

Desinvesteren in venture capital

In het begin van de jaren tachtig werd het plotseling populair om kapitaal te verschaffen aan beginnende ondernemers, die veelal met niet meer dan een idee een bedrijf wilden starten in de high-tech-sector. De risico's voor deze 'venture capitalists' zijn hoog, maar daar staan ook, als het goed gaat, hoge rendementen tegenover. De laatste jaren staat het rendement op venture capital echter onder druk en het is dan ook van belang dat er goede mogelijkheden zijn om de deelneming van de hand te doen. De auteurs zetten deze 'exit'-mogelijkheden op een rijtje en concluderen dat de venture capitalists zich steeds moeten realiseren hoe en wanneer ze hun participatie kunnen verkopen.

D. SCHOENMAKER – K. WERKHORST*

Inleiding

In het afgelopen decennium heeft de verstrekking van risicodragend vermogen aan beginnende ondernemingen een stormachtige ontwikkeling doorgemaakt.

Er bestaat een nauwe relatie tussen de ontwikkelingen op hard- en softwaregebied, biotechnologie en andere high-tech-sectoren enerzijds en de opkomst van venture capital-financiering anderzijds. Venture capital-financiering vindt zijn oorsprong in de Verenigde Staten aan het eind van de jaren zeventig, maar is daarna ook naar Nederland overgewaaid. In Nederland heeft de overheid zich actief bewogen op deze markt, met onder meer de instelling van de Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen in 1981 en de oprichting van de MIP in 1982.

Inmiddels is het enthousiasme voor deze vorm van financiering enigszins geluwd. Veel ideeën bleken minder geschikt voor commerciële toepassingen en als er wel goede ideeën waren, werden deze op vele plaatsen tegelijk ontwikkeld, zodat in een later stadium er onverwacht grote concurrentie bleek te ontstaan. Na de koersval op de effectenbeurzen in 1987 bleken beleggers ook minder snel bereid om te investeren in projecten met grote risico's.

Rendementsontwikkeling

Deze ontwikkelingen zijn terug te vinden in het aanbod van venture capital en in de behaalde rendementen. In de Verenigde Staten is naar deze ontwikkelingen onderzoek verricht door Sahlman¹. Gebleken is dat het aanbod van venture capital aldaar na 1982 explosief is gestegen (zie figuur 1). Ook buiten de Verenigde Staten heeft zich deze ontwikkeling voorgedaan.

Het is interessant om na te gaan waartoe dit grote aanbod leidt. Sahlman heeft daartoe gekeken naar de samenstelling van de rendementen in de Amerikaanse venture capital-branche.

Onderzoek naar de resultaten van de portefeuilles van 29 venture capital-fondsen leverde het volgende beeld op:

in de periode 1965-84 was de mediaan van het rendement 26%, bij een spreiding tussen 6% en 55%. Voor venture capitalists die tussen 1975-80 van start gingen, bedroeg de mediaan van het rendement 44%, bij een spreiding tussen 23% en 55%. Geen enkel fonds leed dus verlies.

Wanneer dit rendement nader beschouwd wordt, blijkt echter dat een groot deel er van is gerealiseerd dank zij een beperkt aantal zeer succesvolle participaties (zie figuur 2). Bijna de helft van de waarde van de portefeuilles wordt gevormd door nog geen 7% van het aantal participaties.

Sahlman heeft op twee wijzen onderzocht op welke wijze een rendement van 35% mogelijk zou blijven.

Wanneer verondersteld wordt dat venture capitalverschaffers 30% van het vermogen verschaffen bij een rendementseis van 35% per jaar en na 7 jaar hun participatie willen verkopen, is het bij de investeringen van de afgelopen jaren noodzakelijk dat de waarde van de participaties toeneemt tot \$ 410 miljard, meer dan de helft van de marktkapitalisatie van de NASDAQ, de Amerikaanse over-the-counter-markt. Deze verwachting is niet realistisch.

De tweede mogelijkheid voor een rendement van 35% is om uit te gaan van het aantal zeer succesvolle participaties. Onder de veronderstellingen dat 30% van de participaties succesvol is en dat 20% van de participaties 80% van de waarde oplevert, komt Sahlman tot de eis dat hiertoe 390 'big hits' (zeer succesvolle participaties), met een gemiddelde waarde van \$ 497 miljoen nodig zijn. Eind 1988 bestonden er in de VS slechts 812 bedrijven met een marktwaarde die groter of gelijk aan dit bedrag was. Ook hier geldt dus dat de gestelde rendementseis niet haalbaar is.

