

VENTURE CAPITAL VOOR VROUWGELEIDE BEDRIJVEN: EEN MARGINAAL FENOMEEN?

**ANALYSE VAN GENDER FUNDING GAP BIJ VENTURE CAPITAL
IN VLAANDEREN.**

Aantal woorden: 13.815

Liana De Vlieger en Joyce Lefevere

Stamnummer: 01602369 en 01602077

Promotor: Prof. Rudy Aernoudt

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van:

Master in de handelswetenschappen: finance en risicomanagement

Academiejaar: 2019-2020

VERTROUWELIJKHEIDSCLAUSULE

PERMISSION

Ondergetekenden verklaren dat de inhoud van deze masterproef mag geraadpleegd en/of gereproduceerd worden, mits bronvermelding.

Naam student:

Naam student:

Liana De Vlieger

Joyce Lefevere

ABSTRACT

Het onderzoek heeft als doel na te gaan of er sprake is van een gender funding gap in Vlaanderen. Eerdere onderzoeken tonen aan dat vrouwgeleide ondernemingen slechts een kleine fractie van de venture capital (VC) investeringen ophalen. Zowel met kwantitatieve als kwalitatieve gegevens wordt er een antwoord op de onderzoeksvraag 'Is er een gender funding gap binnen VC in Vlaanderen?' geformuleerd.

Als eerste werd een kwantitatief onderzoek uitgevoerd aan de hand van een dataset met alle VC-investeringen in Vlaamse ondernemingen tussen 1 januari 2010 en 31 maart 2020. Ook werd een kwalitatief onderzoek gevoerd op basis van vijf interviews met managers en partners aan het hoofd van diverse investeringsfondsen. Binnen het kwantitatieve onderzoek werd gebruik gemaakt van een zeer ruime definitie voor een vrouwgeleide onderneming. Een vrouwgeleide onderneming werd gezien als een onderneming waarbij er op het moment van de investering minstens één vrouw aanwezig was binnen het oprichtingsteam of actief was binnen het managementteam of zetelde in de raad van bestuur. Het statistische onderzoek levert geen significant antwoord op de hoofdonderzoeksvraag. Uit de interviews werd wel duidelijk dat er zeker een gender funding gap bestaat in Vlaanderen. De geïnterviewden gaven vooral aan heel weinig investeringsvoorstellen te ontvangen die geleid werden door een vrouw. Gezien er weinig vraag is van vrouwelijke ondernemers naar VC, is het ook moeilijk voor VC-investeerders om in deze ondernemingen te investeren. Dit onderzoek kan verder uitgebreid worden door het hanteren van een engere definitie 'vrouwgeleid', ook kan de evolutie doorheen de jaren verder onderzocht worden.

PREAMBULE

Zelf afstuderen in tijden van COVID-19 belet ons niet om dit onderzoek te finaliseren gezien de beperkte impact. Universiteit Gent bood ons snel de mogelijkheid om de nodige databases te raadplegen zonder verplaatsing naar de faculteit. Ook de mogelijkheid om gesprekken te voeren via communicatiemiddelen als Zoom en Microsoft Teams maakte het mogelijk om de interviews te doen plaatsvinden, weliswaar op afstand.

Deze preambule werd in overleg tussen de studenten en de promotor opgesteld en door beiden goedgekeurd.

WOORD VOORAF

Met het schrijven van deze masterproef finaliseren wij, Liana De Vlieger en Joyce Lefevere, onze studie Master of Science in de Handelswetenschappen: finance- en risicomangement. Het was een leerrijk proces waarbij we de kans kregen om interessante inzichten te verwerven in de venture capital-industrie. Via dit voorwoord willen wij ook de kans nemen om enkele personen te bedanken die elk op hun eigen manier een bijdrage leverden tot het eindresultaat.

Allereerst willen wij onze promotor, professor Rudy Aernoudt, bedanken om ons de mogelijkheid te bieden ons te verdiepen in het onderwerp. Dankzij zijn kritische begeleiding, aanbevelingen en contacten hadden wij de mogelijkheid een gericht onderzoek te voeren.

Daarnaast bedanken we ook Luc Kindt, Wouter Winnen, Katrin Geyskens, Katleen Vandersmissen en Eline Talboom voor het vrijmaken van hun kostbare tijd om ons te woord te staan tijdens de interviews. Verder ook een woord van dank aan de heer Pierre Demaerel die de tijd nam om ons een inzicht te verwerven in het Belgische venture capital landschap en ons interessante bronnen te bezorgen.

Als laatste wensen wij ook onze familie en vrienden te bedanken voor de onvoorwaardelijke steun tijdens de vier intense jaren.

Liana De Vlieger & Joyce Lefevere

Juni 2020

INHOUDSOPGAVE

Vertrouwelijkheidsclausule.....	I
Abstract.....	II
Preamble.....	III
Woord vooraf.....	IV
Inhoudsopgave.....	V
Lijst van afkortingen.....	VII
Lijst van tabellen.....	VIII
1 Inleiding.....	1
2 Literatuuronderzoek.....	3
2.1 Financieringsvormen.....	3
2.2 Formeel risicokapitaal.....	4
2.2.1 Wat is venture capital?.....	4
2.2.2 Werking van venture capital.....	5
2.2.3 Venture capital in Europa.....	12
2.2.4 Venture capital in Vlaanderen.....	15
2.3 Gender funding gap.....	18
2.3.1 Gender funding gap in venture capital.....	19
2.3.2 Gender funding gap in andere financieringsvormen.....	24
3 Onderzoekopzet.....	26
3.1 Onderzoeksvraag en hypotheses.....	26
3.2 Methodologie en data.....	27
3.3 Variabelen kwantitatief onderzoek.....	30
3.3.1 Afhankelijke variabele.....	30
3.3.2 Onafhankelijke variabelen.....	30
3.3.3 Controlevariabele.....	34
4 Resultaten.....	35
4.1 Deel 1: kwantitatief onderzoek.....	35
4.2 Deel 2: kwalitatief onderzoek.....	38
4.3 Deel 3: We Are Jane.....	42
5 Conclusie en aanbevelingen.....	44
Literatuurlijst.....	IX
Bijlagen.....	XIII

Bijlage 1. Lijst van classificatie sector industrie volgens Invest Europe (2019a).....	XIV
Bijlage 2. Algemeen overzicht variabelen: sector – financieringsfase – provincie - kapitaalverschaffer	XIX
Bijlage 3. Toestemmingsformulier (informed consent).....	XXI
Bijlage 4. Structuur semi-gestructureerd interview	XXII
Bijlage 5. Structuur semi-gestructureerd interview Eline Talboom (We Are Jane).....	XXIII

LIJST VAN AFKORTINGEN

BA	business angel
BCG	Boston Consulting Group
BIO	Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden
BMI	Belgische Maatschappij voor Internationale Investering
etc.	et cetera
EVCA	Europese Vereniging voor Risicokapitalisten
FPMI	Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij
Gimv	Gewestelijke Investeringsmaatschappij in Vlaanderen
GP(s)	general partners
IPO	initial public offering
IRR	internal rate of return
LP(s)	limited partners
LRM	Limburgse Investeringsmaatschappij
M&A	mergers & acquisitions
MBO	management buyout
MOIC	multiple of invested capital
NPV/NCW	net present value/nettocontantwaarde
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
PMV	Participatiemaatschappij Vlaanderen
VC	venture capital
VCs	venture capitalist(s)
VOKA	Vlaams Netwerk van Ondernemingen

LIJST VAN TABELLEN

Tabel 2.1 Overzichtstabel publieke risicokapitaalverschaffers	16
Tabel 2.2 Overzichtstabel private risicokapitaalverschaffers	18
Tabel 3.1 Beschrijving van de geïnterviewden	30
Tabel 3.2 Beschrijvende statistieken dealwaarde (x €1000)	30
Tabel 3.3 Overzicht van definities 'vrouwgeleide onderneming'	31
Tabel 4.1 Resultaten multivariate regressies (n=185)	37
Tabel 4.2 Samenvattende tabel interviews	41

LIJST VAN FIGUREN

Figuur 2.1 Verband tussen financieringsbron en stadium van investering (Aernoudt, 2019).....	3
Figuur 2.2 VC-model en risicokapitaalstroom (Vanacker & Manigart, 2013).....	5
Figuur 2.3 Investeringscyclus van een VC fonds (Tyebjee & Bruno, 1984).....	8
Figuur 2.4 Investerings per investeringsfase (2018): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen (Invest Europe, 2019b).....	13
Figuur 2.5 Investerings per sector (2018): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen (Invest Europe, 2019b)	13
Figuur 2.6 Geografische investeringsstromen van VC in 2018 (Invest Europe, 2019b).....	14
Figuur 2.7 Overzicht van uitstapmogelijkheden in Europa (2018): % van totaal bedrag en totaal aantal ondernemingen (Invest Europe, 2019b).....	14
Figuur 2.8 Theoretisch kader Diana Project. Figuur aangepast van Brush et al. (2018).....	19
Figuur 2.9 Werkenden van 20 tot 64 jaar in % per economische sector (NACE 2008) naar geslacht in Vlaanderen voor periode 2017-2018 (Statistiek Vlaanderen, 2020)	21
Figuur 3.1 Totaal aantal investeringen en totaal geïnvesteerd bedrag van venture capital in Vlaanderen per jaar	28
Figuur 3.2 Investerings per sector in Vlaanderen (2010-2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen	32
Figuur 3.3 Investerings per investeringsfase in Vlaanderen (2010 - maart 2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen	33
Figuur 3.4 Investerings per provincie in Vlaanderen (2010 - maart 2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen	34
Figuur 3.5 Investerings per type kapitaalverschaffer in Vlaanderen (2010 - maart 2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen	34

1 INLEIDING

De formele risicokapitaalmarkt is een belangrijke aanbieder van financiering voor ondernemingen. Voor kleine, startende ondernemingen is het vaak één van de enige oplossingen wanneer kredietverlening bij de bank nog niet mogelijk is. Deze ondernemingen zijn voornamelijk nog bezig met onderzoek en ontwikkeling, waardoor de toekomst onzeker is. Voor de ondernemers is vooral de combinatie van zowel financiële als managementondersteuning hetgeen wat venture capital (VC) interessant maakt. De investeerder zoekt dan weer potentiële projecten die een hoge meerwaarde kunnen realiseren na een bepaalde, vaak afgesproken periode (Aernoudt, 2019).

De laatste jaren is er een stijging in het aantal vrouwelijke ondernemers merkbaar. Vlaams Netwerk van Ondernemingen (VOKA) (2019) berekende dat één derde van de ondernemers een vrouw is. Studies tonen aan dat een vrouwelijke bedrijfsleider de beurswaarde van een onderneming met een kwart kan verhogen (Mooijman, 2017). Ondertussen zijn ook fenomenen als het glazen plafond en de genderloonkloof frequent besproken onderwerpen.

Diversiteit in een managementteam zou voor een betere kredietwaardigheid van de onderneming zorgen (Mooijman, 2020), toch ondervinden heel wat vrouwelijke ondernemers moeilijkheden bij het vinden van geschikt kapitaal (European Commission, s.d.). Verschillende onderzoeken tonen aan dat vrouwgeleide ondernemingen slechts een heel klein percentage van het aantal VC-investeringen kunnen aantrekken en de geïnvesteerde sommen liggen lager dan bij ondernemingen die door mannen worden geleid. Ook International Finance Corporation publiceerde *'Moving Toward Gender Balance in Private Equity and Venture Capital'* waarin het probleem van genderdiversiteit aangehaald wordt (International Finance Corporation, 2019). De studie onderzoekt wat aan de basis ligt van het gender probleem binnen private equity en venture capital. Daarnaast worden enkele oplossingen en aandachtspunten voorgesteld. Deze beperkte toegang tot financiering kan veroorzaakt worden door verschillende factoren, die zowel gelinkt zijn aan de vraag- als aan de aanbodzijde van VC.

De combinatie van bovenstaande thema's vormt het onderwerp van deze masterproef. In Vlaanderen en België werd reeds onderzoek gevoerd naar verschillende financieringsvormen waaronder ook VC. Het doel van dit onderzoek is nagaan of er een gender funding gap is in Vlaanderen. Op basis van kwantitatieve gegevens wordt gekeken naar de VC-investeringen sinds 1 januari 2010. Daarnaast wordt aan de hand van een kwalitatief onderzoek de gevonden resultaten afgetoetst met (investerings)managers en partners van diverse investeringsfondsen actief in Vlaanderen.

De masterproef is opgesplitst in vier secties. Na een overzicht van de formele risicokapitaalmarkt en hoe het proces verloopt, wordt ook gekeken naar het huidige VC-landschap in Europa. In het

literatuuronderzoek wordt verder aandacht besteed aan eerder onderzoek omtrent de gender funding gap uit onder andere de Verenigde Staten. Op basis van het literatuuronderzoek worden hypothesen opgesteld en de methodologie van het onderzoek toegelicht. Verder worden de gevonden resultaten uitgebreid besproken en afgetoetst met Vlaamse VC-fondsen. Als laatste volgt de algemene conclusie en aanbevelingen voor verder onderzoek.

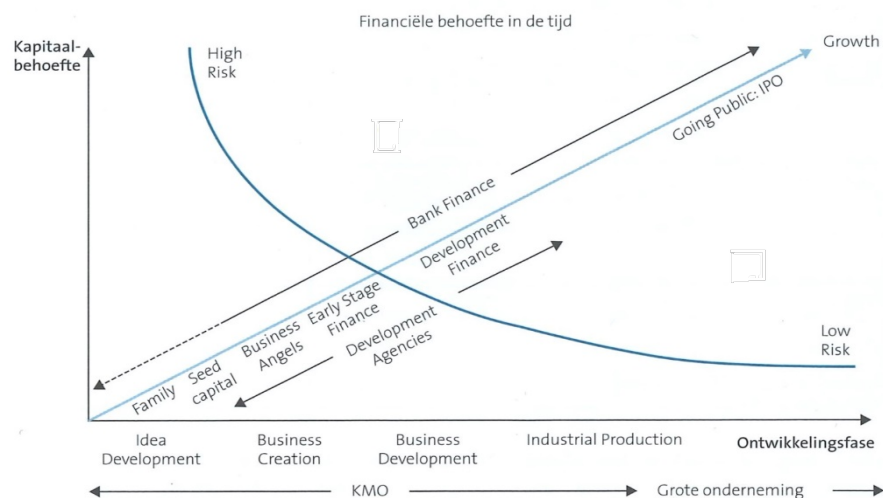
2 LITERATUURONDERZOEK

2.1 FINANCIERINGSVORMEN

Ondernemingen die wensen te investeren maken vaak gebruik van extern kapitaal en kunnen hiervoor beroep doen op heel wat financieringsvormen. Aernoudt (2019) onderscheidt vijf soorten financieringsbronnen:

1. Friends, family and fools;
2. Subsidies en publieke fondsen;
3. Banken;
4. Business angels (BA);
5. Formeel risicokapitaal.

Afhankelijk van de levensfase waarin de onderneming zich bevindt, wordt de financiële behoefte ingevuld door gebruik te maken van de meest adequate financieringsbron zoals weergegeven in Figuur 2.1 (Aernoudt, 2019).



Figuur 2.1 Verband tussen financieringsbron en stadium van investering (Aernoudt, 2019)

Ondernemingen worden vaak opgericht aan de hand van financiering via family, friends en fools en laten zich in de toekomst verder financieren door middel van kredieten verkregen bij een bank. Aangezien niet elke onderneming dezelfde financieringsbehoefte heeft, zijn er ook andere financieringsbronnen. Binnen dit onderzoek wordt gefocust op formeel risicokapitaal, met name VC.

2.2 FORMEEL RISICOKAPITAAL

De term risicokapitaal omschrijft kapitaal dat gebruikt wordt om aan de financieringsbehoefte van een onderneming te voldoen, wanneer deze niet bij de bank terecht kan. Het betreft gelden die, in de vorm van eigen vermogen, door de investeringsvennootschappen of -fondsen ten tijdelijke titel ter beschikking gesteld worden van ondernemingen, in de mate dat er een meer dan gemiddeld groeipotentieel aanwezig is (www.vlaio.be, s.d.).

2.2.1 WAT IS VENTURE CAPITAL?

VC is risicokapitaal dat ter beschikking wordt gesteld via een investeringsfonds of –vennootschap, in tegenstelling tot informeel risicokapitaal, waarbij de investeerder en de onderneming waarin geïnvesteerd wordt, de investee, een rechtstreekse relatie hebben met elkaar (Aernoudt, 2019).

Binnen dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van de definitie van VC van Invest Europe (2019a):

“Private equity is equity capital provided to enterprises not quoted on a stock market. Private equity includes the following investment stages: venture capital, growth capital, replacement capital, rescue/turnaround and buyouts. Venture capital is a subset of private equity and refers to equity investments made for launch (seed), early development (start-up), or expansion (later stage venture) of business.”

