=30/(70+30)$) van het kapitaal van de onderneming, en niet 75% ($=30/(10+30)$) zoals men verkeerd zou kunnen besluiten indien men louter op boekhoudkundige gegevens zou afgaan.

Het is niet het doel van deze gids om in detail in te gaan op de manier waarop de waardering bepaald wordt. Het definitieve resultaat wordt bovendien nooit op slechts één manier bekomen, maar eerder door een combinatie van verschillende methodes toe te passen. Bovendien is de waarde van een onderneming niet dezelfde als de prijs die een investeerder ervoor wil betalen. De prijs wordt uiteindelijk bepaald door het onderhandelingsvermogen van de partijen!

Technisch gezien en eenvoudig voorgesteld, volstaat het de logica van vier vaak gebruikte waarderings-

modellen te begrijpen:

1. De Netto Actuele Waarde of Net Present Value (NPV)
2. De methode van de vergelijking met gelijkaardige ondernemingen
3. De boekwaarde van de huidige netto-activa, eventueel gecorrigeerd
4. De waardering op basis van de verwachte exitwaarde

■ Methode 1 : De Net Present Value (NPV) of Discounted Cash Flow (DCF) methode

De Net Present Value is de meest gebruikte formule om om het even welk investeringsproject te waarderen en wordt dus bijna altijd door de VC's gebruikt om een onderneming te waarderen. Volgens deze methode hangt de huidige waarde van een onderneming af van de toekomstige geldstromen (in het Engels: *free cash flow*, afgekort *FCF*) die zij zal genereren uit haar activiteiten en die uiteindelijk ten goede zullen komen aan de aandeelhouders. Het volstaat echter niet deze cash flows gewoon op te tellen. Door de tijdswaarde van de tijd (geld verliest waarde met de tijd) zijn cash flows die ver in de toekomst verwacht worden minder waard dan cash flows die binnenkort verwacht worden. Rekening houdend met de rentabiliteitsdoelstelling van de investeerder, worden de toekomstige cash flows geactualiseerd⁶. De waarde van de onderneming is dan de netto geactualiseerde waarde of de som van de geactualiseerde vrije cash flows (in het Engels: *discounted cash flows* of *DCF*).

⁶ Volgens dit principe is de huidige waarde van een euro groter dan die van een euro over een jaar omdat de huidige euro aan een hogere of lagere rente kan belegd worden, in functie van het beleggingsrisico.

De berekening berust op twee elementen:

- De toekomstige vrije kasstromen of FCFs: deze vloeien voort uit het financieel plan van de onderneming. De nettokasstroom van één jaar is het nettoresultaat na belastingen, vermeerderd met de afschrijvingen en verminderd met de investeringen in vaste activa en het vereiste bedrijfskapitaal.
- De actualiseringsvoet (in het Engels: discount rate, afgekort R) stemt overeen met het door de investeerder verwachte rendement, in functie van het risico van het project. Het verwacht rendement varieert tussen 30% per jaar voor mature projecten tot bijna 100% per jaar voor projecten die nog in een zeer voorbereidend stadium zitten.

Indien het business plan goed geschreven en geoptimaliseerd is, zal deze berekening over het algemeen een positief resultaat opleveren en dit des te meer naarmate de gebruikte actualiseringsvoet lager is. Het resultaat stemt overeen met de totale waarde van de onderneming.

We willen wel benadrukken dat de grootste moeilijkheid van deze methode is, dat ze steunt op veel hypothesen die dikwijls moeilijk hard te maken zijn. Het gebruik van spreadsheets zet de ondernemers er dikwijls toe aan niet echt realistische groeihypothesen voorop te stellen door te vertrouwen op wiskundige formules die niets meer met de realiteit te maken hebben.

$$NPV = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FCT_T}{(1+R)^T} = \frac{FCF_1}{(1+R)^1} + \frac{FCF_2}{(1+R)^2} + \frac{FCF_3}{(1+R)^3} + \dots$$

WELKE ACTUALISERINGSVOET GEBRUIKEN ?

