

# Ventures en venture-kapitaal

DRS. H. H. VAN DER KOOGH\*

In de Verenigde Staten is het ter beschikking stellen van venture-kapitaal aan beginnende ondernemers vrijwel uitgegroeid tot een aparte bedrijfstak. De financiers beperken zich niet tot het verstrekken van kapitaal, maar staan de beginnende ondernemer met raad en daad ter zijde bij het oprichten van de onderneming, het verrichten van marktonderzoek, het verstrekken van adviezen op allerlei terrein, het aantrekken van geschikte managers bij uitbreiding e.d. Het op deze wijze financieren van ventures is niet alleen van groot belang voor de beginnende ondernemer, het kan ook de kapitaalverschaffer die over de vereiste ervaring en deskundigheid beschikt, dikwijls een zeer hoog rendement op het geïnvesteerde kapitaal opleveren. In dit artikel wordt beschreven wat zich op de „venture markt” afspeelt. Volgens de auteur kan het beleggen in ventures nog een veel verdere vlucht nemen aangezien het te verwachten is dat allerlei technische ontwikkelingen nog zeer veel nieuwe, innoverende ondernemingen zullen doen ontstaan.

## Inleiding

Bedrijfseconomisch gezien wordt het begrip „venture” gebruikt voor uiteenlopende ondernemingsactiviteiten die alleen een (vermeend) verhoogd risico en/of het aanvangen van een nieuwe activiteit gemeen behoeven te hebben. In dit artikel zullen we onder een venture verstaan een nieuw opgerichte onderneming die voornamelijk gefinancierd wordt door speciaal voor dit doel bestemd kapitaal. Een venture wordt geacht als zodanig beëindigd te zijn indien:

1. de onderneming op de openbare kapitaalmarkt een vorm van eigen vermogen emiteert en daarmee een beursnotering verkrijgt;
2. de onderneming geheel of grotendeels wordt overgenomen door een andere entiteit;
3. de onderneming failliet gaat, geliquideerd wordt of op andere wijze ophoudt te bestaan.

Aangezien de financiering van deze ventures voor ons centraal staat zullen we de levensloop van een succesvolle venture weergeven aan de hand van elkaar opeenvolgende financieringsronden. In elke financieringsronde worden door de onderneming nieuwe aandelen verkocht, bij een succesvolle venture tegen steeds hogere koersen. De oprichters/managers van de onderneming verkrijgen hun aandeel meestal in de eerste ronde voor een minimaal bedrag.

In de VS staan deze financieringsronden bekend als:

- „*seed financing*”: aan de beginnende ondernemer(s) wordt een relatief bescheiden bedrag ter beschikking gesteld ten einde een idee verder te ontwikkelen (meestal alleen op papier) en de levensvatbaarheid ervan te bewijzen;
- „*start-up financing*”: de financiering ten behoeve van de feitelijke ontwikkeling van het produkt en de initiële marketing ervan. In dit stadium zal de onderneming de belangrijkste managers aangetrokken hebben, heeft zij voldoende marktonderzoek verricht en is het ondernemingsplan gereed. Zij heeft haar produkten nog niet op commerciële basis verkocht;
- „*first stage financing*”: het kapitaal dat nodig is om op commerciële schaal het fabricageproces en de marketing op gang te brengen;
- „*second stage financing*”: dit betreft voornamelijk het werkkapitaal ter financiering van de debiteuren en voorraden van de onderneming die inmiddels duidelijk vooruitgang moet hebben geboekt, maar nog niet winstgevend behoeft te zijn;

- „*third stage financing*”: bestemd voor een aanmerkelijke uitbreiding van de omzet. De onderneming zal nu winst maken of op het punt staan dit te gaan doen. Het kapitaal wordt gewoonlijk door het gehele bedrijf heen aangewend, met een accent op productie-uitbreiding;
- „*fourth stage (bridge) financing*”: de overbruggingsfinanciering voor de onderneming die verwacht binnen een jaar aandelen op de kapitaalmarkt te kunnen plaatsen.