Deze kapitaalverschaffer, of *venture capitalist* (VCs), biedt naast financiële middelen ook managementondersteuning. De ondernemer moet dus bereid zijn externe investeerders toe te laten die ook inbreng zullen geven op vlak van management, wat ervoor zorgt dat niet alle ondernemingen in aanmerking komen voor VC. Belangrijk voor de VCs is dat de onderneming over een sterk groeipotentieel beschikt zodat de kans op slagen voldoende groot is. De verwachte return moet namelijk in verhouding staan met het te nemen risico. Op basis van de verwachte stijging van de investeringswaarde wordt het mogelijke rendement berekend van de investering. De gerealiseerde meerwaarde bij de verkoop van de aandelen is dan de uiteindelijke vergoeding voor de investeerder. Nog voor de beslissing tot inbreng van financiële middelen door de VCs wordt reeds een exit plan besproken, dat zich na 3 tot 7 jaar van de instap kan realiseren (Aernoudt & De San José, 2020; Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

De VCs controleert de onderneming voor het investeren aan de hand van *due diligence*. Hierbij wordt er zorgvuldig gekeken en gezocht naar eventuele verborgen informatieproblemen die de onderneming zou kunnen achterhouden. Door te focussen op de ondernemers, de technologie en de product- en marktkenmerken schat de VCs de winstgevendheid van de investering in (Vanacker & Manigart, 2013).

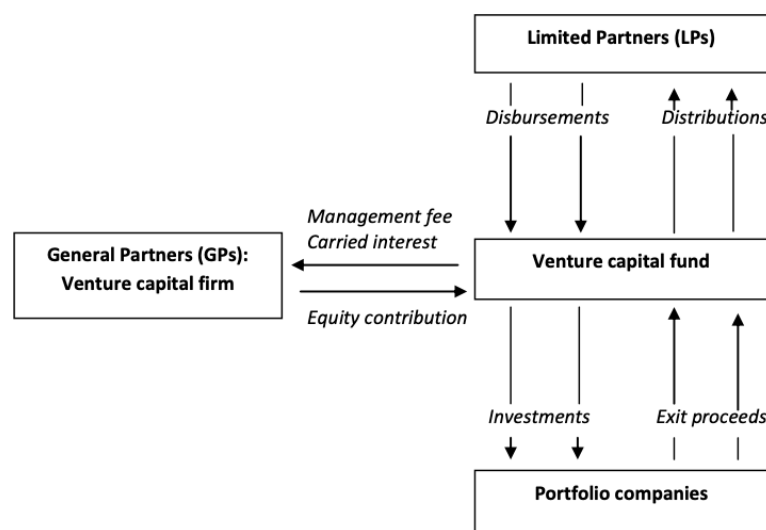
Bedrijven zoals Apple, Facebook, Intel, Microsoft en Starbucks zouden nooit hebben bestaan, of zeker nooit zo groot geworden zijn, zonder VC (Bruton, Fried, & Manigart, 2005).

2.2.2 WERKING VAN VENTURE CAPITAL

VENTURE CAPITAL MODELLEN

VC-investeringen vinden vaak plaats in de vorm van een syndicatie. Twee of meer VCs gaan dan samen op zoek naar projecten en investeren met de syndicatie in een onderneming (Brander, Amit, & Antweiler, 2002). Het grote voordeel hiervan is dat de VCs de kans hebben om hun eigen ideeën af te stemmen met andere, geloofwaardige bronnen (Lerner, 1994).

Een typisch VC model, zoals weergegeven in Figuur 2.2, is een duaal model van *limited partnership* (Sahlman, 1990; Vanacker & Manigart, 2013). Het toont de relatie tussen de investeerders of Limited Partners (LPs), de General Partners (GPs) en de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt, de zogenaamde portefeuillebedrijven.



Figuur 2.2 VC-model en risicokapitaalstroom (Vanacker & Manigart, 2013)

Het voornaamste deel van het kapitaal wordt opgehaald bij institutionele investeerders zoals banken, pensioenfondsen en verzekeringsfondsen, maar ook bij overheden, staatsinvesteringsfondsen en individuele beleggers. De LPs zijn noch betrokken bij het risicokapitaalfonds, noch bij de werking van de investee. Elk zijn ze op zoek naar return, die ze willen realiseren door te investeren in een portefeuille van jonge, innovatieve ondernemingen (Gompers & Lerner, 2000; Sahlman, 1990; Vanacker & Manigart, 2013).

De VCs zelf treden op als agent tussen de investeerders en de investee, en worden General Partners (GPs) genoemd. Zelf brengen zij een minimale financiële bijdrage aan het risicokapitaalfonds, maar

staan ze in voor het beheer van het opgehaalde kapitaal. Zoals de organisatie en uitvoering van de *due diligence* en houden ze toezicht op de investee. Uit onderzoek van Sahlman (1990) blijkt dat de GPs zelf ongeveer 1% van het totale opgehaalde kapitaal financieren. Voor het beheer van het opgehaalde kapitaal ontvangen ze een jaarlijkse *management fee* (ongeveer 2,5% van het geïnvesteerde kapitaal per jaar) en een *carried interest*. Die *carried interest* zorgt ervoor dat de doelstellingen van zowel LP als GP gelijklopend zijn en er dus geen agentschapsprobleem optreedt. Gemiddeld ontvangt de GP 20% van de return, meestal van hetgeen dat bovenop de normale return, de *hurdle rate*, gerealiseerd wordt (Aernoudt, 2019; Gompers & Lerner, 2000; Sahlman, 1990; Vanacker & Manigart, 2013).

Terwijl het duaal model het meest voorkomende model is, beschrijven Manigart en Witmeur (2009) nog twee modellen in de *Venture Capital Gids in België*. Zo bestaan er privéfondsen die deels eigendom zijn van een andere institutionele investeerder zoals een bank of een grote industriële onderneming. Deze zogenaamde *captive* fondsen herinvesteren hun gerealiseerde meerwaarde opnieuw en hebben vaak een onbeperkte levensduur (Manigart & Witmeur, 2009). Uit het onderzoek van Hellmann, Lindsey en Puri (2007) blijkt dat banken die al een relatie hadden met een onderneming via de VC markt ook sneller bereid zijn een krediet aan die onderneming te verstrekken.

Als tweede bespreken Manigart en Witmeur (2009) ook fondsen die door overheden werden opgericht of gefinancierd. Deze publieke investeringsfondsen eisen eenzelfde of lager rendement dan privéfondsen, maar vinden de locatie en ontwikkeling van de ondernemingsactiviteit binnen hun gebied heel belangrijk. Vaak zijn deze fondsen ook bereid om te investeren in ondernemingen met een zeer hoog risico of waarbij de participatie vooral voor strategische doeleinden gedaan wordt. Een bekend voorbeeld in België is Participatiemaatschappij Vlaanderen (PMV) die risicokapitaal verstrekt aan innovatieve en snelgroeiende ondernemingen met een duurzaam concurrentievoordeel (www.vlaio.be, s.d.).

Naast de fondsen beheerd door private of publieke kapitaalverschaffers bestaan er ook beursgenoteerde VC-fondsen. Beursgenoteerde fondsen verkrijgen het grootste gedeelte van hun kapitaal op de beurs. Het Belgische fonds Gimv werd in 1980 opgericht als publiek fonds en staat sinds 1997 genoteerd op Euronext Brussel en haalt zo verder kapitaal op via onder andere obligatie-uitgiftes om verdere groei te financieren (Gimv, 2019, s.d). Vooral in Europa staan enkele kwaliteitsvolle VC-fondsen genoteerd op Europese beurzen. In vergelijking met de beperkte levensduur van het *limited partnership* model behoudt het beursgenoteerde fonds de return van de exit in het fonds. Verder verwatert de prestatie uiteindelijk tot het geld opnieuw geïnvesteerd wordt (Aernoudt, 2019; European Venture Capital and Private Equity Association, 2014; Manigart & Witmeur, 2009).

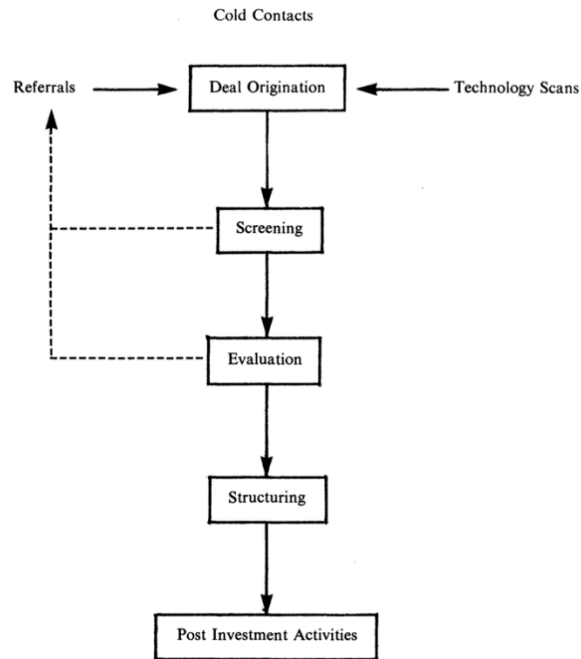
SELECTIE- EN INVESTERINGSPROCES

Een investeringsvennootschap of –fonds investeert dus het beschikbare kapitaal in ondernemingen die voldoen aan de voorwaarden die de VCs opgesteld heeft. De financiering van zo'n investeringsfonds kan in verschillende ontwikkelingsstadia volbracht worden. Aernoudt (2019) definieert zes mogelijke aanwendingsfases, afhankelijk van het tijdstip waarop de onderneming behoefte heeft aan externe financiering:

1. Opstartfinanciering
2. Start-upfinanciering
3. Groeifinanciering
4. Buy-outfinanciering
5. Overbruggingsfinanciering
6. Herstructureringsfinanciering

Invest Europe, voorheen Europese Vereniging voor Risicokapitalisten (EVCA), gebruikt een gelijkaardig opsplitsing bij het rapporteren van hun onderzoeken. VC wordt door hen aanzien als opstart-, start-up-, of groeifinanciering van de onderneming. De resterende investeringsfases worden als aparte categorieën opgenomen in hun onderzoek (Invest Europe, 2019a).

Een typisch VC-fonds bestaat gemiddeld tien à twaalf jaar, waarvan de investering in een onderneming zelf zo'n vijf à zeven jaar inneemt. Voor de investeringsperiode vindt de beslissingscyclus plaats die meestal zes à negen maanden duurt (Aernoudt, 2019; Manigart & Witmeur, 2009). Het investeringsproces verloopt via verschillende opeenvolgende stappen. Om een duidelijk beeld te geven van de essentiële stappen binnen het investeringsproces wordt ut infra het model van Tyebjee en Bruno (1984), zoals weergegeven in Figuur 2.3, uitgelegd. Het illustreert vijf opeenvolgende stappen die essentieel zijn tijdens het selectie- en investeringsproces van een VC.



Figuur 2.3 Investeringscyclus van een VC fonds (Tyebjee & Bruno, 1984)

1. Deal origination: het identificeren van investeringsmogelijkheden

Enmaal het VC-fonds opgericht is, moet de VCs de potentiële investeringsmogelijkheden identificeren en zorgvuldig selecteren. Vaak is dat een uitdaging en is het belang van een relatienetwerk onmisbaar (Manigart & Witmeur, 2009). Gompers, Gornall, Kaplan en Strebulaev (2020) rapporteerden, net als Tyebjee en Bruno (1984), dat VC-deals voornamelijk gegenereerd worden via professionele netwerken, andere investeerders of de actieve zoektocht van de VCs zelf. Een klein aantal van de VC-deals ontstaat ook omdat een portefeuillebedrijf een andere onderneming aanbeveelt of via referentie van een bank (Gompers et al., 2020; Tyebjee & Bruno, 1984). Vooral early-stage investeerders zijn afhankelijk van referenties van andere investeerders en aanbevelingen van andere portefeuillebedrijven, terwijl later-stage investeerders zelf investeringsopportuniteiten zullen verwerven (Gompers et al., 2020). Voor een onderneming is het dan ook essentieel om zelf in contact te treden met een investeerder door het eigen relatienetwerk aan te spreken of contacten te leggen met potentiële investeerders via conferenties, workshops of investeringsfora (Manigart & Witmeur, 2009).

2. Screening van de investeringsmogelijkheden

De *'one out of hundred rule'* omschrijft dat er van elke honderd projecten die aan VCs wordt aangeboden, slechts één à twee projecten weerhouden worden (Aernoudt, 2019). In deze fase gaat de VCs stapsgewijs op zoek naar dat ene project dat voor hem voldoet aan de voorwaarden. Na een eerste evaluatie door de VCs zelf, neemt de VCs contact op met het management van het potentiële portefeuillebedrijf. Na dit contact en een positieve uitkomst wordt de potentiële investering

besproken met de eventuele andere partners van het VC-fonds (Gompers et al., 2020). Hoewel een groot VC-fonds meer dan honderd investeringsmogelijkheden heeft per jaar, kiest het slechts 15 tot 25 bedrijven om in te investeren over een periode van vijf jaar (Vanacker & Manigart, 2013).

Gezien de eerste selectie nog geen intensieve *due diligence* bevat, bekijkt de VCs de investeringsopportuniteiten aan de hand van enkele criteria. Op basis van hun onderzoek omschreven Tyebjee en Bruno (1984) vier criteria: (a) de grootte van de investering en het investeringsbeleid van het VC fonds, (b) de technologie en het marktsegment van de onderneming, (c) de geografische locatie van de onderneming en (d) de financieringsfase.

Een gemiddeld VC-fonds beschikt niet over de mogelijkheid om te investeren in verschillende kleine deals aangezien het selectie- en investeringsproces voor zowel grote als kleine deals dezelfde inspanning vraagt inzake tijd en geld. Daarnaast is het totale opgehaalde kapitaal vaak de maximumgrens dat geïnvesteerd kan worden (Tyebjee & Bruno, 1984). Gewoonlijk heeft de VCs een voorkeur naar sector en locatie van de toekomstige investering, aangezien deze vaak een groter aandeel heeft in de onderneming en nota bene ook een mooie return wil behalen (Tyebjee & Bruno, 1984).

Ut infra worden de verschillende investeringsfondsen in België besproken en kan opgemerkt worden dat bovengenoemde criteria vaak gebruikt worden om de VC-fondsen te differentiëren van elkaar.

3. *Evaluatie van de investeringsmogelijkheden: due diligence*

Nadat de VCs de verscheidene opportuniteiten gefilterd heeft, zal het project van de ondernemer grondig onderzocht worden. Deze fase staat bekend als *due diligence* waarbij het businessplan en bijkomende informatie omtrent financiële prognoses onderzocht zal worden om de aantrekkelijkheid en de risico's van het project in te schatten (Aernoudt, 2019; Manigart & Witmeur, 2009). Ook worden verscheidene criteria gebruikt die de VCs belangrijk acht. Vaak gebruikt de VCs dezelfde criteria als in het screeningproces, maar wordt er diepgaander geanalyseerd en geeft men de financiële aspecten van de projecten de nodige aandacht. Zo omschrijven Kaplan, Sensoy en Strömberg (2009) dat VCs rekening houden met zowel het managementteam (*jockey*) als de onderneming (*horse*), echter is het ondernemingsidee wel belangrijker dan het managementteam. Het recentste onderzoek van Gompers et al. (2020) toont wel aan dat de bevroegde VCs het managementteam als één van de belangrijkste factoren zien. Ook de ondernemingsgerelateerde factoren zoals product, markt en industrie werden als belangrijk aangeduid (Gompers et al., 2020).

Tyebjee en Bruno (1984) omschreven 23 criteria die gecategoriseerd kunnen worden in vijf basiskarakteristieken om investeringsmogelijkheden te evalueren tijdens een *due diligence*: (a)

aantrekkelijkheid van de markt, (b) productdifferentiatie, (c) managementcapaciteiten, (d) weerstand tegen de bedreiging van omgevingsfactoren en (e) *cash-out* mogelijkheden.

Uit de evaluatie moet blijken dat de verwachte return in verhouding is met het te nemen risico. Ook moet er een sterkgroei-potentieel aanwezig zijn met een grote kans op welsalgen en moet het dynamische ondernemersteam openstaan voor financiële, maar ook vooral voor managementinbreng van buitenaf (Aernoudt, 2019).

4. Structuring: waardebeoordeling en opstellen aandeelhoudersovereenkomst

Enkeelmal de onderneming positief geëvalueerd wordt, gaat de VCs samen met de onderneming de hoofdvorwaarden voor het eerst bespreken aan de hand van een intentiebrief (*term sheet*) (Manigart & Witmeur, 2009). In deze fase worden twee onderdelen vaak besproken in de literatuur, namelijk de waardering van het project en het opstellen van het contract waarin de vergoeding van het management, maar ook de exit-mogelijkheden besproken worden (Baeyens, Vanacker, & Manigart, 2006; Tyebjee & Bruno, 1984).