Rendementsdaling, verscherping van de concurrentie en uittreding van minder goede venture capital-fondsen is dan ook zeker te verwachten. De professionaliteit van de

*Bovenstaand artikel is gebaseerd op een studie door twintig studenten van het financieel-economisch dispuut Pecunia van de Erasmus Universiteit. De auteurs hebben meegewerkt aan deze studie.

1. W.A. Sahlman, *The changing structure of the American venture capital industry*, presentatie voor de National Venture Capital Association, 11 mei 1989.

verstrekker van venture capital zal moeten toenemen. Het onderscheid tussen goede en slechte venture capital-verschaffers zal groter worden. Ook is er een andere bedreiging in de vorm van gespecialiseerde individuen, die een bemiddelende functie vervullen. Zij beschikken over contacten en netwerken, vanuit hun eigen arbeidsverleden, die hen in staat stellen snel de goede projecten op te sporen. Deze investeerders worden ook wel 'informal investors' genoemd.

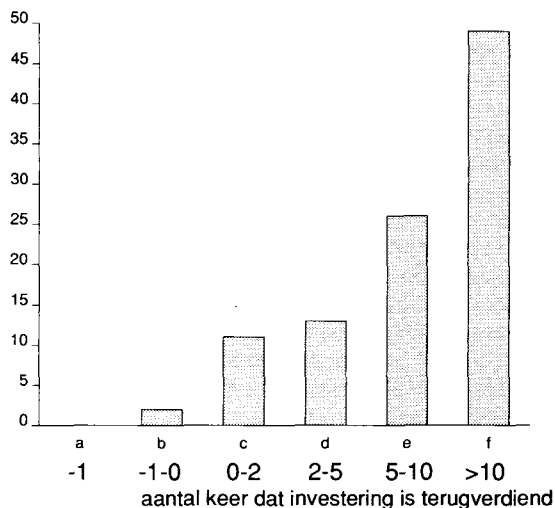
Nu het dus niet waarschijnlijk lijkt dat de hoge rendementen in de venture capital-bedrijfstak gehandhaafd kunnen blijven, zal de aandacht zich naar verwachting verplaatsen naar mogelijkheden om het geïnvesteerde kapitaal te gelde te maken. Deze verwachting vormde de achtergrond van een studie naar de wijze waarop venture capital-verschaffers hun participaties kunnen verkopen². Deze verkoop wordt ook wel de exit genoemd. Hieronder zullen de verschillende exit-mogelijkheden worden besproken.

Rendementsrealisering

In het financieringsproces bij venture capital en in de ontwikkeling van de gefinancierde bedrijven, de ventures, is een aantal fasen te herkennen: de startfase, de groeifase en de volwassenheidsfase. In de startfase leeft er bij een beginnende onderneming alleen nog een idee. Financiering is nodig voor verder onderzoek en verdere produktontwikkeling. In de groeifase is er reeds sprake van produktie

Figuur 2. Verdeling van de resultaten over het aantal onderzochte ventures¹

deel totale waarde portefeuille

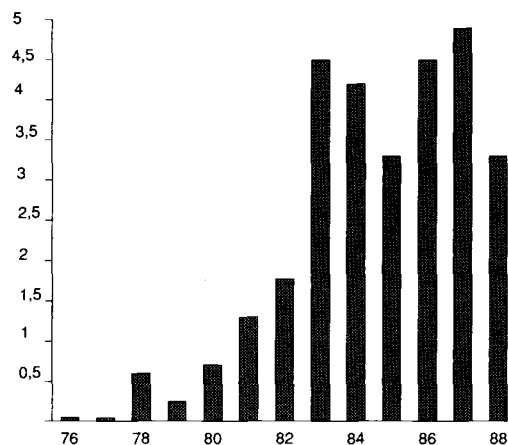


1. Onderzoek tussen 1969 en 1985 onder 383 ventures die een investeringsbedrag vertegenwoordigen van \$ 245 mln. en een totale waarde van \$1049 mln.

- 11,5% van de ventures waarop een verlies is geleden ter grootte van de investering.
- 23% van de ventures waarop een verlies is geleden ter grootte van een gedeelte van de investering.
- 30% van de ventures waarop een winst is gemaakt ter grootte van 0-2 keer de investering.
- 19,8% van de ventures waarop een winst is gemaakt ter grootte van 2-5 keer de investering.
- 8,9% van de ventures waarop een winst is gemaakt ter grootte van 5-10 keer de investering.
- 6,8% van de ventures waarop een winst is gemaakt ter grootte van meer dan 10 keer de investering.

Bron: *Venture capital yearbook 1988*, Venture economics, Wellesley.