Het zal voor zich spreken dat niet elke venture al deze stadia zal doorlopen. Soms heeft men zijn zaken al zodanig voorbereid dat men direct van een start-up financing kan spreken, vaak worden de first, second of third stage financing gecombineerd, en van tijd tot tijd is het beursklimaat voor nieuwe emissies dusdanig gunstig dat de meeste ventures zeker de fourth stage, en vaak ook wel de third stage financing overslaan en in een zeer vroeg stadium naar de markt komen. Andere ventures worden als venture overgenomen.

Een niet succesvolle venture komt zelden voorbij de first stage — en meestal niet eens voorbij de start-up financing. Indien de onderneming het verder heeft gebracht is het daarin geïnvesteerde kapitaal meestal dusdanig dat naar andere oplossingen dan een faillissement wordt gezocht. Hierover later meer.

De periode waarover deze financieringen gespreid zijn loopt van venture tot venture sterk uiteen en kan variëren van minder dan twee jaar tot meer dan tien jaar. Wel kan men stellen dat deze periode, met name voor de belangrijke technologiesector, in de loop der jaren steeds korter wordt.

Het opzetten en financieren van ventures speelt zich vrijwel uitsluitend af in de VS, waar het bijna uitgegroeid is tot een aparte bedrijfstak. We zullen ons in het hiernavolgende dan ook beperken tot hetgeen zich daar afspeelt. Achtereenvolgens zullen we de volgende onderwerpen behandelen:

- historisch perspectief;
- groei, omvang en samenstelling van de „venture markt”;
- waarom succesvol?;

\* De auteur is stafmedewerker beleggingen bij Robeco en Rolinco.

- het aandeel van de technologie;
- management van venture-fondsen.

### Historisch perspectief

Het begin van het financieren van ventures met speciaal daarvoor bestemd kapitaal ligt in 1958. Voor die tijd werden nieuwe ondernemingen voornamelijk opgericht met familiekapitaal of opgericht door andere ondernemingen. In 1958 werd het mogelijk om op basis van de Small Business Investment Act een Small Business Investment Corporation (SBIC) op te richten. Onder bepaalde voorwaarden, waaronder de verplichting een aanmerkelijk deel van het kapitaal te beleggen in kleine ondernemingen, werden een SBIC een aantal aantrekkelijke faciliteiten geboden, zoals:

- de mogelijkheid tegen zeer aantrekkelijke rentetarieven leningen op te nemen tot vier maal het eigen vermogen;
- de achterstelling van deze leningen bij alle andere schulden;
- het niet persoonlijk aansprakelijk zijn voor deze leningen;
- een aantal belastingtechnische voordelen.

De SBIC's die toen opgericht werden belegden maar een beperkt gedeelte van hun kapitaal in echte ventures en een groter deel in al langer bestaande kleinere ondernemingen. Toch kunnen we hierin wel het begin van de „venture capital industry” herkennen aangezien professionele managers nu gestructureerd beginnen te zoeken naar veelbelovende ventures.

In latere jaren zijn de SBIC's zich meer en meer gaan toeleggen op ventures en ook nu nog bestaat de mogelijkheid (ook voor buitenlands kapitaal!) om een SBIC op te richten. De SBIC's die de laatste jaren zijn gestart worden vrijwel uitsluitend gebruikt als venture-beleggingsinstrument. Op zich is het SBIC-programma zeer succesvol geweest, met name voor de Amerikaanse overheid; de verliezen op verstrekte leningen vallen in het niet bij de belastingopbrengsten die de hiermee gecreëerde ondernemingen direct en indirect genereren. Toch zijn de SBIC's niet de belangrijkste factor geworden op de markt voor venture-kapitaal; dat zijn momenteel de z.g. „private partnerships.”

In de tweede helft van de jaren zestig zien we de oprichting van de eerste partnerships en daarmee ook het begin van de „moderne” venture capital industry zoals we die nu kennen. Deze private partnerships die uitsluitend investeren in ventures werden opgericht omdat:

- de overheidsbemoeding in de SBIC's soms als storend werd ervaren;
- vele managers van de SBIC's vonden dat zij niet voldoende gecompenseerd werden voor hun werk met alleen een salaris en soms een bonus;
- het financieren van ventures het aantrekkelijkste rendement leek te bieden.