Een waardering van een onderneming die over een groot groeipotentieel beschikt, is niet eenvoudig. Vooral in de early-stage fase gaat het over recent opgerichte bedrijven die over weinig historische cijfers beschikken, waardoor het dus moeilijk is om deze te analyseren. Daarnaast geven die cijfers ook de toekomst niet voldoende weer, gezien het grote groeipotentieel en het hoge risico (Manigart & Witmeur, 2009). De populairste methode in het onderzoek van Gompers et al. (2020) is de *multiple of invested capital* (MOIC). Gemiddeld wil een VCs 5,5 keer zijn geïnvesteerd kapitaal terugkrijgen na de investeringsperiode. Voor een early-stage fonds bedraagt de gemiddelde MOIC zelfs 7,5 (Gompers et al., 2020). Ook de *internal rate of return* (IRR) is een vaak gebruikte methode. Via IRR wordt de rente berekend die de contante waarde van de verwachte kasontvangsten gelijkstelt aan de contante waarde van de verwachte uitgaven. Het voordeel van deze methode is dat het gebaseerd is op een verdiscontering van de kasstromen (Aernoudt, 2019). Gompers et al. (2020) toonden aan dat de VCs een IRR van gemiddeld 31% verwacht. Als laatste financiële methode wordt regelmatig Net Present Value (NPV) gebruikt. In tegenstelling tot wat Manigart en Witmeur (2009) opmerken, gaf slechts een vijfde aan deze methode te gebruiken in het onderzoek van Gompers et al. (2020). Een minderheid gaf aan een niet-financiële methode te gebruiken voor de waardering (Gompers et al., 2020).

De waarde van de onderneming is een goede leidraad voor de VCs, maar bepaalt niet de uiteindelijke prijs die de VCs voor de investering wil betalen. Deze prijs komt vaak tot stand tijdens het onderhandelingsproces, en is dus bepaald door het onderhandelingsvermogen van beide partijen (Manigart & Witmeur, 2009).

Naast de ondernemingswaarde wordt er ook onderhandeld over de contractvoorwaarden op basis van de *term sheet*. Samen met de ondernemer(s) treft de VCs overeenkomsten inzake cashflow rechten, controlerechten en tewerkstellingsrechten en tracht de VCs het risico zoveel mogelijk te beperken (Kaplan & Strömberg, 2003; Vanacker & Manigart, 2013). Gezien de uitgebreide literatuur over de totstandkoming van de aandeelhoudersovereenkomst tussen de VCs en de ondernemer(s), worden enkel de belangrijkste elementen besproken.

Kaplan en Strömberg (2003) toonden aan dat converteerbare preferente aandelen gebruikt werden in 204 van de 213 onderzochte financieringsrondes, wat de eerdere bevinding van Sahlman (1990) bevestigt. De resterende financieringsrondes maakten gebruik van verschillende soorten gewone aandelen of een combinatie van gewone preferente en gewone aandelen (Kaplan & Strömberg, 2003). Tevens wordt ook beslist over de conversieprijs, de liquidatievoorkeur en de eventuele gebeurtenissen die een liquidatie als gevolg zullen hebben, het dividend, de betalingsvoorwaarden en de stemrechten (Sahlman, 1990).

Naast clausules omtrent niet-concurrentiebeding, informatieverplichting en samenstelling en bevoegdheden van raad van bestuur, zal de investeerder ook het risico proberen te beperken aan de hand van een *ratchet-down*-overeenkomst en een anti-dilutieclausule. De *ratchet-down*-overeenkomst treedt in werking als de ondernemer er niet in slaagt om bepaalde doelstellingen te bereiken binnen een bepaalde periode. Het aandeel van de ondernemer in het eigen vermogen wordt dan verminderd, aangezien hij verplicht wordt een bepaald percentage van zijn aandelen af te staan aan de investeerder. Het tegenovergestelde is de *ratchet-up*-overeenkomst waarbij het aandeel van de ondernemer in het eigen vermogen zal toenemen indien bepaalde doelstellingen zoals een uitzonderlijke hoge omzet bereikt wordt binnen een bepaalde periode (Aernoudt, 2019).

De anti-dilutieclausule geeft de VCs bescherming als de onderneming een nieuwe financieringsronde voltooid aan een lagere prijs (Gompers et al., 2020; Kaplan & Strömberg, 2003). Het onderzoek van Gompers et al. (2020) toonde aan dat voor de VCs enkele clausules minder makkelijk onderhandelbaar zijn dan anderen. Zo zijn de anti-dilutieclausule en waardering minder onderhandelbaar dan het te investeren bedrag en soort deelname.

5. *Post investment activiteiten*

Na de ondertekening van de aandeelhoudersovereenkomst start de opvolging van de onderneming waarin de VCs geïnvesteerd heeft (Manigart & Witmeur, 2009; Tyebjee & Bruno, 1984). Gompers et al. (2020) bevestigen wat al eerder aangetoond werd: de VCs blijft actief bezig met de investee, al is dit ook verschillend per VCs (Tyebjee & Bruno, 1984). Manigart en Witmeur (2009) stellen dat de VCs voornamelijk advies en begeleiding geeft op strategisch en financieel vlak. Ook stellen Gompers et al.

(2020) dat de VCs deze strategische en adviserende functie vervult aangezien ze vaak ook in de raad van bestuur zetelen. De VCs kan de onderneming ook helpen om nieuwe investeerders of klanten aan te trekken (Gompers et al., 2020). Door de onderneming actief te begeleiden, probeert de VCs waarde toe te voegen aan de onderneming en op die manier de onderneming positief te doen evolueren (Vanacker & Manigart, 2013). Het uiteindelijke doel van de VCs blijft om een zo hoog mogelijke return te behalen bij de uitstap (Gompers et al., 2020; Tyebjee & Bruno, 1984; Vanacker & Manigart, 2013).

EXIT

De VCs selecteert de projecten in functie van de mogelijke meerwaarde op het geïnvesteerde kapitaal bij exit. De exitstrategie is dus van essentieel belang voor de VCs (Vanacker & Manigart, 2013). Het tijdstip en de manier waarop de exit gebeurt is belangrijk gezien het VC-fonds een beperkte levensduur heeft en investeert in private ondernemingen (Gompers et al., 2020).

Invest Europe (2019a) definieert verscheidenen uitstapmogelijkheden. Zo krijgen de oprichters van een onderneming vaak de mogelijkheid om de onderneming terug te kopen via een *management buyout* (MBO) (Invest Europe, 2019a; Manigart & Witmeur, 2009). Daarnaast kan de VCs zijn participatie verkopen door de onderneming een beursnotering te laten aanvragen (Aernoudt, 2019; Invest Europe, 2019a). Gompers et al. (2020) vonden dat 15% van de exits via een beursintroductie of *initial public offering* (IPO) gebeurt. De exit kan ook plaatsvinden door de aandelen te verkopen aan een derde (Aernoudt, 2019). Dit kan een financiële partner zijn zoals een andere private equity onderneming, of een industriële groep die strategisch geïnteresseerd is in de onderneming. Hier gaat het dan over een *trade sale*. Indien de participatie van het VC-fonds gebeurt aan de hand van een lening of preferente aandelen, dan wordt de terugbetaling volgens het aflossingsschema gezien als een daling van de schuld ten opzichte van de onderneming en dus een desinvestering (Invest Europe, 2019a). Bijna één derde (32%) van de exits is het gevolg van een faling van het project (Gompers et al., 2020). Bij een *write-off* ontvangt de VCs niets, aangezien het kapitaal onder eigen vermogen valt en dus geen waarborgen heeft (Aernoudt, 2019; Invest Europe, 2019a).

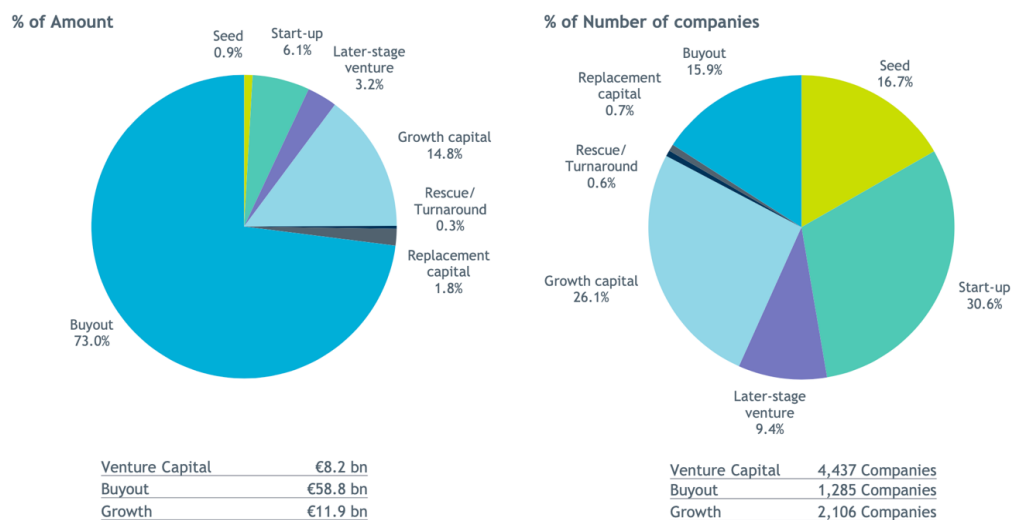
Nog voor het kapitaal van de gedane investering verdeeld is onder de verschillende partners, is vaak al een nieuw fonds opgericht en herhaalt de cyclus zich opnieuw (Aernoudt, 2019; Sahlman, 1990).

2.2.3 VENTURE CAPITAL IN EUROPA

Uit het Invest Europe Yearbook (2019b) blijkt dat Europese VCs zo'n 97,3 miljard euro opgehaald hebben in 2018, het hoogste bedrag sinds 2007. Het grootste aandeel van het opgehaalde kapitaal werd opgehaald naar aanleiding van buy-outfinanciering, opgevolgd door 'venture capital fundraising' met 11,3 miljard euro. Deze categorie omvat opstart- en start-upfinanciering – zogenaamde seed en

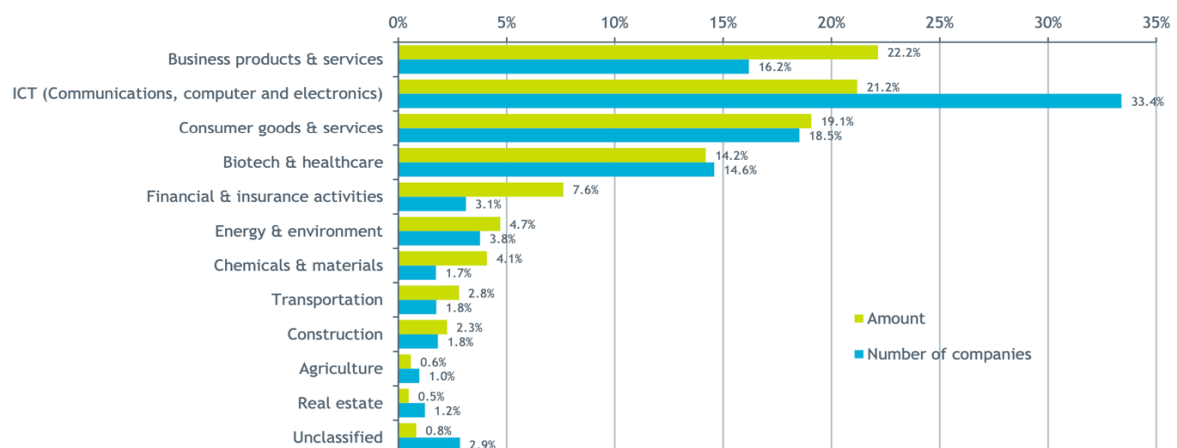
early stage financiering – en ook later-stagefinanciering. In 2018 werd er in totaal 80,6 miljard euro geïnvesteerd in meer dan 7 800 Europese ondernemingen (Invest Europe, 2019b).

Uit Figuur 2.4 volgt dat 73% van het geïnvesteerde kapitaal gaat naar buy-outfinanciering, maar komt slechts terecht bij 15,9% van de Europese ondernemingen. Dit terwijl 30,6% van de ondernemingen start-upfinanciering ontving, maar het geïnvesteerd bedrag slechts voor 6,1% van het totaal meetelt. Ruim de helft van de ondernemingen ontving financiering in het kader van VC, ter waarde van 8,2 miljard euro (Invest Europe, 2019b).



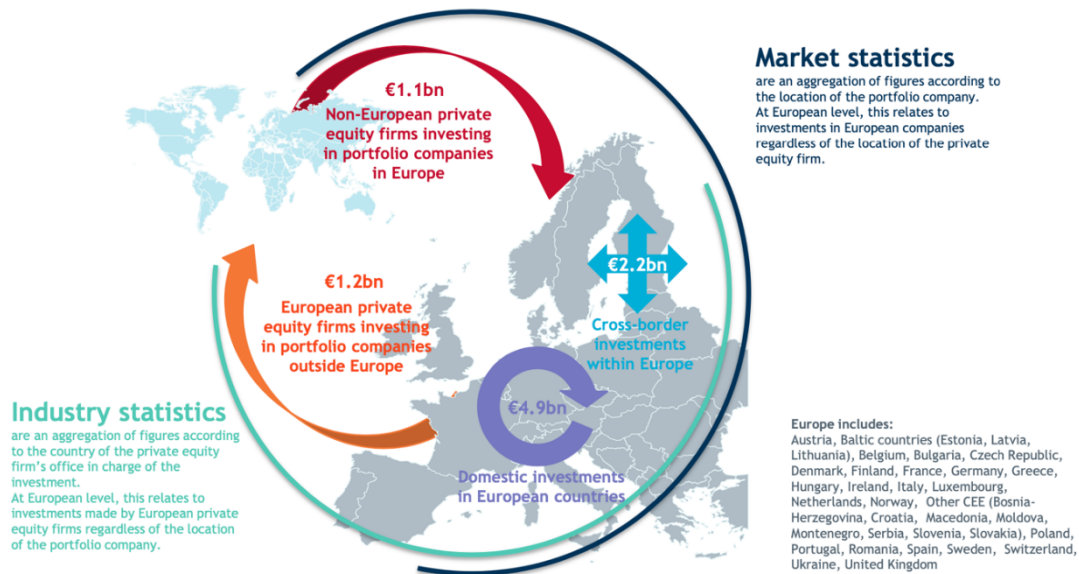
Figuur 2.4 Investerings per investeringsfase (2018): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen (Invest Europe, 2019b)

Meer dan 60% van het geïnvesteerde kapitaal gaat naar de sectoren van ‘zakelijke producten en diensten’, ‘ICT’ en ‘consumentengoederen en -diensten’. Op de vierde plaats staat ‘biotech & healthcare’ dat zo’n 14,2% van het geïnvesteerd kapitaal ontving, zoals getoond in Figuur 2.5 (Invest Europe, 2019b).



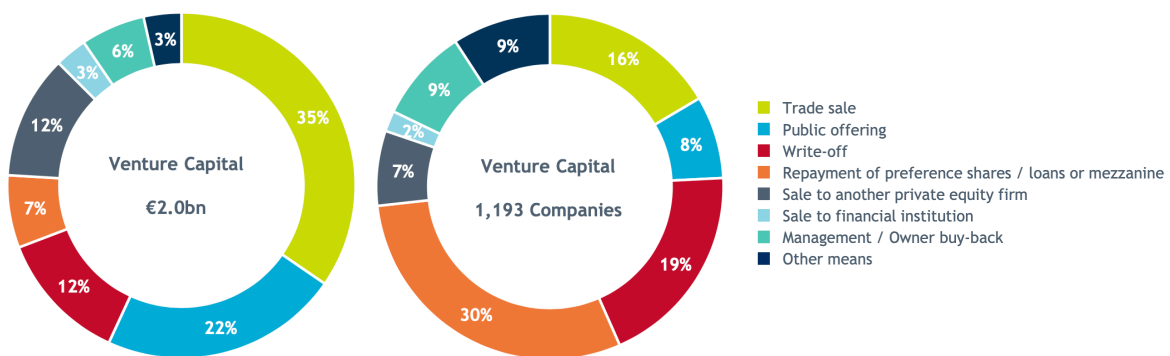
Figuur 2.5 Investerings per sector (2018): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen (Invest Europe, 2019b)

Door de internationalisering van de industrieën van de laatste decennia is er een opmerkelijke groei waar te nemen in de VC-stromen (Vanacker & Manigart, 2013). Zo werd er in 2018 1,2 miljard euro geïnvesteerd, door Europese venture capital en private equity ondernemingen, in ondernemingen buiten Europa. Ondernemingen in Europa ontvingen zelf zo'n 1,1 miljard euro van private equity ondernemingen buiten Europa. Figuur 2.6 toont dat 2,2 miljard euro geïnvesteerd werd door Europese VCs in Europa (Invest Europe, 2019b).