Figuur 1. Investerings in venture capital in de Verenigde Staten, 1976-1988 (miljarden \$)



Bron: *Venture capital yearbook 1988*, Venture economics, Wellesley.

en een ondernemingsplan. In de volwassenheidsfase heeft een bedrijf zich gevestigd in een bepaalde markt.

Het benodigde vermogen wordt niet in één keer aan bedrijven verstrekt, maar er zal na elke fase worden bezien in hoeverre nieuwe financiering plaats zal vinden, welke andere vermogensverschaffers er bij worden betrokken en eventueel of de participatie zal worden beëindigd. Naarmate een onderneming zich verder ontwikkelt, verandert de risico- en rendementsstructuur voor de kapitaalverschaffers. Elke financieringsronde kent daarmee zijn eigen exit-mogelijkheden en zijn eigen investeerders; van venture capitalists in de startfase tot bij voorbeeld pensioenfondsen in de volwassenheidsfase.

Wanneer de exitmogelijkheden voor de venture capitalist in relatie worden gebracht met de ontwikkelingsfasen van een venture, ontstaat het beeld dat in de start- en groeifase de exitmogelijkheden inkoop door het bedrijf en liquidatie van belang zijn en in de volwassenheidsfase de exits overname, onderhandse verkoop, buy-out en beursintroductie.

Inkoop door het bedrijf

In het contract tussen venture capitalverschaffer en bedrijf is vaak een 'redemption'-clausule opgenomen, die de venture capitalist of het bedrijf het recht geeft om na een aantal jaren de aandelen in het bedrijf te verkopen c.q. te kopen. Wanneer de venture capitalist het recht heeft om zijn participatie tegen een vastgestelde prijs aan het bedrijf terug te verkopen, is er sprake van een put-optie op de waarde van het bedrijf. Wanneer het bedrijf het recht heeft de aandelen van de venture capitalist terug te kopen, is er sprake van een call-optie. De venture capitalist zal zijn optie uitoefenen als het bedrijf wel redelijk draait, maar geen sterke groei meer vertoont. Het bedrijf zal zijn aandelen willen terugkopen als de geschatte waarde van het aandeel hoger is dan de uitoefenprijs van de optie.

Liquidatie

Wanneer een bedrijf zich slecht ontwikkelt, zal de venture capitalist trachten zijn verliezen zoveel mogelijk te

2. *Exit-mogelijkheden bij venture capital financiering*, Rapport Pecunia studiereis 1989, Erasmus Universiteit Rotterdam.

bepersen door liquidatie van het bedrijf. Het succes van een venture capital-verschaffer wordt immers door twee factoren bepaald: de venture capitalist moet trachten te investeren in bedrijven met een zo hoog mogelijke opbrengst en hij moet de verliezen bij slecht renderende projecten tijdig stopzetten. Liquidatie van een participatie sluit verdere verliezen uit.

Overname

Wanneer de met venture capital gefinancierde onderneming de volwassenheidsfase heeft bereikt, is verkoop aan een andere onderneming een exit-mogelijkheid. Uit het onderzoek is gebleken dat hierbij de koper meestal een grotere onderneming binnen dezelfde bedrijfstak is. Belangrijke motieven voor overname zijn de voordelen die voort kunnen komen uit het marketing- en distributiesysteem van de overnemende onderneming en van gezamenlijke R&D-activiteiten. Doordat de venture in zo'n geval zelf geen marketing- en distributiesysteem hoeft te ontwikkelen, is de overnemende onderneming dikwijls bereid meer te betalen voor de venture dan deze op zou brengen via andere exits. Een andere belangrijke reden daarvoor is de zeggenschap. Bedrijven die andere bedrijven overnemen, zijn niet geïnteresseerd in een deelneming, maar in de meerderheid van de aandelen. Door een overname is men verzekerd van de zeggenschap, via de beurs is dit veel moeilijker te realiseren.

Deze factoren maken dat de overname veelal de aantrekkelijkste exit-mogelijkheid is. In de Verenigde Staten is gebleken dat de overname dan ook het meest gekozen wordt, tenzij er sprake is van een zeer gunstig beursklimaat.

Onderhandse verkoop

Een onderhandse verkoop van aandelen onderscheidt zich van de vorige exit-mogelijkheid doordat het nu de verkoop aan beleggers in plaats van aan ondernemers betreft. Een venture capitalist kan zijn participatie verkopen aan institutionele beleggers en particulieren, maar ook aan andere venture capital-fondsen, die als beleid hebben om pas in latere financieringsronden toe te treden.