Voor een doorsnee private partnership geldt dat men de participanten in twee groepen in kan delen. De eerste groep verschaft vrijwel het gehele kapitaal, maar houdt zich niet bezig met de selectie van de ventures die gefinancierd zullen worden. De tweede groep investeert slechts een minimaal bedrag in het partnership maar is geheel verantwoordelijk voor de selectie van de te financieren ventures en voor het verdere management van het partnership. Voor deze diensten krijgen zij elk jaar een compensatie die gewoonlijk  $\pm 3\%$  van het totale vermogen bedraagt.

Het partnership wordt aangegaan voor een periode van 8 tot 12 jaar, waarvan de eerste 2 à 3 jaar worden gebruikt om het gehele kapitaal te beleggen en de resterende periode bedoeld is om de ventures de gelegenheid te geven zich te ontwikkelen. Na deze 8 tot 12 jaar wordt het partnership geliquideerd op een dusdanige wijze dat, na terugbetaling van het initieel gestorte kapitaal, 80% van de meeropbrengst naar de kapitaalverschaffers gaaten 20% naar de managers. Dit kan in de vorm van contanten zijn, maar zal veelal ook pakketten aandelen in, hopelijk inmiddels aan de beurs genoteerde, ondernemingen betreffen. Het zal duidelijk zijn dat de managers bij deze opzet zeer grote belangen hebben bij het succes van het partnership. Hoewel de laatste jaren gebleken is dat deze formule zeer succesvol kan zijn, hebben de meeste partnerships van het eerste uur een groot aantal moeilijke jaren te verwerken gekregen.

Aan het einde van de jaren zestig en ook nog in de periode 1970-1972 was het beursklimaat voor beginnende ondernemingen dusdanig „oververhit” dat er nauwelijks behoefte was aan venture-kapitaal aangezien zelfs start-up-situaties al direct op de beurs aandelen konden uitgeven tegen waarderingen waarmee geen venture-kapitalist kon wedijveren. Het einde hiervan werd ingeluid door de verhoging van de belasting op kapitaalwinsten in 1969 en kwam definitief tijdens de beursdebatte van 1973-1974 waarin vele van deze prille en/of speculatieve ondernemingen meer dan 75% van hun koerswaarde verloren.

Nu waren er vele ventures te financieren tegen zeer aantrekkelijke waarderingen maar ontbrak het de venture-kapitalisten aan kapitaal, aangezien bijna niemand meer bereid was nieuw kapitaal voor ventures te bestemmen. Dat deze situatie inmiddels veranderd is zal bekend zijn, maar ten einde duplicering te voorkomen zullen we de redenen hiervoor in de volgende paragraaf behandelen.

### Waarom succesvol?

Na de jaren 1974 tot 1977, waarin de belangstelling voor ventures praktisch nihil was, begon in 1978 de echte bloei van de venture capital industry. Dit werd veroorzaakt door een aantal factoren waarvan de belangrijkste waren:

- de verlaging in dat jaar van de belasting op vermogenswinsten van 49% tot 28% (sinds 1981: 20%);
- de afzwakking van de in 1974 ingestelde z.g. „prudent man rule” die het sommige institutionele beleggers erg moeilijk maakte in risicovolle beleggingen te participeren;
- het spectaculaire succes van een aantal in het begin van de jaren zeventig opgerichte venture-ondernemingen zoals: Amdahl, Advanced Micro Devices, Computervision, Federal Express, Cray Research, Prime Computer, Tandem Computer e.a.

Vooraf dit laatste punt is erg belangrijk geweest. Niet alleen omdat daardoor een groter aantal verschaffers van kapitaal geïnteresseerd raakte, maar vooral ook omdat potentiële beginnende ondernemers zagen hoe geweldig groot de financiële resultaten van het succesvol opzetten van een venture-onderneming voor hen konden zijn.

Hoe belangrijk deze factoren ook waren voor de omslag van het klimaat voor ventures, op zich zouden zij niet tot de explosieve groei geleid hebben die we sindsdien hebben gezien. Daarvoor zijn vooral ook de volgende punten van wezenlijk, van meer fundamenteel belang.