Figuur 2.6 Geografische investeringsstromen van VC in 2018 (Invest Europe, 2019b)

In Europa vond in zo'n 1.193 bedrijven een exit plaats gedurende 2018, ter waarde van twee miljard euro (Invest Europe, 2019b). Een *trade sale* was met 35% van het totale bedrag de meest gebruikte vorm. Ongeveer 16% van de ondernemingen onderging een trade sale. Uit Figuur 2.7 blijkt ook dat ongeveer een vijfde van de ondernemingen de investering van de VCs niet heeft kunnen waarmaken. Een falen van de onderneming heeft immers tot gevolg dat de VCs de inleg van de investering niet terugkrijgt (Invest Europe, 2019b).



Figuur 2.7 Overzicht van uitstapmogelijkheden in Europa (2018): % van totaal bedrag en totaal aantal ondernemingen (Invest Europe, 2019b)

2.2.4 VENTURE CAPITAL IN VLAANDEREN

In Vlaanderen zijn verschillende risicokapitaalverschaffers actief die onderverdeeld kunnen worden in ofwel publieke ofwel private risicokapitaalverschaffers. Gezien de geografische focus in dit onderzoek, volgt een kort overzicht van enkele fondsen uit Vlaanderen (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

Beide soorten risicokapitaalverschaffers vertonen enkele belangrijke gelijkenissen. Ten eerste investeren ze beiden vooral gedurende de eerste levensfasen van een vennootschap. Doordat risicokapitaalverschaffers zich richten op winstgevendheid wordt het potentieel van een onderneming steeds uitvoerig geanalyseerd (1819.brussels, 2019).

Enkele verschillen tussen publieke en private risicokapitaalverschaffers zijn, dat publieke risicokapitaalverschaffers vaak een minder controlerende bevoegdheid hebben binnen de vennootschap. Bijgevolg is een publieke risicokapitaalverschaffer dus minder betrokken in het dagelijkse bestuur van de vennootschap (1819.brussels, 2019).

PUBLIEKE RISICOKAPITAALVERSCHAFFERS

De Belgische Maatschappij voor Internationale Investering (BMI) focust op de cofinanciering van buitenlandse projecten door Belgische ondernemingen. BMI werkt altijd aan de hand van minderheidsparticipatie en investeert voornamelijk in industriële sectoren. De belangrijkste investeringsvoorwaarde die BMI hanteert is dat de bijdrage van de Belgische onderneming in het buitenlands project minstens even groot moet zijn als de bijdrage van BMI (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

Verder investeert de Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden (BIO) in projecten binnen hun geografisch werkgebied: Zuid- en Centraal-Amerika, Afrika en Azië. BIO mag volgens de OESO-classificatie enkel investeren in de minst ontwikkelde landen en landen met een laag inkomen (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

Vervolgens heeft de Belgische Staat ook een eigen investeringsmaatschappij. De Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij (FPMI) heeft als doel het bevorderen van de bloei van de Belgische economie en werkgelegenheid in combinatie met het bevorderen van deugdelijk ondernemingsbestuur en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Met een fondsgrootte van 2,4 miljard euro is dit de grootste publieke risicokapitaalverschaffer actief in Vlaanderen (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

De Limburgse Investeringsmaatschappij (LRM) werd in 1994 opgericht met als doel de economische reconversie van de provincie Limburg op gang te brengen (LRM, 2019). Bijgevolg beperkt het geografisch werkgebied van deze investeringsmaatschappij zich dus tot Limburg, waardoor er in al hun deelnemingen een aantoonbare relatie bestaat of wordt ontwikkeld met de provincie Limburg. (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

Ten slotte, de Participatiemaatschappij Vlaanderen (PMV) is eigendom van het Vlaams Gewest en heeft dan ook Vlaanderen als geografisch werkgebied. Deelname gebeurt altijd aan de hand van minderheidsparticipaties en de ondernemingen worden gefinancierd vanaf de opstartfase tot en met de groeifase. Met een fondsgrootte van 1,2 miljard euro is PMV de op één na grootste publieke risicokapitaalverschaffer in Vlaanderen (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

Tabel 2.1 geeft een overzicht van de deelname en financieringsvormen van de publieke risicokapitaalverschaffers.

Tabel 2.1 Overzichtstabel publieke risicokapitaalverschaffers

	Fondsgrootte	Bepaling deelname (minimaal en maximaal)	Financieringsvormen
BMI	€ 37 miljoen	Min.: € 500.000 Max.: € 5 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie ▪ Achtergestelde lening ▪ Lange termijn lening ▪ Mezzanine ▪ Co-investering
BIO	€ 957,35 miljoen	Min.: € 1 miljoen Max.: € 15 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Middellange termijn lening ▪ Lange termijn lening ▪ Converteerbare obligatielening (met warrants) ▪ Warrants ▪ Mezzanine (met warrants) ▪ Aandelenparticipatie ▪ Co-investering
FPIM	€ 2,4 miljard	Min.: € 5 miljoen Max.: > € 10 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie ▪ Converteerbare obligatielening (met warrants) ▪ Achtergestelde lening (met warrants)
LRM	€ 410 miljoen	Min.: € 50.000 Max.: niet van toepassing	Alle risicodragende financieringsvormen (kapitaal, achtergestelde leningen), projectfinanciering en onroerend goed projecten (leasing, ...)
PMV	€ 1,2 miljard	Min.: < € 125.000 Max.: > € 5 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Achtergestelde lening (met warrants) ▪ Middellange termijn lening ▪ Lange termijn lening ▪ Aandelenparticipatie ▪ Converteerbare obligatielening met warrants ▪ Mezzanine (met warrants) ▪ Co-investering

PRIVATE RISICOKAPITAALVERSCHAFFERS

In Vlaanderen zijn ongeveer een 80-tal private risicokapitaalverschaffers actief die in het jaarlijkse overzicht van Agentschap Innoveren & Ondernemen (2019) gepubliceerd worden. Ut infra werd een beperkte selectie gemaakt en besproken en weergegeven in Tabel 2.2.

Capricorn Partners beheert verschillende private risicokapitaalfondsen. Door te investeren in nieuwe technologieën en innovaties willen ze een positieve impact hebben op de maatschappij en bijdragen aan een duurzamere wereld, terwijl er tegelijkertijd gestreefd wordt naar het behalen van aanvaardbaar rendement. De aandeelhouders van al deze fondsen zijn private en institutionele beleggers. De verschillende fondsen focussen zich elk op een segment van de technologiesector. Momenteel telt Capricorn Partners zes fondsen namelijk het Capricorn Cleantech Fund wat het grootste fonds van Capricorn Partners is, het recent opgerichte Capricorn Digital Growth Fund, Capricorn Health-tech Fund, Capricorn Sustainable Chemistry Fund, Capricorn Cleantech Fund en het China-Belgium (Europe) Technology Innovative Industry Fund (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019; Capricorn Partners, 2019).

Het Gemma Frisius Fonds werd in 1997 opgericht als een joint venture tussen KU Leuven, KBC Bank en BNP Paribas Fortis Private Equity Belgium. Het fonds verleent zaaikapitaal of startkapitaal voor elke opportuniteit die ontwikkeld wordt binnen de Associatie KU Leuven, waarbij technologie of expertise betrokken is (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

In 1980 werd de Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen (Gimv) opgericht door de Vlaamse overheid om ondernemingen te ondersteunen in hun uitbouw en internationale groei. Gimv is sinds 1997 genoteerd op Euronext Brussel. De investeringsmaatschappij investeert in ondernemingen die actief zijn in volgende sectoren: connected customer, health en care, smart industries en sustainable cities. De focus ligt op de noden en voorkeuren van de groeiende, vergrijzende en gezondheidsbewuste maatschappij, op innovatie en intelligente technologie, rekening houdend met een duurzame impact op de samenleving van morgen (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

Waterland Private Equity is internationaal gevestigd met kantoren in België, Nederland, Groot-Brittannië, Duitsland, Zwitserland, Denemarken, Ierland en Polen en beheert momenteel een vermogen van 6 miljard euro. Er wordt geïnvesteerd in ondernemingen die op lange termijn groeipotentieel vertonen en inspelen op hedendaagse groeitrends zoals vergrijzing, outsourcing, digitalisering, luxe en duurzaamheid (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2019).

We are Jane werd in 2019 opgericht en is een fonds van vrouwen, door vrouwen. Vrouwelijke ondernemers hebben nog altijd minder toegang tot risicokapitaal dan mannelijke ondernemers, voor het realiseren van hun groeiplannen. Het fonds heeft dus als doel om groeikapitaal te verstrekken aan bedrijven met een vrouwelijke CEO of een vrouwelijke aandeelhouder (ING, 2019).

Tabel 2.2 Overzichtstabel private risicokapitaalverschaffers

	Fondsgrootte	Bepaling deelname	Financieringsvormen
Capricorn Cleantech Fund	€ 112 miljoen	Min.: € 250.000 Max.: € 10 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie ▪ Converteerbare obligatielening
Capricorn Digital Growth Fund	> € 45 miljoen	Min.: € 500.000 Max.: € 5 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie ▪ Converteerbare obligatielening (eventueel met warrants) ▪ Co-investering
Capricorn Health- tech Fund	€ 42 miljoen	Min.: € 500.000 Max.: € 6 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie ▪ Converteerbare obligatielening
Capricorn ICT Arkiv	€ 33,2 miljoen	Min.: € 500.000 Max.: € 5 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie ▪ Converteerbare obligatielening
Capricorn Sustainable Chemistry Fund	€ 86,5 miljoen	Min.: € 500.000 Max.: € 13 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie
Gemma Frisius Fonds	€ 30 miljoen	Min.: < € 125.000 Max.: € 1,25 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie
Gimv	€ 1,6 miljard	Min.: € 5 miljoen Max.: € 50 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Achtergestelde lening (met warrants) ▪ Aandelenparticipatie ▪ Obligatielening met warrants ▪ Converteerbare obligatielening ▪ Mezzanine (met warrants) ▪ Co-investering
Waterland Private Equity	€ 6 miljard	Min.: € 500.000 Max.: € 500 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie
We are Jane	€ 50 miljoen	Min.: € 1,25 miljoen Max.: € 7,5 miljoen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aandelenparticipatie

2.3 GENDER FUNDING GAP

In 2019 werd slechts 2,8% van het totaal geïnvesteerd VC in de Verenigde Staten geïnvesteerd in ondernemingen die door vrouwen werden opgericht (Pitchbook, 2020). Ook Boston Consulting Group (BCG) spreekt in hun onderzoek met MassChallenge over een gender funding gap (Abouzahr, Taplett, Krentz, & Harthorne, 2018). Startups opgericht door een vrouw (\$935 000) ontvangen gemiddeld minder dan de helft van een investering, dan een gelijkaardige startup opgericht door een man (\$2 100 000), ook al generen ze gemiddeld 10% meer inkomsten over een periode van vijf jaar (Abouzahr et al., 2018). Daarenboven genereerden door vrouwen opgerichte bedrijven 78 cent voor elke dollar die geïnvesteerd werd, in tegenstelling tot door mannen opgerichte bedrijven die slechts 31 cent genereerden voor elke dollar die in hen geïnvesteerd werd (Abouzahr et al., 2018). Alsook is de

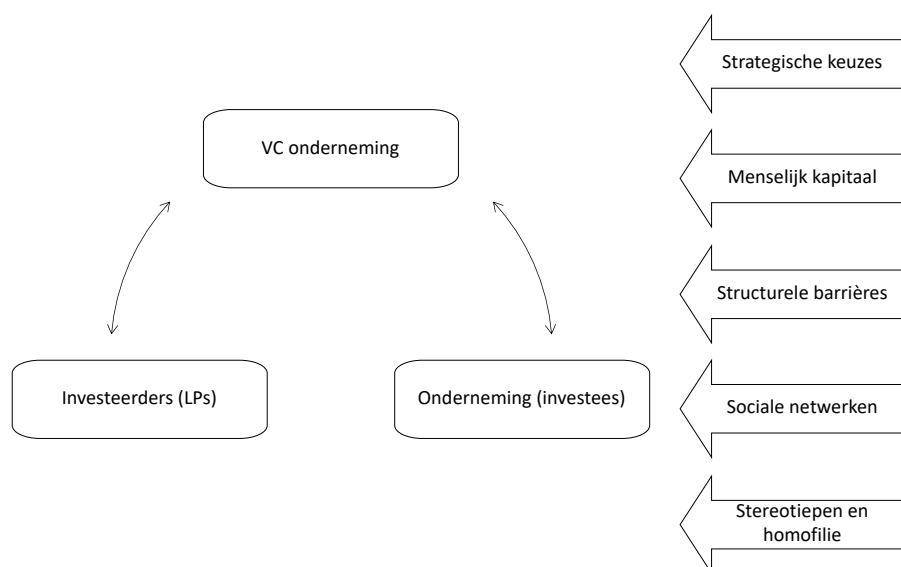
waarschijnlijkheid dat vrouwen binnen de vijf jaar na opstart stoppen met hun onderneming groter, wegens gebrek aan financiële middelen zoals VC (Shava, 2018).

2.3.1 GENDER FUNDING GAP IN VENTURE CAPITAL

Pioniers in het onderzoek naar de invloed van gender op toegang tot VC zijn Candida Brush, Nancy Carter, Elizabeth Gatewood, Patricia Greene, en Myra Hart die in 1999 een multi-universitair longitudinaal onderzoeksprogramma lanceerden, genaamd Diana Project (Brush, Greene, Balachandra, & Davis, 2018). Deze vijf vrouwelijke professoren onderzochten de toegang voor vrouwen tot groeikapitaal (Brush et al., 2018).

De interactie tussen de drie belangrijke actoren (GPs, LPs en investees) van een VC-overeenkomst werden reeds ut supra besproken. Het Diana Project bespreekt als één van de eersten drie grote barrières die de dispariteit in VC-funding aan vrouwelijke ondernemers kunnen verklaren. Belangrijk in het onderzoek zijn de structurele barrières in het VC-landschap. Ook werd er onderzoek verricht naar de barrière op vlak van menselijk kapitaal, met name de kennis en skills van de leidinggevenden in een VC-backed onderneming. Strategische keuzes werden gezien als de derde barrière (Brush et al., 2018).

Wegens de veranderingen in het ondernemerslandschap werd het eerdere theoretisch kader van het onderzoek aangepast. Naast de structurele barrières die vrouwen ondervinden bij VC-financiering, spelen ook sociale netwerken, stereotypen en homofilie een rol binnen de gender funding gap (Brush et al., 2018). Onderstaande Figuur 2.8 toont de relatie tussen de drie betrokken partijen in een VC-deal en de invloed van bovengenoemde barrières.



Figuur 2.8 Theoretisch kader Diana Project. Figuur aangepast van Brush et al. (2018).

Eerder onderzoek naar de gender gap in verschillende financieringsvormen focust op één of meerdere van deze factoren. Naast onderzoeken die zich focussen op structurele factoren verdiepen andere onderzoeken zich in de gedragingen van de investeerders (Johnson, Stevenson, & Letwin, 2018). Aan de hand van de barrières die de onderzoekers van het Diana Project identificeerden, wordt het literatuuronderzoek verder uitgebreid.

1. STRUCTURELE BARRIÈRES

Coleman en Robb (2009) concludeerden dat vrouwen over significant minder kapitaal beschikken dan mannen bij de start van hun onderneming. Daarnaast halen vrouwen ook significant minder kapitaal op bij de verdere ontwikkeling van hun onderneming.

Oorzaken kunnen zowel gevonden worden aan aanbod- als vraagzijde. Naast het gebrek aan kennis van de investeerder in de sector en de grotere kans op falen, heeft de investeerder vaak ook een voorkeur van sector die ervoor kan zorgen dat vrouwen benadeeld worden. Deze oorzaken situeren zich aan de aanbodzijde van VC (Coleman & Robb, 2009).