Het is uiterst moeilijk om het verwacht rendement correct in te schatten. De risicopremie van groeiprojecten is immers moeilijk te bepalen. Als indicatie kunnen we wel een evolutie van rendementen weergeven, afhankelijk van de ontwikkelingsfase van de onderneming:

- Zaaifase (O&O, prototypeontwikkeling, voorbereidingsfase vóór de aanvang van de commerciële activiteiten): van 60% tot 100 %
- Startfase (eerste commercialisering, vaak verkennend en op locale schaal): van 50% tot 60%
- Begin van de groeifase (meer systematische organisatie en commercialisering met vaak een eerste stap in de richting van internationalisering): van 40% tot 50 %
- Snelle groeifase: van 30% tot 40%

Het verwachte rendement is heel wat hoger dan wat investeerders in beursgenoteerde ondernemingen verwachten. Dit heeft niet alleen te maken met het hogere risico dat gepaard gaat met VC investeringen. Naast het risico dat vergoed moet worden, verwacht de VC ook nog een vergoeding voor de tijd die hij of zij zal spenderen aan het project. Daarbovenop komt een extra verwacht rendement voor het feit dat de VC aandelen verwerft die illiquide zijn, waardoor de exit bemoeilijkt wordt. Illiquide aandelen zijn daarom altijd minder waard dan beursgenoteerde, liquide aandelen. Een laatste factor is het feit dat de VC meestal maar een minderheidsparticipatie heeft, wat altijd moeilijker te verkopen is dan een meerderheidsparticipatie en daardoor de waarde drukt.

■ Methode 2: De vergelijking met gelijkaardige ondernemingen

De waarde van een onderneming kan ook gedefinieerd worden als de prijs waarvoor de onderneming onmiddellijk verkocht zou kunnen worden. Om die te bepalen, zoekt men eerst waarderingen van gelijkaardige ondernemingen (bijvoorbeeld gehanteerd in het kader van een acquisitie of beursintroductie). Van deze ondernemingen berekent men relevante ratio's (of 'multiples' in het Engels), zoals de transactiewaarde ten opzichte van de verkopen, de winst of de cash flow. De waarde van de doelonderneming is dan gelijk aan de verkopen, de winst of de cash flow van de doelonderneming, vermenigvuldigd met de multiple van de referentieondernemingen.

De grootste moeilijkheid bij deze methode is het vinden van vergelijkbare ondernemingen (in het Engels spreekt men van de 'peer group'), dus uit dezelfde sector, met een gelijkaardig business model, met vergelijkbare grootte, ...

De gebruikte multiples zijn erg verschillend en soms zeer sectorgebonden. De meest courante zijn:

- Een multiplier van de verkopen (in het Engels: *Price to Sales Ratio*, afgekort *P/S*);
- Een multiplier van het exploitatieresultaat (in het Engels: *Earnings Before Interests and Taxes of EBIT*).

Men gebruikt eveneens :

- Een multiplier van de nettowinst (in het Engels: *Price Earnings Ratio*, afgekort *P/E of PER*);
- Een multiplier van de boekhoudkundige waarde (in het Engels: *Price to Book*).

Deze methode is zeer interessant omdat ze gebaseerd is op reële markttransacties, maar niet altijd toepasbaar op jonge bedrijven die zich juist door hun jonge leeftijd of hun vernieuwend karakter niet in dezelfde situatie bevinden als de ondernemingen die al een zekere maturiteit bereikt hebben. Soms is de berekening zelfs onmogelijk omdat de onderneming nog onvoldoende verkopen gerealiseerd heeft of nog verlies lijdt. Deze methode kan ook gebruikt worden om de exitwaarde te berekenen omdat business plannen steeds indicaties geven van de verwachte prestaties, zoals verkopen, winst of EBIT, en dient als basis voor de volgende methode.

■ Methode 3: De waardering op basis van de verwachte exitwaarde

De waardering op basis van de exitwaarde is een zeer eenvoudige vorm van NPV die vertrekt van het principe dat de enige geldstroom die de investeerder zal ontvangen, zijn percentage van de waarde van de onderneming op de dag van de exit is. Het volstaat dus zich hierop te concentreren. Om de exitwaarde in te schatten, gebruikt men de methode van de veelvoudige rekening houdend met de toekomstig gerealiseerde verkopen of winst in de veronderstelling dat het project geslaagd is. Op die manier wordt de onderneming (die dan ongetwijfeld een belangrijke speler op zijn markt geworden zal zijn) gemakkelijk vergelijkbaar met andere, gevestigde ondernemingen.