1. *Het bestaan van een efficiënte en meestal liquide „over-the-counter”-markt* waarop de succesvolle venture, relatief gemakkelijk en vaak tegen aantrekkelijke koersen, aandelen kan emitteren. Het belang hiervan kan nauwelijks worden overschat. Deze mogelijkheid om aandelen aan het publiek te verkopen zorgt ervoor dat de financiering van een nog steeds snel groeiende onderneming in de post-venture-periode veilig gesteld kan worden, aangezien dit vaak bedragen vergt die de mogelijkheden van de oorspronkelijke financiers te boven gaan. Dat dit ook van belang is voor de slagvaardigheid van een onderneming in zijn venture-periode spreekt voor zich!

Het tot stand komen van een waardering (koers) van de aandelen is van groot belang ten einde inhoud te geven aan de waarde van de opties op aandelen die meestal aan de belangrijkste medewerkers van een venture-onderneming zijn verstrekt. De mogelijkheid om door middel van verkoop van aandelen op de beurs een deel van de „papieren” winst om te zetten in contanten is voor de oprichters van belang, aangezien deze potentiële winst voor hen waarschijnlijk één van de belangrijkste drijfveren tot het oprichten van de onderneming zal zijn geweest. Voor de venture-kapitalist is dit van nog groter belang, aangezien deze winst zijn enige doel is geweest en de op deze wijze verkregen contanten eventueel opnieuw kunnen worden geïnvesteerd in nieuwe ventures.

2. *Opties op aandelen.* Dit is een veel gebruikt en zeer succesvol instrument om na de start-up-periode belangrijke mensen aan te trekken en andere werknemers te motiveren. De hypothetische waarde van een aandeel in de onderneming (meestal gesteld op de koers van de laatste financieringsronde) is dan meestal al dusdanig hoog dat het voor het gemiddeld individu niet mogelijk is

een aanmerkelijk aantal aandelen in de onderneming te kopen. Door aan deze personen het recht te verlenen op een in de toekomst liggende datum een bepaald aantal aandelen te kopen tegen de nu geldende hypothetische waarde, bereikt men een tweeledig doel. In de eerste plaats wordt de motivatie zeer groot om van de onderneming een succes te maken, aangezien de waarde van de opties vele malen het jaarsalaris zal kunnen gaan bedragen. In de tweede plaats bewerkstelligt men dat deze mensen voor de onderneming blijven werken, aangezien het optie-recht meestal vervalt bij het verlaten van de onderneming. Wanneer men daarbij telt dat dit voor de werknemers belasting-technisch een aantrekkelijke vorm van „inkomen” is en men bedenkt dat de opties op zich geen directe kosten met zich brengen, — wel een meestal bescheiden vorm van winstverwating in de toekomst — ligt het succes en belang van dit instrument voor de hand. Dit geldt met name voor de beginnende onderneming waarbij succes tot relatief erg grote procentuele koersstijgingen kan leiden.

3. *Risicospreiding.* Van belang is dat een venture-belegger in de VS in een korte periode een groot aantal verschillende beleggingen kan doen. Hij spreidt daarmee zijn risico en kan daardoor per individuele venture-financiering een groter risico lopen.
4. *Bereidheid risico te nemen.* De gemiddelde Amerikaan lijkt duidelijk meer bereid te zijn de risico's te lopen die het beginnend ondernemerschap nu eenmaal met zich brengt dan b.v. de gemiddelde Europeaan. Dit is op zich niet zo vreemd aangezien men risico's nooit los mag zien van de potentiële opbrengsten en die liggen, zeker na belasting, in de VS aanmerkelijk hoger!

Van deze vier punten is de „over-the-counter”-markt het belangrijkste. Zonder een dergelijke „post-venture” doorgroeimogelijkheid is een efficiënte venture-industrie nauwelijks mogelijk.

#### Groei en samenstelling van de markt van venture-kapitaal

De beste indicator van de belangstelling voor ventures is het jaarlijks voor dit doel bijeengebrachte nieuwe kapitaal (in mln. dollars):

1969	171	1976	50
1970	97	1977	39
1971	95	1978	570
1972	62	1979	319
1973	56	1980	910
1974	57	1981	1.300
1975	10	1982	1.800

Bron: Venture Capital Journal.