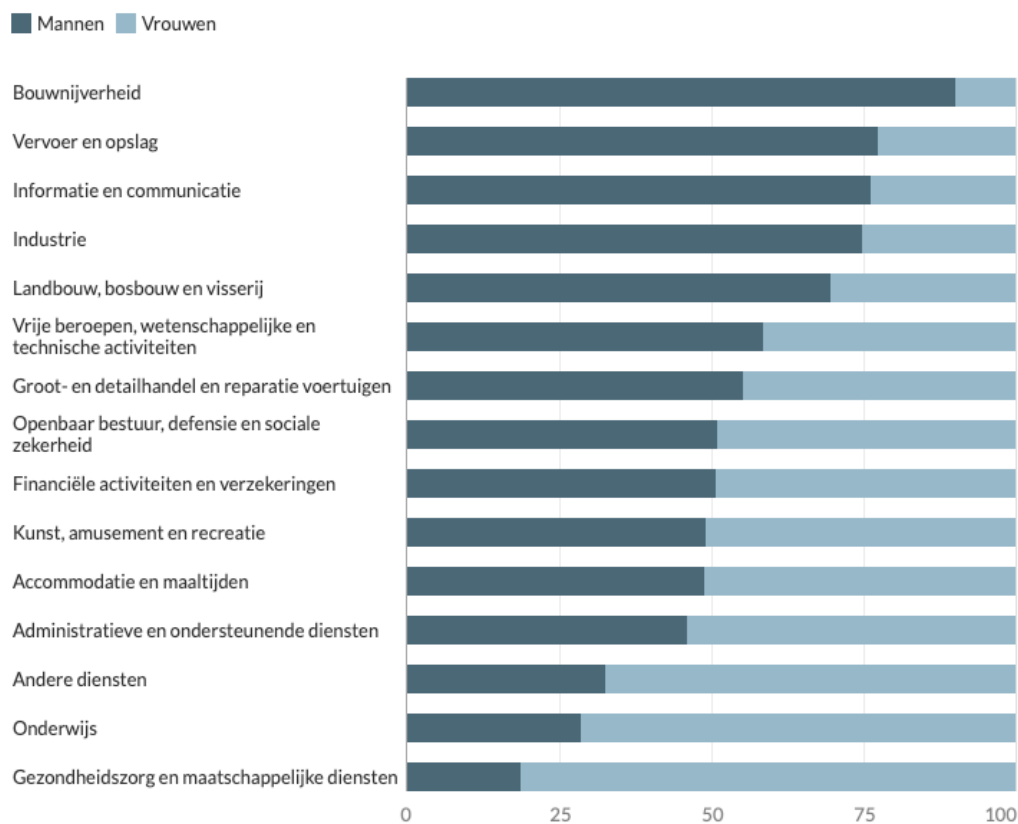
Ook langs de vraagzijde stellen zich verschillende factoren die invloed hebben op de gender funding gap. Vrouwen zijn vaak risicoaverser, verkiezen kleinere ondernemingen omwille van een betere work-life-balance en behouden graag de controle. Hieruit volgt een kleinere vraag naar kapitaal waardoor externe financieringsbronnen dikwijls niet nodig zijn (Coleman & Robb, 2009). Kanze, Huang, Conley en Higgins (2018) voerden recent onderzoek naar het verschil in startup funding tussen mannen en vrouwen. Het onderzoek toont aan dat er geen significant verband is van de vraag naar start-upfinanciering tussen mannelijke of vrouwgeleide ondernemingen, maar dat het geïnvesteerde bedrag wel hoger is voor startups geleid door mannen, in vergelijking met startups met dezelfde vraag naar kapitaal geleid door vrouwen (Kanze et al., 2018).

Eveneens kan de werking van VC en het proces zelf, beïnvloed worden door verscheidene factoren. Brush et al. (2018) omschrijven dat de normen omtrent pitchen, feedback geven aan de potentiële investee en de competitieve coaching mannelijk zijn van aard.

2. MENSELIJK KAPITAAL

Menselijk kapitaal (*human capital*) bespreekt de kennis en vaardigheden van een individu (Becker, 1964). Vrouwen zijn actief in sectoren zoals retail en dienstennijverheid, terwijl ze minder aanwezig zijn in sectoren als bouwnijverheid en technologie of industrie (Greene, Brush, Hart, & Saporito, 2001). Recente cijfers uit Vlaanderen, weergegeven in Figuur 2.9, bevestigen deze bevinding. Greene et al.

(2001) kon enkel een significant verschil vinden op basis van geslacht in de industriële sector en de transport- en communicatiesector.



Noot: de gegevens in de figuur zijn schattingen gebaseerd op een enquête. Daardoor moet rekening gehouden worden met een onzekerheidsmarge. Zie: 'Meer info over definities en bronnen'. De 6 kleinste sectoren zijn niet opgenomen wegens te lage betrouwbaarheid.

Figuur 2.9 Werkenden van 20 tot 64 jaar in % per economische sector (NACE 2008) naar geslacht in Vlaanderen voor periode 2017-2018 (Statistiek Vlaanderen, 2020)

Uit de cijfers van Invest Europe (2019b), in Figuur 2.5, wordt opgemerkt dat bepaalde sectoren meer VC ontvangen dan andere sectoren. Uit het onderzoek van Greene et al. (2001) blijkt dat vrouwen in bepaalde sectoren, gezien de vaak voorkomende sectorvoorkeur van de VC, minder kans hebben op VC. Vrouwelijke ondernemers in de biotechnologiesector hebben meer kans op een investering via VC dan vrouwelijke ondernemers in sectoren van computer en IT en industriële energiebedrijven (Brush et al., 2018). Bijgevolg is er een mismatch tussen de industrieën waarin vrouwelijke ondernemers sterk aanwezig zijn en de industrieën die de voorkeur genieten van de VCs (Greene et al., 2001).

Naast het verschil in sector, bespreken Greene et al. (2001) ook het vrouwelijk ondernemerschap en de aanwezigheid van vrouwen op het niveau van de raad van bestuur. Het Vlaams Netwerk van Ondernemingen (VOKA) schreef in 2019 dat slechts één op drie ondernemers een vrouw is. Bovendien heeft slechts één op zes ondernemers in België toegang tot funding. Via verschillende programma's en evenementen probeert VOKA vrouwelijk ondernemerschap te stimuleren en een evenwicht in

leidinggevende functies tussen mannen en vrouwen na te streven (Vlaams Netwerk van Ondernemingen (VOKA), 2019).

Tot slot beschreven Gatewood, Brush, Carter, Greene en Hart (2009) dat eerdere ervaringen in een start-up of ondernemerschap een positief effect zouden hebben op het verkrijgen van VC, net als ook een diploma een grotere geloofwaardigheid van competenties zou tonen aan de potentiële investeerders.

3. STRATEGISCHE KEUZES

Niet iedereen kiest voor groei, ook wordt groei door verschillende factoren bepaald zoals de doelstellingen van de ondernemer, de product- of marktstrategie en de context van de ondernemer (Greene et al., 2001). Vrouwen worden, in eerder onderzoek, geassocieerd met minder kapitaalintensieve ondernemingen en minder tolerantie voor risico dat samengaat met agressieve groeistrategieën (Kanze et al., 2018), alsook nemen ze minder snel de stap om te groeien (Alsos & Ljunggren, 2017). Daarnaast behouden vrouwen de controle liever zelf, wat tegenstrijdig is met de gebruikelijke managementondersteuning die de VCs aanbiedt tijdens de investering (Greene et al., 2001). Deze elementen zorgen ervoor dat vrouwen minder snel de stap zetten om op zoek te gaan naar VC.

De meerderheid (62,8%) van de VC-investeringen in vrouwgeleide ondernemingen vond plaats in de zaai fase, terwijl dit slechts bij mangeleide ondernemingen iets meer dan de helft bedroeg (55,3%). Dit significant verschil werd ook gevonden bij overnamefinanciering, maar dan in het voordeel van mannen. Ondernemingen geleid door een man verkregen significant meer VC bij overnamefinanciering dan ondernemingen geleid door een vrouw (Greene et al., 2001).

Als er wordt gekeken naar de aanbodzijde van VC, merken Gatewood et al. (2009) volgens de netwerktheorie op, dat mensen zichzelf met gelijken willen identificeren. Daarom is het belangrijk dat vrouwelijke investeerders of investeringsverantwoordelijken ook aanwezig zijn binnen het selectie- en investeringsproces van VC, opdat vrouwgeleide ondernemingen een kans maken om VC te verkrijgen. In 2000 waren slechts 8,8% van diegenen die investeringsbeslissingen nemen vrouwen (Gatewood et al., 2009).

Vrouwgeleide ondernemingen worden vaak gezien als minder goed presterend op factoren zoals inkomsten, grootte onderneming en groeipercentage (Alsos & Ljunggren, 2017). Voor een VCs zijn net omzet en groei belangrijke factoren, om een zo mooi mogelijke exit te realiseren (Aernoudt, 2019; Gompers & Lerner, 2000; Manigart & Witmeur, 2009). Hierdoor zouden vrouwen een nadeel kunnen ondervinden bij het verkrijgen van VC.

4. SOCIALE NETWERKEN

De VC-industrie staat bekend als een mannenwereld. Uit de literatuur blijkt namelijk dat de VC-industrie gedomineerd wordt door het mannelijke geslacht (Aernoudt & De San José, 2020; Brush et al., 2018). Gezien de investeringsopportuniteiten voornamelijk via referenties van andere ondernemers of VCs tot bij de potentiële VCs komt, is een sociaal netwerk essentieel (Gatewood et al., 2009; Gompers & Lerner, 2000). Ook dit zorgt voor een barrière voor vrouwelijke ondernemers.

Vrouwen hebben immers andere netwerken dan hun mannelijke tegenhangers en zijn minder geconnecteerd met de financiële netwerken waar ook VCs aanwezig zijn. Deze financiële netwerken zouden er nochtans voor kunnen zorgen dat vrouwen via referenties bij een VCs terecht komen die geïnteresseerd is in hun project (Brush et al., 2018).

5. STEREOTYPEN EN HOMOFILIE

Gender homofilie is een sociologisch concept waarbij individuen de neiging hebben om zich te associëren met andere individuen die demografische gelijkenissen vertonen (Brashears, 2008). Kanze et al. (2018) verrichtten recent onderzoek naar de gender gap in startup financiering op basis van de *regulatory focus theory*. Hierbij analyseerden ze de verschillende vraagstelling van de investeerder naar de ondernemers toe op basis van gender (Kanze et al., 2018). Tijdens het selectieproces moet de ondernemer het idee pitchen en op een zo duidelijk mogelijke manier het idee uitleggen, verklaren welk probleem het oplost en hoe het idee zal groeien zodat het interessant is voor de VCs (Brush et al., 2018). Uit het onderzoek blijkt dat mannelijke ondernemers een grotere kans hebben op vragen die gericht zijn op promotie, terwijl vrouwen eerder vragen krijgen die gericht zijn op preventie (Kanze et al., 2018). Daarnaast blijkt ook dat zowel vrouwelijke als mannelijke VCs een bias tonen tegenover vrouwen (Kanze et al., 2018), wat niet bevestigt wat Gatewood in 2009 reeds schreef. Uit interviews met verscheidene vrouwelijke beslissers in het selectie- en investeringsproces beschreven zij hun rol als gelijkaardig als die van hun mannelijke collega's en gaven zij aan niet anders te gaan evalueren (Gatewood et al., 2009).

Investeerders nemen vanuit genderstereotypen vaak incongruentie waar tussen de eigenschappen van vrouwen en de eigenschappen van succesvolle ondernemers (Johnson et al., 2018). Van vrouwen wordt verwacht dat zij een familiale en verzorgende rol opnemen en dit wordt gelinkt aan een lagere status positie. De karaktereigenschappen die men hiermee linkt zijn niet in overeenstemming met wat er wordt verwacht van een leidersfiguur die streeft naar succes en een hoge positie (Eagly & Karau, 2002). Vrouwen worden eerder beschreven als behulpzaam, gevoelig, voedend, sympathiek en

zachtaardig, terwijl mannen voornamelijk worden omschreven als ambitieus, dominant, onafhankelijk, assertief, zelfredzaam en zelfzeker (Eagly & Karau, 2002).

Doordat er inconsistentie is tussen de verwachtingen die men doorgaans heeft van een leider en de historische perceptie van vrouwen, kan dit mogelijks de oorzaak zijn van een vooroordeel met negatieve invloed voor vrouwen in leidende posities (Eagly & Karau, 2002). Vrouwen die effectief een leidersrol uitoefenen schenden hiermee de verwachtingen van het traditionele rollenpatroon. Zij vertonen eigenschappen die niet in overeenstemming zijn met de verwachtingen van een traditionele vrouwenrol. Hierdoor kunnen zij ongunstig en negatief beoordeeld en afgestraft worden voor het schenden van hun genderrol, vooral door degenen die nog sterk vasthouden aan de traditionele rollenpatronen (Cialdini & Trost, 1998). Onderzoek wees uit dat zelfs indien vrouwelijke managers als succesvol worden beschouwd, zij nog steeds worden beoordeeld als meer vijandig en egoïstisch, minder rationeel en objectief dan even succesvolle mannelijke managers (Heilman, 1995).

Vooroordelen tegenover vrouwen als leiders kunnen dus twee vormen aannemen. Ten eerste wordt hun leiderschapspotentieel minder gunstig beoordeeld, vanwege de incongruentie van karaktereigenschappen. Ten tweede worden vrouwen in een effectieve leidersrol negatief beoordeeld omdat dergelijk gedrag als minder gewenst wordt ervaren bij vrouwen (Eagly & Karau, 2002).

Door deze vooroordelen ervaren vrouwen een barrière die het hen bemoeilijkt om door te groeien naar een hoge leidinggevende positie. Dit fenomeen wordt ook wel het glazen plafond genoemd. Volgens Eurostat (2017) wordt 33% van de managementposities in België bekleed door een vrouw. In vergelijking met andere Europese landen is er in België nog veel ruimte voor verbetering. Het grootste aandeel vrouwen in managementposities werd waargenomen in Letland (47%), Polen (41%) en Slovenië (41%) (Eurostat, 2017).

2.3.2 GENDER FUNDING GAP IN ANDERE FINANCIERINGSVORMEN

Naast VC zijn er nog verscheidene mogelijkheden voor een onderneming om financiering te verkrijgen. Vrouwgeleide ondernemingen worden beperkt in hun groeimogelijkheden door de beperkte beschikbaarheid aan financiële middelen (Carter & Allen, 1997). Bij bankfinanciering is er geen verschil in het afwijzingspercentage, het interestpercentage en de tijdsduur van een lening op basis van gender (Watson, Newby, & Mahuka, 2009).

In de categorie informeel risicokapitaal werd er zowel onderzoek gevoerd naar gender funding gap bij business angels (BA) als bij crowdfunding. Zo merkten Becker-Blease en Sohl (2007) op dat slechts een beperkt aantal vrouwelijke ondernemers een voorstel indient bij business angels (BAs). De kans dat die vrouwelijke ondernemers de gevraagde investering ontvangen is even waarschijnlijk als de kans

dat een mannelijke onderneming de gevraagde investering ontvangt (Becker-Blease & Sohl, 2007). Daarnaast vonden ze ook dat vrouwelijke ondernemers vaker financiering zoeken bij vrouwelijke BAs en dat ze, weliswaar in mindere mate, ook meer financiering verwerven bij vrouwelijke BAs (Becker-Blease & Sohl, 2007). In recenter onderzoek van Poczter en Shapsis (2017) wordt de bevinding omtrent de waarschijnlijkheid bevestigd. Het verschil in de ontvangen financiering tussen mannelijke en vrouwelijke ondernemers is afhankelijk van het gevraagde bedrag en de industrie waarin ze werkzaam zijn (Poczter & Shapsis, 2017). Vrouwelijke ondernemers ontvangen minder BA-investeringen, omdat ze er ook minder vragen (Becker-Blease & Sohl, 2007; Poczter & Shapsis, 2017).

Crowdfunding gebeurt door vele kleine investeerders die een relatief kleine investering voltooien in een start-up (Johnson et al., 2018; Malaga, Mamonov, & Rosenblum, 2018). Terwijl Malaga et al. (2018) schrijven dat ook vrouwen minder toegang krijgen tot crowdfunding, bemerken Johnson et al. (2018) dat vrouwen bevoordeeld worden binnen crowdfunding. Vrouwelijke ondernemers worden als geloofwaardiger gezien, waardoor deze bevindingen invloed hebben op de perceptie van de crowdfunder om te investeren in vrouwelijke ondernemers (Johnson et al., 2018).

3 ONDERZOEKSOPZET

3.1 ONDERZOEKSVRAAG EN HYPOTHESES

De voorbije jaren is het aantal onderzoeken naar VC gestegen. Onderzoek naar genderdiversiteit binnen het private equity landschap krijgt de laatste jaren ook meer aandacht (Pierre Demaerel, persoonlijke communicatie, 8 april 2020). International Finance Corporation publiceerde in 2019 een studie over genderdiversiteit binnen de private equity en venture capital industrie waarin het de problemen identificeert en aanbevelingen geeft aan de betrokken partijen binnen een investering met private equity of VC (International Finance Corporation, 2019). Zo werd Level 20 opgericht in 2015 met als doel meer vrouwen in de Europese private equity industrie te hebben (Level 20, s.d.). Ook fondsen zoals We Are Jane en Karmijn Kapitaal zijn maar enkele voorbeelden, en vormen een antwoord op de stijgende aandacht naar genderdiversiteit in het VC-landschap (Karmijn Kapitaal, 2020; We Are Jane, s.d.).

Uit voorgaande literatuurstudie kan geconcludeerd worden dat verscheidene factoren invloed hebben op de gender funding gap. Via dit onderzoek wordt nagegaan of het fenomeen ook in Vlaanderen aanwezig is. Gezien de beperkte mogelijkheden in tijd en data wordt de focus op de aanbodzijde van VC gelegd. Zodoende kan er aan de hand van zowel kwantitatieve als kwalitatieve data gerapporteerd worden.