In deze methode wordt eerst de waarde van de onderneming op de dag van de verkoop of beursintroductie berekend. Die waarde wordt dan terugerekend naar de dag van de investering, rekening houdend met het door de investeerder verwachte rendement (zoals voor de NPV).

Volgens deze methode wordt de waarde van een onderneming uitsluitend berekend op basis van de verwezenlijking van de exitwaarde (men gaat uit van de veronderstelling dat de investeerder geen andere inkomsten ontvangt):

$$NPV = 0 + 0 + \dots + \frac{FCF_E}{(1+R)^E}$$

Waarbij:

- E het exitjaar is.
- In de praktijk stemt de noemer $(1+R)^E$ overeen met het globale veelvoud dat de investeerder wil realiseren op zijn investering.

Uiteindelijk moet ook rekening gehouden worden met de eventuele toekomstige extra kapitaalbehoeften die een verwatering van de aandeelhouders zouden teweeg brengen. De waarde van de onderneming, rekening houdend met toekomstige verwatering, kan dan als volgt berekend worden:

$$V = (V_E / M) \times (1 - D\%)$$

waarbij :

- V_E de verkoopwaarde is;
- M het door de investeerder verwachte multiple in geval van succes is;
- D% de verwatering van het kapitaal is die nodig zal zijn om plaats te maken voor nieuwe investeerders vóór de verkoop plaatsvindt.

■ Methode 4 : De netto-activa

In tegenstelling tot de NPV, die gebaseerd is op de toekomst, reflecteert de netto-activa methode het verleden. In deze methode wordt de waarde van

een onderneming benaderd door de boekhoudkundige waarde van het geïnvesteerd kapitaal, verhoogd of verlaagd met de vroegere resultaten en de reserves. Deze waarde kan gecorrigeerd worden door de min- of meerwaarden van activa-posten op te nemen, die (nog) niet in de boekhoudkundige resultaten verwerkt zijn, zoals niet-gerealiseerde meer- of minwaarden op activa, maar ook de niet- of onderbetaling van de actieve aandeelhouders of uitgaven die privé gedragen werden voor de oprichting van de onderneming. Als die laatste belangrijk zijn, spreekt men symbolisch van 'transpiratiewaarde' (in het Engels: sweat value).

Deze waarderingsmethode, gebaseerd op het verleden, geeft natuurlijk vaak lage resultaten en houdt helemaal geen rekening met de toekomstperspectieven van de onderneming. Deze methode kan echter niet genegeerd worden, want het resultaat van deze berekening vertegenwoordigt de waarde van de door de oprichters geïnvesteerde bedragen.

■ De methodes combineren en het resultaat aanpassen

De vier hierboven beschreven methoden, waarop meerdere varianten bestaan, geven meestal een andere waarde voor de onderneming. Indien de uitkomsten ver uit elkaar liggen, dient eerst goed nagedacht te worden over de oorzaken van de verschillen. Op die manier kunnen inconsistenties vermeden worden. Om uiteindelijk tot een inschatting van 'de' ondernemingswaarde te komen, combineren de VC's dan vaak de resultaten van meerdere methodes, door bijvoorbeeld het gemiddelde ervan te berekenen.

■ **Aanpassing van de waarde en 'toevallige' waarden**

Welke waarderingmethode men ook kiest, het waarderen van een niet-beursgenoteerde onderneming blijft tot op zekere hoogte arbitrair. Vragen als wat is de waarde van het werk van een ondernemer, welke ondernemingen zijn vergelijkbaar, welke is de juiste actualiseringsvoet, wat is de verwachte exitdatum en exitmethode, ... dringen zich op. Het komt derhalve zelden voor dat VC's en ondernemers het eens worden over dé exacte ondernemingswaarde. Om de verschillende standpunten dichterbij te brengen, worden er daarom correctiemechanismen gebruikt. Zonder in detail te treden, kunnen we deze opdelen in twee categorieën:

- Afspraken voor de aankoop en verkoop van aandelen tussen ondernemers en VC's aan vooraf bepaalde prijzen, maar met voorwaarden gerelateerd aan de rendabiliteitsdoelstellingen van de VC.
- Waardecorrectiemechanismen naarmate vooropgestelde doelstellingen (zogenaamde '*milestones*') bereikt worden. De waarde kan worden verhoogd of verlaagd in functie van het bereiken van deze doelstellingen.