Momenteel wordt geschat dat het totaal in ventures geïnvesteerd vermogen ca. \$ 8,5 mrd. bedraagt. Wat de „marktwaarde” hiervan is, gewaardeerd tegen de koers van de laatste financieringsronde of de inmiddels tot stand gekomen beurskoers, is onbekend. Deze zal echter aanmerkelijk hoger uitkomen. Ongeveer 55% van dit vermogen is afkomstig van de private partnerships en 25% van de SBIC's.

Tabel 1. Procentuele samenstelling van de investeringen in ventures naar financieringsstadium, over 1982

Seed financing	2
Start-up financing	18
Onbepaalde vroege financieringen	20
Eerste-fase-financiering	40
Second stage financing	29
Latere financieringen	31
Latere-fase-financiering	60
	100

Momenteel maken de eerste-fase-financieringen met 40% een relatief erg groot deel uit van de totale financieringen (zie tabel 1). Dit komt enerzijds doordat er vanaf 1978-1981 een groot aantal nieuwe venture-ondernemingen is gestart die lang nog niet allemaal aan latere financieringsronden toe zijn en anderzijds doordat het gunstige beursklimaat een deel van de latere-fase-financieringen doet omzetten in directe emissies op de beurs.

Tabel 2. Procentuele samenstelling van de investeringen in ventures naar industrietaak

Communicatie	10
Computers en daaraan gerelateerd	42
Andere elektronica	14
Biogenetica	3
Medisch	6
Energie	6
Industriële automatisering	3
Industriële producten	4
Consumentgericht	5
Andere	7
	100

Uit tabel 2 wordt onmiddellijk duidelijk hoe overheersend de elektronica en de daaraan verwante technologie is. De eerste drie sectoren trokken alleen al 66% van de investeringen tot zich en indien men deze zelfde technologische componenten uit de andere sectoren zou lichten komt men op een percentage van meer dan 80%! We zullen daarom het aandeel van de technologie nader beschouwen.

#### Het aandeel van de technologie

Bij de start van een venture-onderneming heeft men uiteraard een schatting van de potentiële afzetmarkt voor de producten. Deze schattingen liggen meestal tussen de \$ 200 en \$ 400 mln. Dat deze markten in de praktijk vele malen groter kunnen blijken te zijn of helaas in het geheel niet bestaan spreekt voor zich.

Grote, gevestigde ondernemingen blijken afzetmarkten van een dergelijke omvang meestal niet erg interessant te vinden. Wanneer deze markten dan ook nog worden gekenmerkt door snelle veranderingen van b.v. producten, fabricagetechniek, of marketing en distributie is het voor een grote onderneming meestal extra moeilijk om daarop te opereren.

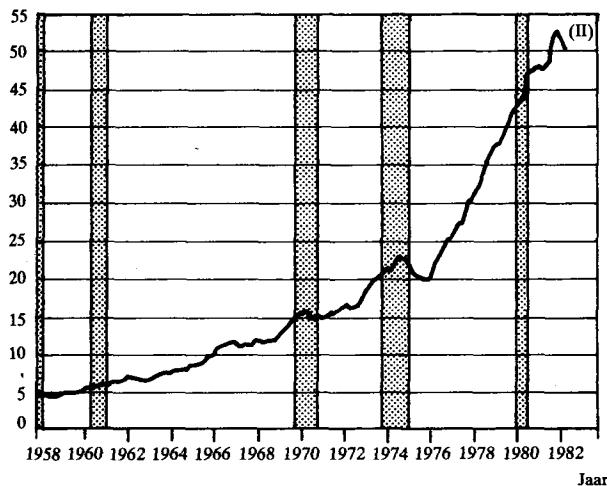
Het zal duidelijk zijn dat de zeer snel veranderende wereld van de technologie, die producten voortbrengt waarvoor zelden bij voorbaat zeer grote markten te voorspellen zijn, de plaats is waar venture-ondernemingen de meeste kans van slagen hebben. Zo heeft een nieuw op te zetten technologie-onderneming geen bestaand cliëntenbestand van gebruikers van haar producten. Deze onderneming kan de nieuwste technologieën en de meest geavanceerde componenten gebruiken bij het ontwerp van een nieuw product. Een bestaande onderneming die reeds vergelijkbare producten van een vroegere generatie verkoopt, zal hiermee rekening moeten houden aangezien haar cliënten zonder al te veel problemen moeten kunnen overschakelen naar de nieuwe producten. Hierdoor wordt het ontwerpproces aanmerkelijk gecompliceerder en zal zelden voor de optimale oplossing kunnen worden gekozen. Deze problemen worden nog vergroot doordat de snelheid waarmee zich nieuwe technologische ontwikkelingen voordoen, nog steeds toeneemt.