De onderzoeksvraag luidt als volgt:

<i>Is er een gender funding gap binnen VC in Vlaanderen?</i>

Het Diana Project (Brush et al., 2018; Greene et al., 2001) vormt een belangrijke basis binnen het onderzoek naar genderdiversiteit in VC. Dit onderzoek wordt dan ook als basis gebruikt om volgende hypotheses op te stellen. Uit de literatuur blijkt dat vrouwgeleide ondernemingen veel minder VC ontvangen dan ondernemingen geleid door mannen (Abouzahr et al., 2018; Brush et al., 2018; Greene et al., 2001; Pitchbook, 2020). Gezien slechts één op zes vrouwelijke ondernemers toegang heeft tot funding (Vlaams Netwerk van Ondernemingen (VOKA), 2019) leidt het verschil van de ontvangen investeringen tussen mannen en vrouwen de eerste hypothese.

Hypothese 1. Ondernemingen geleid door vrouwen ontvangen significant minder VC dan ondernemingen geleid door mannen.

Binnen de technologiesector in België ontvingen ondernemingen met een vrouwelijke CEO of co-founder slechts 6% van het aantal investeringen tijdens de periode 1989-2020 (Sirris, Omar Mohout ,

persoonlijke communicatie, 4 april 2020). Brush et al. (2018) vonden dat vrouwelijke ondernemers meer kans hebben op een investering via VC in de biotechnologische sector dan in sectoren van computer en IT en industriële energiebedrijven. Uit het *All in: Women in the VC Ecosystem* rapport (PitchBook, 2019) blijkt dat 25% van de investeringen in de farma- en biotechsector plaatsvond in ondernemingen met minstens één vrouwelijke oprichtster. Deze bevinding leidt tot de volgende hypothesen.

Hypothese 2. Ondernemingen geleid door vrouwen in de ICT-sector ontvangen significant minder VC dan ondernemingen geleid door mannen in de ICT-sector.

Hypothese 3. Vrouwgeleide ondernemingen in de biotechsector halen significant meer kapitaal op via VC dan vrouwgeleide ondernemingen in de ICT-sector.

VC-investeringen worden ook opgedeeld onder zaai- (seed), start-up- (early-stage) of expansiefinanciering (later-stage) (Invest Europe, 2019b). Terwijl in 2001 nog bleek dat vrouwen meer kans hadden op start-upfinanciering (Greene et al., 2001), wijst onderzoek in 2018 uit dat ondernemingen met vrouwen in het managementteam een grotere kans hadden op later-stagefinanciering binnen VC (Brush et al., 2018). In Europa gebeurt 20% van de later-stage-investeringen in vrouwgeleide ondernemingen (Aernoudt & De San José, 2020). Via de volgende hypothese wordt onderzocht of dit verschil op te merken is bij de VC-investeringen in Vlaanderen.

Hypothese 4. Ondernemingen geleid door vrouwen halen meer kapitaal op in later-stagefinanciering dan in start-upfinanciering.

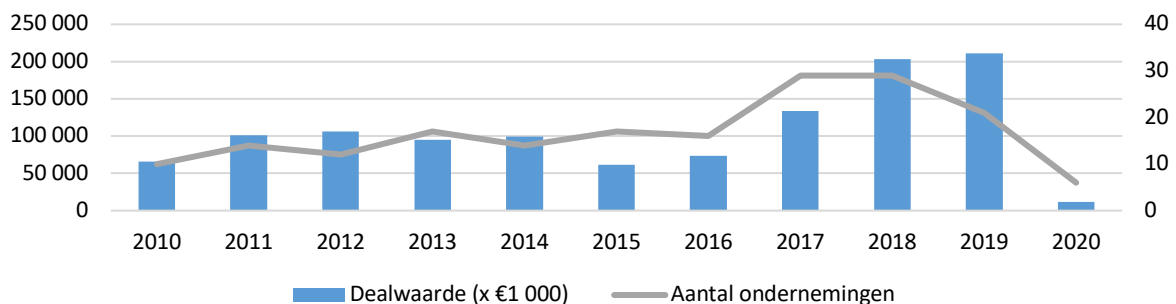
Tijdens het Diana Project werd ook aandacht besteed aan de locatie van VC-investeringen. Steden waar grote universiteiten gesitueerd zijn of als hightech gebied gezien worden, hebben vaak een hogere concentratie aan VC-investeringen (Brush et al., 2018; Landström, 2007). Op basis van deze informatie wordt in de vijfde hypothese nagegaan of deze vaststelling ook significant is in Vlaanderen.

Hypothese 5. Vrouwgeleide ondernemingen gesitueerd in een provincie met een universiteit halen significant meer kapitaal op dan vrouwgeleide ondernemingen gesitueerd in een provincie waar geen universiteit gelegen is.

3.2 METHODOLOGIE EN DATA

Gezien de specifieke onderzoeksvraag bestaat er geen dataset die aan de noden van het onderzoek voldoet. Via toegang tot de Zephyr database van Bureau Van Dijk werd aan de hand van verscheidene criteria een dataset gecreëerd. Enkel ondernemingen in Vlaanderen die VC ontvingen tussen 1 januari 2010 en 31 maart 2020 behoren tot de onderzoeksopzet. Uiteindelijk omvat de dataset 276

observaties. De dataset werd uitgebreid door middel van eigen zoekopdrachten gezien een variabele die beschrijft of de onderneming vrouwgeleid is of niet, essentieel is voor het onderzoek. Via Orbis (Bureau Van Dijk), crunchbase, het Belgisch Staatsblad, de website van de investee en andere relevante nieuwsartikelen werd gekeken naar de samenstelling van het management op moment van de investering. Via de oprichtingsakte werd gekeken of er een vrouw bij de oprichting aanwezig was. Indien bleek dat de observatie niet voldeed aan de definitie van VC volgens Invest Europe (2019b) werd deze uit de dataset gefilterd. Deze stap zorgt voor een gecleande dataset, importeerbaar in SPSS, met een totaal van 185 relevante observaties voor een periode van 1 januari 2010 tot 31 maart 2020. De statistische software SPSS maakt het mogelijk om verschillende analyses uit te voeren om het onderzoek te voltooien. Tussen 2010 en eind maart 2020 werd 1,17 miljard euro geïnvesteerd in Vlaamse ondernemingen. Figuur 3.1 geeft het jaarlijkse aantal investeringen en totale dealwaarde weer.



Figuur 3.1 Totaal aantal investeringen en totaal geïnvesteerd bedrag van venture capital in Vlaanderen per jaar

Tijdens de eerste fase van het onderzoek worden vijf hypothesen getest die op basis van eerdere literatuur opgesteld werden. Gezien de veronderstelling van een lineair verband tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen, heeft de meervoudige regressie volgende vorm:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + e_i$$

Specifiek toegepast op het onderzoek resulteert deze algemene vorm in specifieke regressies, opgesteld in volgorde van de hypothesen uit rubriek 3.1:

ln(dealwaarde)

$$\begin{aligned}
 &= \alpha + \beta_1 \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} + \beta_2 \times D_{\text{Oost-vlaanderen}} + \beta_3 \times D_{\text{Antwerpen}} \\
 &+ \beta_4 \times D_{\text{Vlaams-Brabant}} + \beta_5 \times D_{\text{Limburg}} + \beta_6 \times D_{\text{start up}} + \beta_7 \times D_{\text{later}} \\
 &+ \beta_8 \times D_{\text{publiek}} + \beta_9 \times D_{\text{gemengd}} + \beta_{10} \times D_{\text{ICT}} + \beta_{11} \times D_{\text{biotech and healthcare}} \\
 &+ \beta_{12} \times D_{\text{business products and services}} + \beta_{13} \times D_{\text{chemicals and materials}} \\
 &+ \beta_{14} \times D_{\text{consumer goods and services}} + \beta_{15} \times D_{\text{energy and environment}} \\
 &+ \beta_{16} \times D_{\text{transportation}} \quad (1)
 \end{aligned}$$

$\ln(\text{dealwaarde})$

$$\begin{aligned} &= \alpha + \beta_1 \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} + \beta_2 \times D_{\text{Oost-vlaanderen}} + \beta_3 \times D_{\text{Antwerpen}} \\ &+ \beta_4 \times D_{\text{Vlaams-Brabant}} + \beta_5 \times D_{\text{Limburg}} + \beta_6 \times D_{\text{start up}} + \beta_7 \times D_{\text{later}} \\ &+ \beta_8 \times D_{\text{publiek}} + \beta_9 \times D_{\text{gemengd}} + \beta_{10} \times D_{\text{ICT}} \\ &+ \beta_{11} \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} \times D_{\text{ICT}} \quad (2) \end{aligned}$$

$\ln(\text{dealwaarde})$

$$\begin{aligned} &= \alpha + \beta_1 \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} + \beta_2 \times D_{\text{Oost-vlaanderen}} + \beta_3 \times D_{\text{Antwerpen}} \\ &+ \beta_4 \times D_{\text{Vlaams-Brabant}} + \beta_5 \times D_{\text{Limburg}} + \beta_6 \times D_{\text{start up}} + \beta_7 \times D_{\text{later}} \\ &+ \beta_8 \times D_{\text{publiek}} + \beta_9 \times D_{\text{gemengd}} + \beta_{10} \times D_{\text{ICT}} \\ &+ \beta_{11} \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} \times D_{\text{ICT}} \\ &+ \beta_{12} \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} \times D_{\text{biotech and healthcare}} \quad (3) \end{aligned}$$

$\ln(\text{dealwaarde})$

$$\begin{aligned} &= \alpha + \beta_1 \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} + \beta_2 \times D_{\text{Oost-vlaanderen}} + \beta_3 \times D_{\text{Antwerpen}} \\ &+ \beta_4 \times D_{\text{Vlaams-Brabant}} + \beta_5 \times D_{\text{Limburg}} + \beta_6 \times D_{\text{ICT}} \\ &+ \beta_7 \times D_{\text{biotech and healthcare}} + \beta_8 \times D_{\text{business products and services}} \\ &+ \beta_9 \times D_{\text{chemicals and materials}} + \beta_{10} \times D_{\text{consumer goods and services}} \\ &+ \beta_{11} \times D_{\text{energy and environment}} + \beta_{12} \times D_{\text{transportation}} \\ &+ \beta_{13} \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} \times D_{\text{start up}} \\ &+ \beta_{14} \times D_{\text{vrouwgeleide onderneming}} \times D_{\text{later}} \quad (4) \end{aligned}$$

Het tweede deel van het onderzoek gebeurt aan de hand van semi-gestructureerde interviews die de bekomen resultaten uit het kwantitatief onderzoek afoetsen met verschillende Vlaamse VC-fondsen. Op basis van de vooraf opgestelde vragen wordt ook getoetst naar de selectiecriteria van de investeerder en de eventuele impact van een stijgende aandacht voor genderdiversiteit op hun werking als VCs. Deze methode heeft als voordeel dat de antwoorden eenvoudig met elkaar vergeleken kunnen worden. Daarnaast biedt het de mogelijkheid om bijvragen te stellen indien een interessant onderwerp ter sprake komt tijdens het interview (Adams, 2010).

Het aantal interviews werd niet op voorhand vastgelegd en was afhankelijk van de interesse van de gecontacteerde personen. De gecontacteerde personen zijn telkens betrokken bij het investeringsproces van potentiële investeringen binnen het fonds of de onderneming. De interesse in het onderwerp vanuit verschillende partijen resulteerde in vijf interviews.

Tabel 3.1 Beschrijving van de geïnterviewden

Geïnterviewde	Functie geïnterviewde	Datum	Communicatiemiddel
Luc Kindt	CEO en oprichter, LK Investment	4 mei 2020	Zoom
Wouter Winnen	Principal investeringsmanager fondsinvesteringen, Participatiemaatschappij Vlaanderen	4 mei 2020	Zoom
Katrin Geyskens	Partner, Capricorn Ventures	7 mei 2020	Microsoft Teams
Katleen Vandersmissen	Managing Partner, Heran Partners	11 mei 2020	Zoom
Eline Talboom	Managing Partner, We Are Jane	13 mei 2020	Zoom

3.3 VARIABELEN KWANTITATIEF ONDERZOEK

Deze sectie beschrijft de variabelen die gebruikt worden in het kwantitatieve onderzoek.

3.3.1 AFHANKELIJKE VARIABELE

Dealwaarde (x €1.000). De opgestelde hypothesen onderzoeken het effect van genderdiversiteit op de opgehaalde VC-investering, afhankelijk van verschillende factoren. De waarde van de investering wordt uitgedrukt in duizend euro. Binnen de dataset met 185 observaties bedraagt het gemiddelde geïnvesteerde bedrag 6.330.013,89 euro, met een standaarddeviatie van 10.853.066,60 euro.

Daarnaast wordt een positieve skewness (4,009) en kurtosis (18,773) opgemerkt. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er veel kans is op heel hoge waarnemingen, met zelfs een grote massa in de extremen. De variabele wordt gecorrigeerd aan de hand van een log-transformatie om een normaalverdeling te bekomen (Brooks, 2019).

Tabel 3.2 Beschrijvende statistieken dealwaarde (x €1000)

	N	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Minimum	Maximum
Dealwaarde (x €1000)	185	6.330,013892	10.863,08860	8,00	75.000,00

3.3.2 ONAFHANKELIJKE VARIABELEN

Vrouwgeleide onderneming. Een eenduidige definitie van een ‘vrouwgeleide onderneming’ bestaat niet. Door de verscheidene definities in de verschillende onderzoeken werd een overzichtsschema opgesteld, weergegeven in Tabel 3.3.

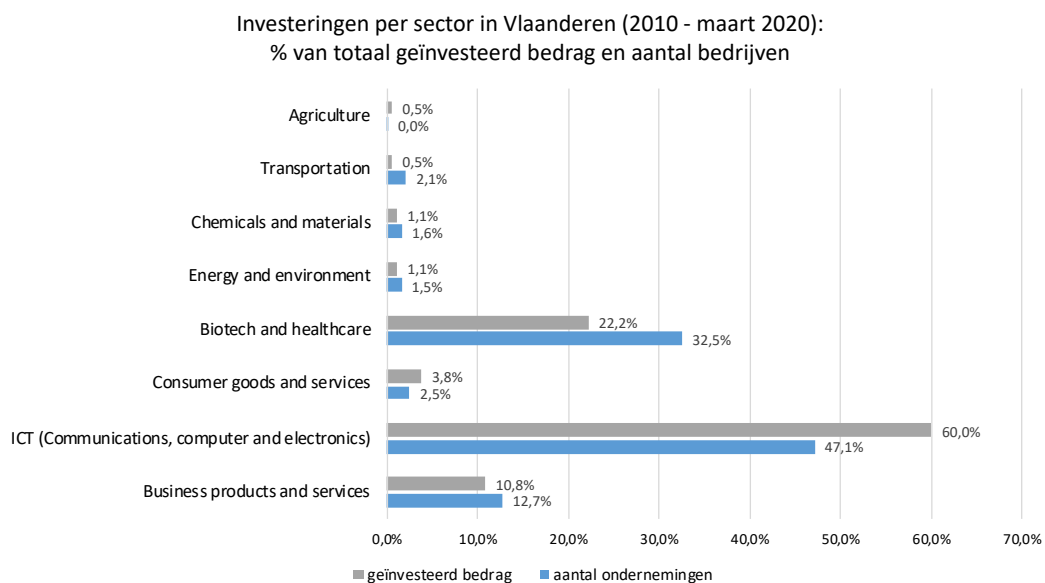
Tabel 3.3 Overzicht van definities 'vrouwgeleide onderneming'

Begrip	Definitie	Bron
Women-led	Een vrouw heeft de hoogst mogelijke positie in de onderneming (eigenaar of topmanagement)	Greene et al. (2001)
Women-owned	Primaire (voornaamste) eigenaar is een vrouw	Coleman en Robb (2009)
Women-led	De aanwezigheid van vrouwen in centrale leidinggevende functies (topmanagement) gedurende de eerste 30 jaar in de industrie	Gatewood et al. (2009)
Women-led	Onderneming heeft een vrouwelijke oprichtster	Alsos en Ljunggren (2017)
Women-led	Minstens één vrouw aanwezig in het executive team met een positie als CEO – Chief Executive Officer COO – Chief Operating Officer Chief Revenue Officer Chief Scientific Officer Chief Strategy Officer Chief Tech (Technology) Officer Chief Marketing Officer Chief Medical Officer Founder/Co-Founder Head/Co-head Owner/Co-Owner Partner/Co-Partner Creative Director Chairwomen Executive Chairman Executive Managing Director Executive Officer President General Manager	Brush et al. (2018).
Women-led	Crowdfunding context: vrouwelijke onderneemsters die crowdfunding opstart/idee pitcht	Johnson et al. (2018).
Women-founded	Minstens één vrouwelijke oprichtster	Abouzahr et al. (2018)
Female-founded	Minstens één vrouwelijke oprichtster of persoon die aangesproken wordt tijdens de pitch (tijdens start-up presentatie)	Kanze et al. (2018)

Tijdens dit onderzoek wordt de meest ruime definitie gebruikt, waarbij een onderneming gedefinieerd wordt als vrouwgeleid indien er minstens één vrouw aanwezig is in het oprichtingsteam, actief is op het executive niveau (C-level) of zetelt in de raad van bestuur op het moment van de investering. Voor het testen van de hypotheses werd een dummy-variabele gecreëerd waarbij waarde 1 staat voor vrouwgeleide onderneming en waarde 0 voor onderneming geleid door een man. In de gebruikte dataset worden 68 van de 185 bedrijven als 'vrouwgeleid' gedefinieerd. Dit betekent dat ruim één derde van de investeringen gebeurde in een onderneming die werd opgericht of geleid door minstens één vrouw.