Er zijn veel combinatiemogelijkheden bij de mechanismen en zij laten toe een waarderingmarge te bepalen, afhankelijk van het feit of de onderneming haar business plan realiseert of niet.

WAT WORDT IN EEN AANDEELHOUDERS- OVEREENKOMST OPGENOMEN?

■ Enkele laatste formele controles

Na de onderhandeling van de term sheet, vragen de VC's dikwijls een formele bevestiging van elementen die tijdens het onderzoek van de onderneming voor waar werden aanvaard, zoals:

- Een audit van de boekhouding en de statuten door een bedrijfsrevisor;
- Een audit van de situatie door een fiscalist;
- Een sociale en juridische audit (verificatie van de belangrijkste contracten met werknemers, partners, klanten en leveranciers) door een advocatenkantoor;
- Een controle van de intellectuele eigendom (octrooiën, merken, domeinnamen, ...) door gespecialiseerde bedrijven.

Ondernemingen die een beroep doen op VC kunnen natuurlijk al veel tijd besparen door zelf professionals de kwaliteit van hun beheer te laten bevestigen. In dat geval kan de formele verificatie door de investeerder zeer snel gaan of zelfs overbodig zijn.

■ De aandeelhoudersovereenkomst

De laatste stap vooraleer de VC zijn fondsen vrijgeeft, is de ondertekening van een aandeelhoudersovereenkomst. Deze heeft een tweevoudig doel. Enerzijds concretiseert ze alle punten van de *term sheet* onder de vorm van een echte overeenkomst. Anderzijds schetst ze het juridisch proces dat doorlopen moet worden om de fondsen te kunnen vrijgeven, zoals bijvoorbeeld een statutenwijziging van de onderneming.

De aandeelhoudersovereenkomst is een essentieel

document, want het bezegelt de modaliteiten van de samenwerking tussen de nieuwe partners en bepaalt exact hun rechten en plichten. Vaak leidt het de onderneming er ook toe betere administratieve en financiële procedures uit te tekenen.

We moeten ook even de volgende, veel voorkomende elementen van een aandeelhoudersovereenkomst benadrukken, want te veel ondernemers onderschatten hun belang:

- De oprichting en organisatie van een Raad van Bestuur met (een) vertegenwoordiger(s) van de investeerder(s), vaak aangevuld met één of meer externe bestuurders die door alle aandeelhouders samen verkozen worden;
- De bepaling van het maximaal bedrag aan investeringen en uitgaven waarover directiecomité en CEO autonoom kunnen over beslissen, of vice versa, het uitgavenbedrag waarboven expliciet de goedkeuring van de Raad van Bestuur vereist is;
- De opstelling van een volledig contract tussen de onderneming en haar management met daarin een duidelijke en exacte bepaling van de functie, bezoldigingen en verbrekingsmodaliteiten van de samenwerking;
- De regelmaat van en transparantie in de financiële rapportering, gebaseerd op vooraf vastgelegde boekhoudkundige regels (m.a.w. het einde van de creatieve boekhoudpraktijken die men in sommige KMO's hanteert);
- Alle eventueel te creatieve of zelfs illegale gewoontes met betrekking tot de bezoldiging van het management en werknemers van de onderneming stopzetten;

- Invoering van stimuli (meestal aandelenoptieplannen, in het Engels '*Stock Option Plan*') voor alle sleutelfiguren in de onderneming.

De overeenkomst, gekoppeld aan de investering door een VC, luidt vaak het einde van een periode in, waarin de oprichters van de onderneming alomtegenwoordig waren en alles autonoom konden beslissen. Hoewel de komst van een investeerder soms gezien wordt als de oorzaak van administratieve

logheid en hoge controle, mag men niet uit het oog verliezen dat rapportering en controle enkel dienen om de goede werking tussen de onderneming en de VC te bevorderen en vooral om ervoor te zorgen dat de onderneming volgens de beste praktijken werkt die nodig zijn om aan het eind van de rit een voor alle betrokken partijen goede exit te kunnen realiseren. Strikte administratieve opvolging en gedegen financiële rapportering helpen om waarde te creëren in een onderneming!