Ook voor een venture-onderneming op technologiegebied geldt tegenwoordig dat zij zeer snel zal moeten opereren. Men ziet momenteel dat de meeste echt succesvolle technologie-ventures ernaar streven binnen anderhalf jaar na oprichting en/of start van de produktontwikkeling met hun producten op commerciële schaal op de markt te komen. Dit wordt vergemakkelijkt doordat er met name in Californië een complete infrastructuur tot stand is gekomen om deze ondernemingen te helpen. Zo kan en wordt veelal het gehele productieproces en het testen van de producten aan daarin gespecialiseerde ondernemingen uitbesteed en heeft een beginnende onderneming niet meer nodig dan een gehuurd kantoor en een goede marketing-manager!

De technologie-ventures betreffen overigens slechts zeer zelden het ontwikkelen van geheel nieuwe, revolutionaire, technologische vindingen. Men legt zich toe op het ontwikkelen van nieuwe, veelal op produktiviteitsverhoging gerichte producten met toepassing van de laatste nieuwe, door anderen ontwikkelde technologieën. Vooruitgang op puur technologisch gebied is voornamelijk afkomstig van grotere ondernemingen (met name de halfgeleiderfabrikanten) en de universiteiten. Er zijn vele redenen waarom technologie zo'n groot aandeel van de totale venture-financiering betreft maar de belangrijkste ervan is wel dat de vraag naar technologische producten zeer snel groeit (zie de figuur).

**Figuur. Zakelijke bestedingen aan technologisch hoogwaardige uitrusting**

In mrd.  
dollars  
van 1972



Bron: Bureau of Economic Analysis.

### Management van venture-kapitaal

Het management van venture-kapitaal is uitgegroeid tot een aparte professie. De ervaren venture-kapitalisten zijn aanmerkelijk meer dan alleen de verstrekkers van kapitaal. Zij staan hun venture-onderneming dag en nacht bij met het geven van adviezen omtrent het oprichten van een onderneming, zij helpen marktonderzoek te plegen en marktsegmenten af te bakenen, zij brengen de ondernemers in contact met de juiste personen, zorgen voor rechtskundige adviezen, goede accountants en wat zeer belangrijk is: nieuwe managers voor de uitbreidende onderneming. Door hun uitgebreide netwerk van contacten zijn zij bovendien vaak goed in staat de potentiële concurrentie te volgen. Kortom, de venture-kapitalist werkt zeer nauw samen met de ondernemers, hoewel het in principe de bedoeling is dat deze laatste de zeggenschap over de onderneming houden.

Uit het bovenstaande blijkt wel dat het voor een beginnende ondernemer van veel belang kan zijn met de juiste groep van venture-kapitalisten in zee te gaan. De steun van een goede venture-kapitalist is vaak van veel meer belang dan de koers die de ondernemer van deze venture-kapitalist krijgt voor de aandelen. Veel ventures mislukken o.a. omdat de ondernemer bij een onervaren of onbetekende venture-kapitalist aandelen heeft geplaatst, alleen omdat deze bereid was er een relatief hoge koers voor te betalen. Men ziet duidelijk dat de meest veelbelovende ventures naar de meest ervaren venture-kapitalisten gaan.

Een venture-kapitalist krijgt gewoonlijk zeer veel verschillende plannen voorgeschoteld, waarvan een groot deel direct wordt afgewezen. Aan de resterende plannen wordt erg veel vooronderzoek besteed ten einde de haalbaarheid ervan te schatten. Vóór alles staat de beoordeling van de potentiële ondernemers zelf; immers, zij zullen in staat moeten zijn de onderneming in al haar facetten op te bouwen, zij zullen daarvoor de eerste jaren 80 tot 100 uur per week moeten werken en bijna een obsessie moeten hebben er een succes van te maken. Gemiddeld gesproken wordt niet meer dan  $\pm 5\%$  van alle voorgelegde plannen ook daadwerkelijk gefinancierd, terwijl dit voor een succesvolle venture-kapitalist nog aanmerkelijk lager kan liggen.