Sector. Invest Europe (2019) categoriseert de verschillende investeringen in verscheidene sectoren¹. Aan de hand van de NACE-codes uit Zephyr en Orbis werden de observaties uit de dataset onderverdeeld volgens de categorieën van Invest Europe.

In de periode 2010-2020 werd 60% van het geïnvesteerd VC-kapitaal in Vlaanderen geïnvesteerd in de ICT-sector. Bijna de helft van de bedrijven die VC ontvingen bevinden zich in de ICT-sector. De ‘biotech en healthcare’ sector ontving ruim één vijfde van het totale geïnvesteerde bedrag dat werd geïnvesteerd in 41 ondernemingen binnen de sector. Figuur 3.2 geeft het procentuele aandeel weer van de geïnvesteerde van de VC-investering en het aantal ondernemingen per sector die VC ontvingen gedurende de periode januari 2010 - maart 2020 in Vlaanderen². Ongeveer de helft van de investeringen in de ‘biotech en healthcare’ sector gebeurde in een vrouwgeleide onderneming. Ook binnen de sectoren ‘consumer goods and services’ (25%) en ‘business products and services’ (42,9%) vonden 25% tot 50% van de VC-investeringen plaats in vrouwgeleide ondernemingen. Binnen de ICT-sector vonden 36 van de 111 (32,4%) VC-investeringen plaats in een vrouwgeleide onderneming.



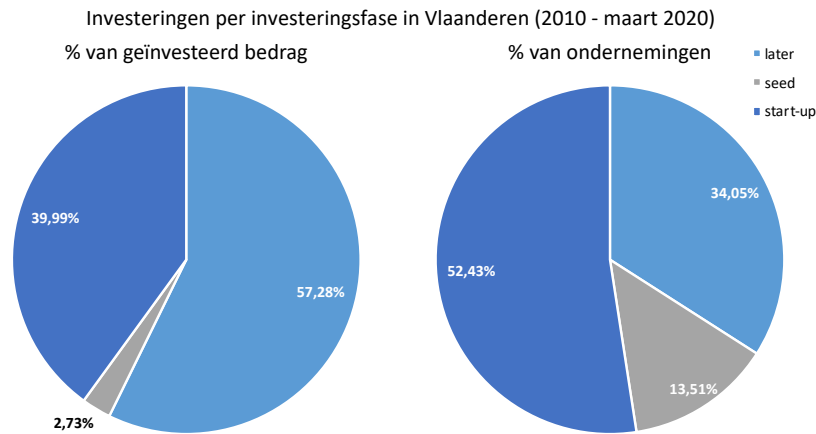
Figuur 3.2 Investerings per sector in Vlaanderen (2010-2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen

Investeringsfase. VC-investeringen vinden plaats in seed, early of later stadium van de onderneming (Invest Europe, 2019b). In het Diana Project (Brush et al., 2018; Greene et al., 2001) is de invloed van de fase waarin geïnvesteerd werd opgenomen in het onderzoek naar genderdiversiteit binnen VC. Uit de dataset blijkt dat de meerderheid van de investeringen (52,43%) plaatsvond tijdens de start-up fase van de onderneming zoals weergegeven in Figuur 3.3. Één derde van de ondernemingen die VC-

¹ Zie bijlage 1

² Een overzicht van het aantal investeringen in vrouwgeleide ondernemingen per sector wordt getoond in bijlage 2.

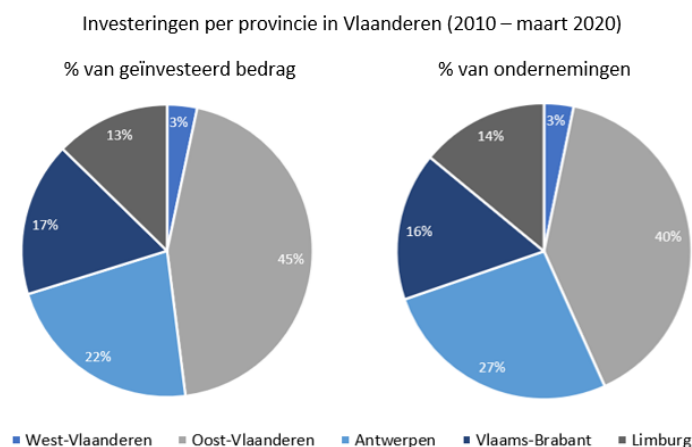
financiering ontving als later-stagefinanciering, ontvingen 57,28% van het totale geïnvesteerde kapitaal. Meer dan de helft van de VC-investeringen voor vrouwgeleide ondernemingen werden gebruikt als start-upfinanciering. Binnen de dataset ontvingen slechts 25 ondernemingen, waarvan zes vrouwgeleid, VC binnen de seedfinanciering voor een totaal van 31 miljoen euro.



Figuur 3.3 Investerings per investeringsfase in Vlaanderen (2010 - maart 2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen

Provincie. In het onderzoek werden enkel VC-investeringen met een Vlaamse onderneming als investee opgenomen. De onderneming waarin wordt geïnvesteerd moet de maatschappelijke zetel hebben in één van de vijf Vlaamse provincies: West-Vlaanderen, Oost-Vlaanderen, Vlaams-Brabant, Antwerpen of Limburg.

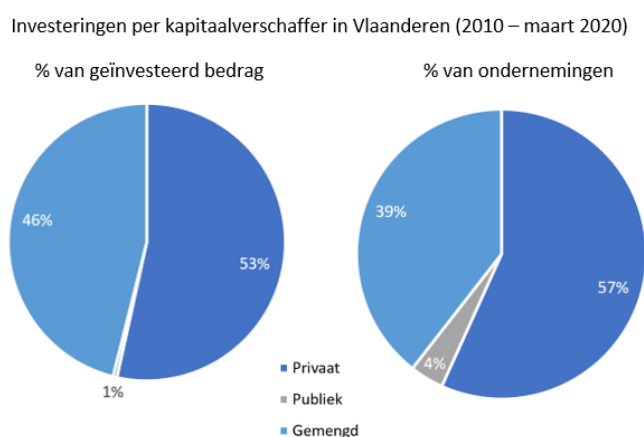
Uit de dataset blijkt dat Oost-Vlaanderen het meeste aantal VC-investeringen ontving. 74 ondernemingen die VC ontvingen zijn namelijk in deze provincie gevestigd. Ook halen die ondernemingen het grootste aandeel van het geïnvesteerde bedrag binnen, in totaal 522 miljoen euro. Tijdens 2010 en maart 2020 ontvingen 49 Antwerpse ondernemingen VC ter waarde van 260 miljoen euro. Dit zorgt ervoor dat Antwerpen 27% van de VC-investeringen vertegenwoordigt. In Vlaams-Brabant verkregen 30 ondernemingen een VC-investering ter waarde van bijna 200 miljoen euro. Zo'n 14% van de ondernemingen situeert zich in Limburg en ontvingen in totaal 149 miljoen euro. Slechts zes ondernemingen in West-Vlaanderen ontvingen tijdens de bestudeerde periode VC voor een totaal van 39 miljoen euro.



Figuur 3.4 Investerings per provincie in Vlaanderen (2010 - maart 2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen

3.3.3 CONTROLEVARIABLE

Kapitaalverschaffer. Zoals eerder vermeld wordt er een onderscheid gemaakt tussen drie soorten risicokapitaalverschaffers: publiek, privaat en gemengd. De dataset toont aan dat gedurende de onderzochte periode slechts zeven VC-investeringen plaatsvonden door een publieke kapitaalverschaffer. Deze investeringen bedragen, met een totaal van bijna 5,5 miljoen euro, amper 1% van het totaal geïnvesteerde bedrag. Private kapitaalverschaffers vertegenwoordigen het meeste aantal VC-investeringen en zijn ook verantwoordelijk voor het grootste aandeel van het geïnvesteerde bedrag. 105 ondernemingen ontvingen een VC-investering van een private kapitaalverschaffer, voor een totaal van 626 miljoen euro. De rubriek gemengd toont aan dat er een samenwerking is tussen één of meerdere publieke kapitaalverschaffers en één of meerdere private kapitaalverschaffers. 73 investeringen ter waarde van 539 miljoen euro vonden via zo'n samenwerking tussen private en publieke risicokapitaalverschaffers plaats.



Figuur 3.5 Investerings per type kapitaalverschaffer in Vlaanderen (2010 - maart 2020): % van totaal geïnvesteerd bedrag en aantal ondernemingen

4 RESULTATEN

4.1 DEEL 1: KWANTITATIEF ONDERZOEK

Één derde van de investeringen vond plaats in een onderneming waar een vrouw ofwel één van de oprichters was, ofwel lid was van het managementteam, ofwel zetelde in de raad van bestuur op het moment van de investering. De 68 investeringen in vrouwgeleide ondernemingen representeren collectief een som van 468.551.250 euro of 40,0% van het totale VC- kapitaal. Het voornaamste deel (61,7%) van het geïnvesteerd kapitaal in vrouwgeleide ondernemingen werd geïnvesteerd in ondernemingen actief binnen de sector 'biotech en healthcare'.

Via een *ordinary least squares* (OLS) worden de coëfficiënten geschat en getest op eventuele statistische problemen. Er is geen probleem van heteroskedasticiteit ($p=0,0516$), residuele autocorrelatie ($DW = 2,01$) of *omitted variable bias*. Bovendien werd reeds een log-transformatie uitgevoerd om een normale verdeling te bekomen.

De eerste regressie omvat naast de onafhankelijke variabele, vrouwgeleide onderneming, ook verscheidene controlevariabelen. Het model is statistisch significant met een verklaringskracht van 17,8%. In tegenstelling tot wat gerapporteerd wordt in de literatuur toont de variabele vrouwgeleide onderneming geen significant verband op de dealwaarde van de VC-investering. Hierdoor wordt hypothese 1 verworpen. In Vlaanderen ontvangen vrouwgeleide ondernemingen niet significant minder VC dan ondernemingen geleid door mannen.

Hypothese 2 stelt dat vrouwen in de ICT-sector minder VC zouden ontvangen dan ondernemingen geleid door mannen in diezelfde sector. Zoals weergegeven in Tabel 4.1 wordt naast de controlevariabelen ook een interactievariabele toegevoegd. De toevoeging van deze interactievariabele aan de vergelijking zorgt voor een stijging van de verklaringskracht van het model ($\text{adjusted } R^2 = 0,197$). Tabel 4.1 toont een significant negatief interactie-effect ($p=0,027$) tussen de ICT-sector en de variabele vrouwgeleide ondernemingen. De gemiddelde investering bedroeg in de periode 2010 – maart 2020 ongeveer 5 miljoen euro. Bij opsplitsing op basis van geslacht bedroeg de gemiddelde investering in een onderneming geleid door mannen 5,6 miljoen euro, terwijl dit voor een vrouwgeleide ondernemingen gemiddeld slechts 3,7 miljoen euro bedroeg.

Voor het testen van hypothese 3 werden er twee interactievariabelen toegevoegd aan het model, namelijk een interactieterm voor de ICT-sector en een interactieterm voor de biotech sector. Zoals weergegeven in Tabel 4.1 levert deze OLS-analyse slechts vier significant geschatte coëfficiënten op. Voor deze regressie toont de $\text{adjusted } R^2$ een verklaringskracht van 19,9%. Er kan dus worden

vastgesteld dat het toevoegen van de interactietermen zorgt voor een stijging van de verklaringskracht van het model. Gezien beide interactietermen in dit model niet significant zijn, kan de hypothese niet bevestigd worden. Op basis van de gebruikte dataset kan niet worden geconcludeerd dat vrouwgeleide ondernemingen in de biotechsector significant meer kapitaal ophalen via VC dan vrouwgeleide ondernemingen in de ICT-sector, in tegenstelling tot het onderzoek van Brush et al. (2018).

Vanuit het basismodel worden twee interactievariabelen toegevoegd voor het testen van de vierde hypothese, die in Tabel 4.1 wordt weergegeven als het vierde model. Het bevat één interactievariabele voor een vrouwgeleide onderneming die VC verkreeg in de start-upfase en één interactievariabele voor een vrouwgeleide onderneming die VC verkreeg in een latere investeringsfase. De verklaringskracht van het vierde model bedraagt 16,9% en is hiermee het model met de laagste verklaringskracht. Zoals Tabel 4.1 aantoont zijn er slechts vier significante coëfficiënten en zijn beide interactievariabelen niet significant. De vooropgestelde hypothese kan niet worden bevestigd op basis van de gebruikte dataset, waardoor niet bewezen kan worden dat vrouwgeleide ondernemingen significant meer kapitaal ophalen in een latere investeringsfase dan in de start-up fase. Uit de data-analyse blijkt echter wel dat 57,28% van het geïnvesteerd kapitaal toegewezen werd aan later-stagefinanciering.

Voor het testen van hypothese 5 wordt opnieuw gebruik gemaakt van het eerste model. Tabel 4.1 toont aan dat de provincies niet significant zijn in deze regressie, waardoor de hypothese niet kan worden bevestigd met de gebruikte dataset. Dit is tegenstrijdig met de literatuur, wat mogelijk verklaard kan worden door de aanwezigheid van minstens één universiteitsvestiging per Vlaamse provincie (Onderwijs Vlaanderen, s.d.). Echter zijn er wel grote verschillen tussen provincies in het aantal universiteiten en het aantal aangeboden studierichtingen.

In tegenstelling tot het Diana Project (Brush et al., 2018; Greene et al., 2001) wordt er geen significant verschil tussen investeringen in mangeleide of vrouwgeleide ondernemingen opgemerkt. Vrouwgeleide ondernemingen in de ICT-sector ontvangen wel minder VC-investeringen. In 2018 concludeerde Brush dat vrouwen meer kans hadden op VC-investeringen in de biotechsector. In dit onderzoek werd hier geen significant resultaat voor gevonden. Later-stagefinancieringen zijn niet significant hoger dan early-stagefinancieringen in vrouwgeleide ondernemingen. De provincie waarin de onderneming gesitueerd heeft geen significant effect op de VC-investering.

Tabel 4.1 Resultaten multivariate regressies (n=185)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante (α)	6,572*** (1,374)	6,110*** (1,373)	6,492*** (1,407)	6,499*** (1,394)
Vrouwgeleide onderneming (vrouw)	0,209 (0,181)	0,718** (0,289)	0,237 (0,490)	0,439 (0,547)
Provincie (Oost-Vlaanderen)	-1,252 (0,530)	-0,188 (0,519)	-0,104 (0,523)	-0,135 (0,530)
Provincie (Antwerpen)	-0,374 (0,530)	-0,496 (0,526)	-0,417 (0,529)	-0,361 (0,534)
Provincie (Vlaams-Brabant)	-0,079 (0,541)	-0,092 (0,535)	-0,006 (0,538)	-0,085 (0,546)
Provincie (Limburg)	-0,254 (0,555)	-0,264 (0,549)	-0,165 (0,554)	-0,239 (0,559)
Investeringsfase (later)	1,252*** (0,278)	1,196*** (0,276)	1,224*** (0,277)	1,329*** (0,326)
Investeringsfase (start-up)	0,891*** (0,262)	0,856*** (0,259)	0,883*** (0,260)	0,944** (0,302)
Kapitaalverschaffer (publiek)	-1,309* (0,542)	-1,311* (0,536)	-1,339* (0,535)	-1,298* (0,546)
Kapitaalverschaffer (gemengd)	0,310 (0,201)	0,304 (0,199)	0,285 (0,199)	0,305 (0,203)
Sector (ICT)	0,493 (1,227)	1,146 (1,248)	0,666 (1,307)	0,499 (1,239)
Sector (biotech and healthcare)	0,723 (1,242)	0,999 (1,234)	0,379 (1,333)	0,743 (1,253)
Sector (business products and services)	0,682 (1,253)	1,114 (1,253)	0,762 (1,284)	0,703 (1,264)
Sector (chemicals and materials)	0,932 (1,474)	1,465 (1,476)	0,973 (1,528)	0,926 (1,485)
Sector (consumer goods and services)	0,102 (1,306)	0,435 (1,299)	0,168 (1,316)	0,130 (1,321)
Sector (energy and environment)	1,207 (1,506)	1,720 (1,506)	1,268 (1,549)	1,218 (1,518)
Sector (transportation)	2,516 (1,702)	3,043 (1,698)	2,535 (1,747)	2,496 (1,712)
Vrouwgeleide onderneming x sector (ICT)		-0,832* (0,372)	-0,355 (0,541)	
Vrouwgeleide onderneming x sector (biotech and healthcare)			0,730 (0,600)	
Vrouwgeleide onderneming x investeringsfase (later)				-0,295 (0,625)
Vrouwgeleide onderneming x investeringsfase (start-up)				-0,237 (0,601)
R ²	0,249	0,271	0,277	0,250
Adjusted R ²	0,178	0,197	0,199	0,169

Opmerkingen:

De afhankelijke variabele van de verschillende regressies is het natuurlijke logaritme van dealwaarde.