7 | HOE SAMENWERKEN MET EEN VC ?

De relatie tussen de ondernemer en de VC stopt niet op het ogenblik van de investering. In tegenwoordig, de meeste VC's besteden heel veel tijd aan de opvolging van het beheer van de ondernemingen die ze financieren. Ze staan hen bij om zich zo goed mogelijk te ontwikkelen. Men gebruikt dikwijls de Engelse term '*hands on*' om aan te geven dat ze zich gedragen als echte partners. Het is belangrijk te begrijpen dat de begeleiding van de VC's zich voornamelijk situeert op het strategisch en financieel vlak, eerder dan op het dagelijks beleid van de onderneming, dat het domein van het management blijft.

De VC's zetelen bijna altijd in de Raad van Bestuur en hebben daarnaast regelmatig rechtstreeks contact met de CEO of andere sleutelmanagers van de onderneming. Omdat VC's veel ervaring hebben met de begeleiding van groeiende ondernemingen en over het algemeen veel sectorervaring hebben, kunnen ze de onderneming vaak helpen:

- bij de keuze en het opzetten van professionele beheersmethoden, met name wat betreft
 - de *corporate governance* van de onderneming,
 - het opstellen en doen naleven van gezonde budgetten,
 - het ontwikkelen en rapporteren van boordtabellen,
 - ...
- door een relatie aan te knopen met partijen die gespecialiseerde diensten kunnen leveren;
- door synergieën te ontwikkelen met hun andere bedrijven in portefeuille;
- door hen te laten delen in hun relatienetwerk, bijvoorbeeld met grote ondernemingen;

- bij de onderhandelingen voor andere financieringsvormen (banken, overheidssteun, ...);
- bij de voorbereiding van de exitstrategie;
- bij moeilijke beslissingen, door een tweede opinie te geven (in het Engels : *second opinion*);
- door afstand te nemen en een helicoptervisie te ontwikkelen bij strategische beslissingen;
- ...

Dit toont aan dat VC's meer dan alleen maar geld investeren in de ondernemingen die ze financieren. De Angelsaksen spreken dan ook van *smart money* (letterlijk: intelligent geld).

DE PIJLERS VAN DE SAMENWERKING

- Ethiek
- Engagement
- Een gedeelde visie

DE EXIT: HOE VERTREKT DE INVESTEERDER UIT DE ONDERNEMING?

Dit laatste hoofdstuk gaat over het einde van het partnerschap tussen de onderneming en de VC. De exitstrategie is van essentieel belang voor de VC omdat pas dan meerwaarde gerealiseerd kan worden op het geïnvesteerd kapitaal.

Men onderscheidt algemeen vier belangrijke methoden van exit:

- De verkoop van de volledige onderneming aan een andere onderneming, in het Engels aangeduid met *Trade sale*;
- De terugkoop van aandelen door het management, in het Engels: *Buy out*;
- De doorverkoop aan een andere financiële investeerder, in het Engels: *Secondary sale*;
- Een beursintroductie, in het Engels: *Initial Public Offering*, afgekort *IPO*.

De volledige verkoop is het meest eenvoudig en vaakst voorkomend scenario. Het biedt bovendien het voordeel dat het relatief weinig kost om te realiseren en snel uitgevoerd kan worden omdat men maar één koper moet overtuigen, hoewel het gebruikelijk is verschillende kopers in concurrentie tegenover elkaar te plaatsen. Meestal wordt de onderneming gekocht door een concurrent, een leverancier of een klant. Het grootste nadeel van zo'n verkoop is dat dit meestal het einde betekent van het initiële ondernemersavontuur en een zekere ongerustheid veroorzaakt bij de werknemers van het bedrijf. Terwijl de VCs hun participatie wil verkopen, willen sommige ondernemers verdergaan met de ontwikkeling van hun bedrijf.