Een venture-financiering wordt pas enigszins attractief indien de venture-kapitalist over een periode van ca. 7 jaar ten minste een potentiële opbrengst van 10 maal zijn investering mag verwachten. Dit is een minimum voor een relatief laag risico; voor hogere risico's worden progressief hogere opbrengsten geëist.

Met uitzondering van de seed financing zal een venture-kapitalist het te financieren bedrag zelden alleen beschikbaar stellen. Hij spreidt zijn risico door andere venture-kapitalisten hierbij uit te nodigen, terwijl hij op zijn beurt weer deelneemt in venture-financiering van anderen. Op zich blijft hij wel de eerstverantwoordelijke

voor het volgen en bewaken van de venture-onderneming.

Dit bewaken is een serieuze zaak. De venture-kapitalist wordt geacht in te grijpen indien er zich wezenlijke problemen voordoen. Hij zal dit echter alleen doen indien de problemen corrigeerbaar lijken en indien er al een substantieel bedrag in de onderneming is geïnvesteerd (gewoonlijk pas na de first stage financing). Daartoe zal hij zonodig zelfs zo ver gaan de oprichters/managers te vervangen, waarvoor hij vaak één of meer ervaren managers beschikbaar heeft. Indien er echt diepgaande problemen zijn ontstaan, is het met name voor een technologie-onderneming zelden meer mogelijk alsnog de originele plannen te verwezenlijken. Men probeert dan orde op zaken te stellen ten einde een overname van de onderneming te bewerkstelligen, aangezien er meestal wel iets van waarde is gecreëerd.

Het totale belang dat de venture-kapitalisten in een venture verwerven, loopt sterk uiteen en is afhankelijk van tal van factoren. Alleen als indicatie kan men stellen dat na de derde financieringsronde de aandelen voor 2/3 deel in handen zijn van de financiers en de rest in bezit is van het management. Dit is exclusief de opties die aan (nieuw aangetrokken) managers zijn verstrekt.

### Hoe aantrekkelijk is het financieren van ventures geweest?

Zeer aantrekkelijk. Wat de ervaren professionele venture-kapitalisten betreft kan men momenteel ongeveer de volgende opstelling maken:

- 10% van de ventures gaan failliet. Dit is opvallend laag;
- 35% is niet succesvol, maar brengen eens het geïnvesteerde bedrag weer op;
- 35% is succesvol, en geeft een gemiddelde opbrengst van 30% per jaar;
- 20% is zeer succesvol, en geeft een rendement dat nog vele malen hoger ligt.

De goed geleide venture-partnerships die in het begin van de jaren zeventig zijn gestart en nu nog niet geliquideerd zijn, laten een gemiddelde jaarlijkse waardeverhoging zien van  $\pm 30\%$  per jaar. De goede venture-partnerships die aan het einde van de jaren zeventig werden opgericht laten een gemiddelde jaarlijkse waardeverhoging zien van 40% en meer!

### Slot

Het succes van ventures in de VS wordt veroorzaakt door een complex van elkaar aanvullende factoren die alle van wezenlijk belang zijn. Wanneer één of meer van deze factoren afwezig zijn is het erg moeilijk een levensvatbare venture capital industry op te bouwen. Dit is de reden dat ondanks de aanmoediging van vele regeringen tot nu toe buiten de VS nergens op grote schaal successen zijn geboekt.

Wat zijn de toekomstverwachtingen? Op dit moment is er erg veel kapitaal voorhanden om in ventures te beleggen, hetgeen de waarden ervan omhoog brengt en het potentiële rendement vermindert. Dit zal echter een korte-termijnverschijnsel zijn. Op langere termijn is de situatie zonder meer positief. We staan niet alleen aan het begin van het ontstaan van geheel nieuwe bedrijfstakken als biotechnologie, „robotics”, artificiële intelligentie e.d., maar de technologische revolutie zal ook zeer veel nieuwe innoverende ondernemingen en ondernemingsvormen laten ontstaan in reeds bestaande bedrijfstakken. We kunnen hierbij met name denken aan financiële dienstverlening, educatie, energie, informatie en amusement.

H. H. van der Koogh