Er is gebleken dat deze exit vaak gekozen wordt als een beursintroduktie niet mogelijk is. De belemmeringen voor beursintroduktie kunnen gelegen zijn in de grootte van het bedrijf (niet in staat om een stabiele groep aandeelhouders te binden en om de kosten van introductie en notering te dragen), de toelatingseisen van de beurs, de belangstelling bij het publiek en eenzijdigheid van produkten en/of van klanten. Deze laatste belemmering houdt in dat een bedrijf slechts één succesvol produkt maakt of één klant heeft die verantwoordelijk is voor een groot deel van de omzet. Daar veel ventures wel met één of meer van deze belemmeringen te maken hebben, is een goed functionerende onderhandse markt van groot belang.

Buy-outs

In tegenstelling tot de exit inkoop door het bedrijf is het bij de buy-out niet de onderneming, maar het management van het bedrijf dat de aandelen terugkoopt van de venture capital-verschaffer. Buy-outs zal men vooral aantreffen in sectoren waar op korte termijn geen ingrijpende investeringen nodig zijn en waar sprake is van hoge en constante cash-flows, ten einde de rentelasten op te brengen van leningen die meestal worden afgesloten voor de koop van aandelen. Een dergelijke situatie zal zich voordoen wanneer de venture een stabiel bedrijf is geworden, dat echter te klein is voor beursintroduktie of onderhandse verkoop. Een bedrijf in deze situatie wordt in venture capital-land aangeduid met 'living dead'. Venture capital-verschaffers zien er geen hoge rendementen meer in, terwijl het bedrijf wel levensvatbaar is en derhalve aantrekkelijk voor het

management. Een en ander geeft al aan dat deze exit zeker niet de meest voor de hand liggende is.

Beursintroduktie

Wanneer een venture de volwassenheidsfase heeft bereikt en kan voldoen aan de geschreven en ongeschreven (zie bij Onderhandse verkoop) eisen voor toelating, dan is beursintroduktie een geschikte exit-mogelijkheid. De belangrijkste voordelen zijn dat de mogelijkheden voor het aantrekken van vermogen in de toekomst worden vergroot en dat de aandelen beter verhandelbaar worden. Daarnaast wordt de naamsbekendheid van het bedrijf groter.

Beursintroduktie is, zeker in de Verenigde Staten, een tijdrovend en kostbaar proces. Hierin schuilt ook het gevaar van beursintroduktie bij venture capital: de kans bestaat dat het management van een venture dermate graag naar de beurs wil, dat er veel tijd gestoken wordt in de voorbereidingen hiervoor, terwijl de voor een jong bedrijf zeer belangrijke ontwikkeling van (nieuwe) produkten naar de achtergrond verdwijnt. Ook plegen de kosten van introductie en notering een aanslag op de cash-flows. Na de koersval van 1987 blijkt dat deze exit-mogelijkheid in de VS sterk aan belang heeft ingeboet.

Over de exit-mogelijkheden die hier beschreven zijn, worden slechts zelden van te voren afspraken gemaakt tussen financier en ondernemer. Er is immers van te voren nauwelijks te zeggen hoe een beginnend bedrijf zich zal ontwikkelen. Van exit-strategieën zal op voorhand dan ook nauwelijks sprake kunnen zijn. Wel is van belang dat een venture capital-verschaffer zich bewust is van de mogelijkheden die hem ter beschikking staan in de verschillende fasen en omstandigheden van een venture. In geval van overname door een ander bedrijf en onderhandse verkoop is een doorzichtige marktstructuur van groot belang. Gezien de rendementsontwikkeling in de laatste jaren is de verwachting dat het belang van goede exit-mogelijkheden sterk zal toenemen.

Samenvatting en conclusies

In de afgelopen jaren is er veel geld geïnvesteerd in venture capital. Gebleken is dat de hoge rendementen die met deze investeringen zijn behaald slechts te danken zijn aan een kleine minderheid van de participaties. Op basis van het geïnvesteerde kapitaal in de afgelopen jaren in de Verenigde Staten is voorspeld dat rendementsdaling in de venture capital-bedrijfstak onvermijdelijk is en dat er veranderingen in het aanbod plaats zullen vinden.

De manieren om participaties te gelde te maken zullen in de toekomst dan ook meer aandacht verdienen. Als mogelijkheden zijn in de start- en groeifase van een venture de inkoop door het bedrijf en de liquidatie geschetst. De exit-mogelijkheden in de volwassenheidsfase zijn overname, onderhandse verkoop, buy-out en beursintroduktie. De exit wordt zelden van te voren vastgelegd. Vanwege de te verwachten veranderingen in de venture capital-wereld is het echter noodzakelijk dat een kapitaalverschaffer zich op elk moment bewust is van de mogelijke exits.

**Dirk Schoenmaker
Klaas Werkhorst**