Een andere optie is de terugkoop van de aandelen van de VC door de ondernemer zelf. Dit kan door

middel van een Management Buy Out (MBO) of de terugkoop van aandelen met behulp van een (gedeeltelijk) krediet dat terugbetaald wordt met liquiditeiten gegenereerd door de onderneming. Een alternatief is dat de ondernemer of investeerder een deel van de aandelen van de onderneming probeert te verkopen aan een andere financiële partner die de VC vervangt. In dat geval spreekt men van een *secondary sale*.

Een beursintroductie of IPO heeft als verdienste een markt te creëren voor de wederverkoop van de aandelen van de onderneming. Indien de marktcondities positief zijn, kunnen de VCs hun aandelen verkopen, terwijl de ondernemers hun aandelen kunnen behouden indien zij dit wensen (de waarde van de aandelen blijft evolueren in functie van de verwezenlijkingen van de onderneming). In dit geval blijven de ondernemers meestal aan het hoofd van de onderneming, waardoor zij opnieuw de controle verwerven over de onderneming. In België kunnen KMO's dankzij de Vrije Markt en Alternext op de beurs genoteerd worden zonder te moeten voldoen aan de vele voorwaarden van de gereguleerde markt zoals Euronext.

Een IPO heeft nog andere positieve gevolgen. Het uitvoeren van een kapitaalsverhoging op de kapitaalmarkten wordt eenvoudiger, waardoor nieuw kapitaal kan aangetrokken worden aan betere voorwaarden dan die van de VC. Met dit geld kan de ontwikkeling van de onderneming verdergezet worden. Een IPO heeft ook tot gevolg dat ook de visibiliteit en de naamsbekendheid van de onderneming groeien of verstevigen.

Alle exitstrategieën zijn a priori mogelijk, maar de

onderneming moet voldoen aan zeer verschillende eisen afhankelijk van de gekozen exit route. Het is daarom belangrijk zo snel mogelijk een exitstrategie te identificeren, maar flexibiliteit blijft natuurlijk nodig. Het is immers onmogelijk om de toekomst perfect te voorspellen!

BASISVOORWAARDEN VOOR EEN EXIT

Trade sale	De onderneming moet aantrekkelijk en gemakkelijk te integreren zijn voor de koper. Het management moet bijvoorbeeld gemakkelijk te vervangen zijn door een team van de koper en de onderneming mag niet teveel contracten of allianties hebben met directe concurrenten van de koper.
Buy-out	De onderneming moet zoveel mogelijk liquiditeiten genereren om een schuld terug te betalen, waarvan het bedrag zo dicht mogelijk bij de verkoopwaarde van de onderneming moet liggen. We raden ook aan enkele fiscale beperkingen op te nemen.
Secondary sale	Twee zeer verschillende scenario's zijn hier mogelijk. In het eerste is de nieuwe investeerder ook een VC en blijven de voorwaarden gelijkaardig. In het tweede investeert een passievere financiële partner, soms een holding, die het potentiële financiële rendement (inclusief dividenden) op lange termijn beoordeelt.
IPO	De onderneming moet aantrekkelijk zijn voor beursinvesteerders en moet idealiter al bekend zijn, beschikken over een goed management team, goede governance regels respecteren, een goed zicht hebben op het toekomstig resultaat en een groeimarge.

9 | CASE I – ABLYNX

Ablynx is een jong farmaceutisch bedrijf, opgericht in 2001 in Gent, dat de onderzoeksresultaten van het VIB (Vlaams Instituut voor Biotechnologie) en de VUB (Vrije Universiteit Brussel) verder ontwikkelt en commercialiseert. Ablynx is gespecialiseerd in de ontwikkeling van 'nanobodies'. Dit zijn nieuwe proteïnen gebaseerd op antilichamen van kameelachtigen, die toelaten nieuwe geneesmiddelen te ontwikkelen tegen o.a. Alzheimer, kanker, trombose en ontstekingen.

Reeds bij de oprichting heeft Ablynx een beroep gedaan op VC: Gimv heeft bij de oprichting €2 miljoen in het kapitaal geïnvesteerd. Met dit bedrag kon Ablynx starten met de exploitatie van de Nanobody techniek. De middelen van de Gimv creëerden ook een hefboomeffect voor O&O subsidies van het Vlaamse Gewest.

Gimv is een durfkapitaalfonds, dat eerst eigendom was van het Vlaamse Gewest, maar tegenwoordig genoteerd is op Euronext Brussel en beschikt over ongeveer 30 jaar ervaring in Private Equity en Venture Capital. Gimv heeft onder andere een team, gespecialiseerd in biotechnologie.

Tussen 2002 en 2006 heeft Ablynx bijna €78 miljoen opgehaald bij verschillende VC's in drie bijkomende investeringsrondes. Bij de eerste van deze drie rondes in januari 2002 hebben Sofinnova Partners SAS (Frankrijk) en Gilde (Nederland) €3 miljoen geïnvesteerd. Bij de tweede ronde, die plaatsvond in april 2004, kon Ablynx investeringsfondsen Alta (USA) en Albingworth (Verenigd Koninkrijk) - twee nieuwe investeerders - maar ook de bestaande aandeelhouders overtuigen om €25 miljoen te investeren. Tijdens de derde ronde in augustus 2006 (toen één

van de grootste deals van het jaar) kon bijna €40 miljoen opgehaald worden bij de bestaande aandeelhouders en twee nieuwe investeerders, KBC en SR One (USA).

Sinds 2003 heeft Ablynx steeds haar inkomsten kunnen verhogen, van €0,1 miljoen in 2003 tot €16,8 miljoen in 2008. Het aantal werknemers is ook exponentieel gegroeid, van 10 medewerkers in 2002 tot 205 in 2008.

In 2007 is Ablynx geïntroduceerd op de beurs van Brussel en heeft de onderneming €85,2 miljoen nieuw kapitaal opgehaald. Dit was toen dé allergrootste beursintroductie van een biotechonderneming in België! Bij de IPO heeft Gimv geen aandelen verkocht, maar in tegendeel geprofiteerd van een aantrekkelijke uitgifteprijs (€7 per aandeel) om haar investering nog te vergroten.

Het dossier Ablynx illustreert perfect dat het voor een onderneming mogelijk is vanaf de seed fase een beroep te doen op VC om enerzijds de benodigde fondsen te verkrijgen voor de voorbereidingsactiviteiten (O&O en prototype-ontwikkeling) en anderzijds te profiteren van de expertise en het netwerk van de VC.

Bron: IPO Prospectus en website van de onderneming

10 | CASE 2 – 4 ENERGY INVEST

4 Energy Invest is opgericht in 2005 en gevestigd in Wallonië. De onderneming is actief in de sector van de hernieuwbare energie. Ze ontwikkelt projecten om niet vervuilde restproducten van houtbewerking om te zetten in energie (elektriciteit en warmte) of brandstof (biomassa). Momenteel heeft 4 Energy Invest twee cogeneratieprojecten, “Amel I” en “Amel II”, in Amel in Wallonie. Uit houtafval van drie andere lokale ondernemingen produceert 4 Energy Invest elektriciteit en warmte, en krijgt daarvoor o.a. groene stroomcertificaten terug. De op deze manier verkregen elektriciteit wordt verkocht aan het net en de warmte wordt verkocht aan houtbewerking-bedrijven in de regio.

Om haar eerste cogeneratieproject “Amel I” te financieren, besloot 4 Energy Invest een beroep te doen op VC. Eind januari 2006 werd KBC Private Equity overtuigd door het project. De investering van KBC Private Equity van €3,478 miljoen heeft 4 Energy Invest in staat gesteld de financiering van haar eerste cogeneratiefabriek “van-hout-tot-energie” af te ronden. Deze installatie is operationeel sinds november 2007.

Eind 2008 wilde 4 Energy Invest een groeistrategie en een diversificatie van de activiteiten nastreven. Drie projecten waren reeds in een ver gevorderd stadium van ontwikkeling, met name de cogeneratieprojecten in Ham (Vlaanderen) en Pontrilas (Verenigd Koninkrijk) die in de loop van 2010 zouden moeten opstarten en een project “groene steenkool” in Amel dat eind 2009 al operationeel zou moeten zijn. Naast deze drie projecten plant de onderneming nog een cogeneratieproject in Duitsland, vergelijkbaar met dat van Ham, en een ander project voor de bouw van drie biogassites in Vlaanderen.

4 Energy Invest was in staat deze projecten te realiseren dankzij de beursintroductie in juni 2008, waarbij €22 miljoen nieuw kapitaal werd opgehaald. We halen nog even aan dat KBC Private Equity momenteel, na de IPO, nog steeds 26% van de aandelen van de onderneming in handen heeft.

Het succesverhaal van 4 Energy Invest illustreert goed hoe een onderneming in de eerste groeifase een beroep kan doen op een VC om haar commerciële activiteiten op te starten. In het geval van 4 Energy Invest is het duidelijk dat alleen een VC in staat was de €3,5 miljoen te investeren die noodzakelijk was voor de start van het project .

Bron: IPO Prospectus en website van de onderneming

CASE 3 – VIVIO

De ViVio Groep is gespecialiseerd in medische publicaties. In 1998 richtten de broers Philippe en Laurent Violon, respectievelijk neuroloog en bedrijfskundig ingenieur, Violon & Violon bvba op. Toen was het hun doel het eerste Belgisch humoristisch medisch tijdschrift « Acta Humoristica » te lanceren.

Om tegelijkertijd de Europese ontwikkeling van « Acta Humoristica » toe te laten en « Ma santé » te lanceren, het eerste 100% Franstalig Belgisch tijdschrift over gezondheid en welzijn, hebben beide oprichters in 1999 besloten een beroep te doen op de Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Brussel (GIMB). Door de investering van €237.000 kapitaal, kon de holding V&V Communication Company sa opgericht worden, die alle aandelen van de bvba bezit.

Door de tussenkomst van de GIMB groeide het zakencijfer van de onderneming, dat enkel voortvloeide uit de verkoop van het tijdschrift « Acta Humoristica » tot €250.000, terwijl de onderneming slechts één halftijdse persoon in dienst had naast beide oprichters.

Het tijdschrift « Ma Santé » werd eind 1999 gelanceerd via een nieuwe dochteronderneming, V&V Publishing nv, waarvan de groep Rossel een jaar later 50% van het kapitaal overnam.

Het tijdschrift « Acta Humoristica » verdween in 2002, als slachtoffer van de crisis in de sector van de professionele medische publicaties. Toch ging de onderneming verder met het ontwikkelen van publicaties over gezondheid voor het grote publiek. Meer

bepaald heeft Vivio haar activiteiten ontplooid in 2 hoofdtaken: de custom publishing (de productie van op maat gemaakte tijdschriften voor rekening van derden) in de Belgische gezondheidssector en de creatie van pedagogische hulpmiddelen voor patiënten zoals handleidingen, bijlagen, strips en websites.

In 2009 had Vivio een zakencijfer van €2,5 miljoen en waren er een twintigtal voltijdse werknemers in dienst.

De GIMB is in 2007 uit ViVio gestapt door haar aandelen te verkopen aan een actieve vennote die commercieel directrice van de ViVio groep is geworden. Dit voorbeeld illustreert dat financiering door een VC niet enkel is weggelegd voor de zogezegde high-tech ondernemingen en voordelen kan bieden voor elke onderneming, in elke sector.

Source : Interview de Laurent Violon

BIBLIOGRAFIE

Enkele werken die u meer kunnen leren:

- **Attracting Investors: A Marketing Approach to Finding Funds for Your Business**
Philip Kotler, Hermawan Kartajaya & S. David Young
John Wiley & Sons (2004)
- **Financing Entrepreneurial Companies: How to Raise Equity as a High-Growth Company.**
Sophie Manigart and Miguel Meuleman
De Boeck & Larcier (2004)
- **Smarter Ventures: A Survivor's Guide to Venture Capital Through the New Cycle**
Katharine Campbell
Financial Times / Prentice Hall (2003)
- **The New Business Road Test: What Entrepreneurs and Executives Should Do Before Writing a Business Plan**
John Mullins
Financial Times / Prentice Hall (2nd Edition, 2006)
- **The Venture Capital Cycle**
Paul Gompers & Josh Lerner
MIT Press (2002)
- **The Venture Capital Handbook: Strategies for Successful Private Equity Investment**
William D. Bygrave, Michael Hay & Jos B. Peeters
Financial Times / Prentice Hall (1999)
- **Venture Capital Handbook. An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital,**
Gladstone David and Gladstone Laura
Financial Times/Prentice Hall (2002)