Significantieniveaus: *p<0,05; **p<0,01, ***p<0,001

Een lege cel impliceert dat de variabele niet opgenomen is in de regressie.

De bovenste waarden stellen de coëfficiënten voor en de waarden tussen haakjes de gerapporteerde standaardfouten.

4.2 DEEL 2: KWALITATIEF ONDERZOEK

Tijdens het tweede deel van het onderzoek werden verschillende personen, die actief zijn binnen de VC-industrie, geïnterviewd.

De heer Luc Kindt is de oprichter en CEO van LK Investment, een private investeringsmaatschappij die zich richt tot de hightechindustrie. Voor de oprichting was hij reeds ettelijke jaren actief in de wereld van corporate venturing, venture capital en private equity. Hij is zeer actief in *change management* en geeft bestuursadvies aan directies en raden van bestuur. Daarnaast adviseert hij kopers en verkopers bij het volledige *mergers & acquisitions* (M&A) traject.

Als tweede werd heer Wouter Winnen geïnterviewd. Hij is principal investeringsmanager binnen de fondsinvesteringen voor Participatiemaatschappij Vlaanderen (PMV) en al meer dan 11 jaar actief binnen PMV. Vroeger werkte hij rond het toenmalige Arkimedes dakfonds, maar vandaag de dag is de heer Winnen medeverantwoordelijk voor de selectie van de general partners en fondsen waarin PMV Fund-of-Fund bereid is in te investeren.

Het derde interview vond plaats met mevrouw Katrin Geyskens, partner bij Capricorn Partners en verantwoordelijke voor VC-investeringen in het Capricorn ICT Fund en het jonge Capricorn Digital Growth Fund. Zelf is ze al sinds de zomer van 2001 actief binnen de venture capital sector.

Tot voor kort was mevrouw Katleen Vandersmissen manager van de afdeling Health & Care bij investeringsmaatschappij LRM. In januari 2020 richtte ze samen met drie andere ondernemers (Herman Verrelst, Annie Vereecken en Joris Mortelmans) Heran Partners op. Binnen dit investeringsfonds ligt de focus op de MedTech en digital health sector.

Allereest werd er gepolst naar het selectie- en investeringsproces binnen het fonds of de onderneming. Over het algemeen wordt een gelijkaardig proces gevolgd zoals beschreven in sectie 2.2.2. De investeringsvoorstellen die de fondsen of investeringsondernemingen ontvangen worden gescreend op basis van de executive summary, om na te gaan of het project binnen de focus van het fonds valt. Zo haalde Katrin Geyskens aan dat ze uiteindelijk een 500-tal businessplannen gescreend heeft die binnen de scope van haar fonds vielen. Luc Kindt haalt aan gemiddeld minstens één voorstel per week op zijn radar te hebben.

Daarnaast wordt opgemerkt dat sector een criterium is dat vroeg in het proces gebruikt wordt om te selecteren welk project verder gaat in het selectieproces, wegens de enge sectorfocus van de fondsen. Bij de evaluatie van de investeringsmogelijkheden wordt gekeken naar vijf basiskarakteristieken: (a) aantrekkelijkheid van de markt, (b) productdifferentiatie, (c) managementcapaciteiten, (d) weerstand tegen de bedreiging van omgevingsfactoren en (e) *cash-out* mogelijkheden (Tyebjee & Bruno, 1984).

Gompers et al. (2020) haalden eveneens aan dat naast ondernemingsgerelateerde factoren zoals product, markt en industrie, ook aandacht besteed wordt aan het managementteam.

De gesprekken met de investeringsmanagers of VCs tonen aan dat deze criteria zeker relevant zijn. Luc Kindt vermeldde een specifieke formule voor succes: momentum x market x management x money. Binnen VC is het project vaak een innovatieve technologie waarbij zowel Katleen Vandersmissen als Katrin Geysken van Capricorn Partners opmerken dat een potentiële patenteerbaarheid het project interessanter maakt. Bovendien is het belangrijk dat er een markt is voor het project. Indien er geen of te weinig vraag is, is er weinig kans op een rendabel project waardoor de VC geen meerwaarde zal kunnen creëren op de investering. Eveneens is de schaalbaarheid van het project belangrijk en wordt ook gekeken of internationalisering mogelijk is.

Tijdens het gesprek met Katrin Geyskens vermeldde ze dat Capricorn Partners ook businessplannen ontvangt waarvoor het nog te vroeg is om in te investeren. Daarnaast haalde Luc Kindt het momentum aan van de investering. Voor de VCs is het dus belangrijk dat het project zich op het juiste moment aanbiedt.

Luc Kindt benadrukt dat het management één van de belangrijkste criteria is gezien het product en de markt kunnen en zullen wijzigen. Ook binnen Capricorn Partners wordt er voldoende aandacht besteed aan het managementteam die het project gedurende de investeringsperiode zal moeten managen. Complementariteit van het managementteam werd vaak aangehaald, zo worden de teams voor een eerste keer uitgenodigd om het project zelf voor te stellen. Hierbij wordt zowel objectief als subjectief gekeken naar het team en de samenstelling ervan.

Bij de samenstelling van het managementteam wordt bovendien aandacht besteed aan de diversiteit ervan. Wel geven de geïnterviewden aan niet expliciet te letten op geslacht of de verhouding man/vrouw binnen het team, maar vooral te beoordelen op basis van de capaciteiten van het team. Nochtans haalde Wouter Winnen aan dat er binnen het investeringscomité of raad van bestuur van PMV er wel soms een opmerking wordt gegeven als er geen vrouw aanwezig is binnen het oprichtingsteam of managementteam. Indien er functies open komen te staan, dan wordt zowel bij de private als publieke investeringsfondsen voldoende openheid geboden om ook vrouwen aan te moedigen en de kans te geven die functie op te nemen. Desondanks zijn de competenties van de kandidaten primordiaal. De geïnterviewden geven eveneens aan dat vrouwen binnen ondersteunende functies, zoals financiële of juridische profielen wel meer aanwezig zijn.

De geïnterviewden zeiden niet volledig verrast te zijn met het lage cijfer investeringen in vrouwgeleide ondernemingen uit het literatuuronderzoek. Er werd opgemerkt dat een onderneming niet enkel bestaat uit één CEO, maar dat het volledige team belangrijk is. Dit bekrachtigt de keuze voor de ruime

definitie van 'vrouwgeleide onderneming' in het kwantitatief onderzoek. Het resultaat waarin één derde van de investeringen naar vrouwgeleide ondernemingen gaat, kan volgens de geïnterviewden verklaard worden door het aantal vrouwen in de ondersteunende functies.

Daarnaast werd tijdens dit onderzoek ook gekeken naar investeringen over alle sectoren heen. De geïnterviewden verklaarden dat hun fonds vaak een duidelijke sectorfocus had. Binnen Capricorn Partners is Katrin Geyskens verantwoordelijk voor investeringen in ICT en digital growth-gerelateerde projecten, terwijl Luc Kindt met LK Investment enkel investeert in ondernemingen in de high-tech industrie. Het recent opgerichte Heran Partners zal enkel investeren in ondernemingen in medtech en digital health. In de Capricorn Partners fondsen, die bestaan uit gemiddeld 10 à 12 ondernemingen, zit ongeveer één vrouwgeleide onderneming. Met LK Investment investeerde Luc Kindt in de afgelopen 12 maanden in geen enkele onderneming opgericht door een vrouw.

De mismatch tussen de sectoren waarin vrouwelijke ondernemers actief zijn en de sectoren die de voorkeur genieten van VCs (Greene et al., 2001) wordt ook opgemerkt door de geïnterviewden. Het aantal investeringen per sector is sterk verschillend. VCs zijn op zoek naar een goede trade-off tussen risk en return, waarin Katleen Vandersmissen naar voren brengt dat goede venture-backed industrieën vooral ICT/software en biotech/healthcare zijn. Katleen Vandersmissen merkt op dat er veel minder vrouwen aanwezig zijn in de 'hardcore digital' sector, wat verklaard kan worden door het lage aantal vrouwelijke studenten in opleidingen zoals burgerlijk ingenieur of IT-gerelateerde opleidingen. Luc Kindt bemerkt dat het VC-landschap vooral focust op het technologische en er nog steeds weinig vrouwen starten aan een STEM-opleiding. De uitstroom van vrouwelijke studenten uit deze opleidingen is lager waardoor de kans dat een technologische onderneming geleid wordt door een vrouw kleiner is. Verder geeft Katleen Vandersmissen aan dat het percentage vrouwelijke studenten hoger ligt binnen de opleidingen bio-ingenieur en geneeskunde, wat het hogere percentage VC-investeringen in vrouwgeleide ondernemingen in biotech en healthcare kan verklaren.

Volgens de geïnterviewden is er nood aan vrouwelijke rolmodellen binnen VC. Ze zouden vrouwen kunnen motiveren en jonge vrouwelijke ondernemers kunnen stimuleren om te kiezen voor VC. We Are Jane is een vaak genoemd fonds tijdens de interviews gezien hun specifieke investeringscriteria. Terwijl de ene het ziet als een situering binnen het investeringslandschap, ziet de andere het als een vorm van positieve discriminatie. Vrouwelijke rolmodellen zouden een extra stimulator kunnen zijn om toch een stap te zetten in een tot op heden door mannen gedomineerde wereld.

Tabel 4.2 Samenvattende tabel interviews

	Luc Kindt	Wouter Winnen	Katrin Geyskens	Katleen Vandersmissen	Eline Talboom
Functie	CEO en oprichter, LK Investment	Principal investeringsmanager fondsinvesteringen, Participatiemaatschappij Vlaanderen	Partner, Capricorn Ventures	Managing Partner, Heran Partners	Managing Partner, We Are Jane
Aantal jaren ervaring binnen de VC-business	> 20 jaar	> 11 jaar	19 jaar	7,5 jaar	> 20 jaar
Gemiddeld aantal screenings per jaar	Vroeger 300 à 500 dossiers per jaar; nu 1 à 2 dossiers per week	43% van de teams met min. 1 vrouwelijke partner ofte 17% aan vrouwen	Ongeveer 500 businessplannen per jaar	/	Gemiddeld 100 dossiers per jaar
Rol in het selectie- en investeringsproces	Intake – management – exit	Betrokken bij het hele proces	Betrokken bij het hele proces	Betrokken bij het hele proces	Betrokken bij het hele proces (vooral analytisch)
Criteria bij het selectieproces	Momentum, management, markt en money	Sectorfocus, markt en managementteam (competentie General partner) sectorfocus	Sectorfocus, product, markt en team	Sectorfocus, technologie en knowhow, team, markt en schaalbaarheid	Sector, product, markt en managementteam
Criteria vrouwgeleid	Neen	Niet expliciet, maar er is wel aandacht voor	Niet expliciet, maar er is wel aandacht voor	Neen	Ja
% aantal investeringen vrouwgeleid afgelopen jaar	0%	/	8%	5 à 10%	100%

4.3 DEEL 3: WE ARE JANE

We Are Jane is een vaak genoemd fonds tijdens de eerdere interviews. We Are Jane is een private equity fonds opgericht door 3 vrouwen, Eline Talboom, Muriel Uytterhaegen en Conny Vandendriessche, waarbij de investeringsfocus gericht is op ondernemingen die zijn opgericht of grotendeels worden gemanaged door één of meerdere vrouwen.

Tijdens dit onderzoek deed de opportunity zich voor te spreken met Eline Talboom, één van de drie oprichtsters en partners bij We Are Jane, een Europees fonds voor en door vrouwen. Zij heeft reeds 22 jaar ervaring binnen de venture capital en private equity wereld. We Are Jane focust op ondernemingen die meestal geen start-up meer zijn, vermits één van de criteria zegt dat de onderneming reeds 1,5 miljoen euro omzet moet hebben. Daarnaast moet de onderneming minstens break-even zijn. Verder heeft het fonds geen specifieke sectorfocus, maar verkiezen de drie vrouwen niet te investeren in retail, gezien de switch naar e-commerce het moeilijk maakt door de vele concurrentie, en ook niet in fashion. Bovendien kijken ze naar het businessplan, het product en is het belangrijk dat ze kunnen investeren in iets dat nog mogelijkheden heeft om te groeien.

Als laatste is het natuurlijk belangrijk dat er gekeken wordt naar het managementteam gezien de focus op vrouwgeleide ondernemingen. Het criterium vrouwgeleid wordt gedefinieerd als: 'ofwel een vrouw als CEO, ofwel een vrouw als aandeelhouder, ofwel een managementteam dat voor de meerderheid uit vrouwen bestaat'. Tevens is het trackrecord en de samenstelling van het managementteam een belangrijk element. Eline Talboom gaf te kennen dat ze bijvoorbeeld liever een commerciële CEO dan een technische CEO aan het stuur van de onderneming wensten te zien, omdat een commerciële ingesteldheid het makkelijker maakt om het product of dienst over te brengen aan de klant. Belangrijk om op te merken is, dat het noodzakelijk is voor We Are Jane dat een vrouw een essentiële functie op neemt. Zo gaf Eline Talboom aan dat er maar al te vaak vrouwen wel aanwezig zijn in het managementteam, maar dan in de ondersteunende functies zoals financiële, marketing of human resource-gerelateerde functies. Zelf vindt ze dit zeer jammer en hechten ze met We Are Jane er dan ook veel belang aan dat de vrouw(en) een essentiële rol hebben in de onderneming.

We Are Jane realiseerde de eerste investering in oktober 2019, waarbij er 2,4 miljoen euro werd geïnvesteerd in MediPartner (Debruyne, 2019). Gemiddeld krijgt het fonds een honderdtal mogelijke projecten aangeboden per jaar. De voorstellen krijgen ze ofwel zelf aangeboden ofwel gaan ze zelf op zoek naar potentiële investeringen. Toch merken de investeerders dat vrouwen minder geneigd zijn om op zoek te gaan naar extern kapitaal, wat één van de redenen is van de oprichting van We Are Jane.

Zowel Muriel Uytterhaegen als Eline Talboom werkten vroeger voor investeringsmaatschappij Gimv. Toen het fonds waarvoor ze werkten in de eindfase zat, leidden ontmoetingen met verscheidene vrouwelijke CEO's tot het idee om een fonds op te richten dat zich focust op vrouwelijke ondernemers en CEO's. Eline Talboom vermeldde dat vrouwen vaak bescheidener zijn dan mannen en zich eerder focussen op de dingen die ze niet kunnen. Daarnaast spreken ze sneller hun onzekerheden uit, in tegenstelling tot mannelijke ondernemers die vaak enkel de zekerheden aanhalen. Vrouwen kunnen vaak wel opklimmen tot één van de ondersteunende functies, maar vervullen minder snel functies zoals CEO, COO of CTO. Een samenhang van deze redenen zorgt er dus voor dat de kansen op funding lager liggen voor vrouwen dan voor mannen, wat leidde tot de oprichting van We Are Jane.

Ten slotte vindt Eline Talboom ook dat rolmodellen een belangrijke rol kunnen spelen in vrouwelijk ondernemerschap en een positieve impact zouden kunnen hebben op de gender funding gap. Voor hen is Conny Vandendriessche één van deze rolmodellen gezien haar bekendheid bij het publiek en de inspiratie van haar ondernemersverhaal.

5 CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN

Recent onderzoek (Abouzahr et al., 2018; Brush et al., 2018; Pitchbook, 2020; Shava, 2018) wees uit dat vrouwen moeilijkheden ondervinden in het verkrijgen van kapitaal. Het Diana Project (Brush et al., 2018; Greene et al., 2001) toonde verschillende factoren aan die een invloed kunnen hebben op de vraag en het aanbod van VC door vrouwgeleide ondernemingen. Met dit onderzoek wordt een antwoord gegeven op de onderzoeksvraag: “Is er een gender funding gap binnen VC in Vlaanderen?”.

Via het kwantitatieve deel van het onderzoek kan vastgesteld worden dat, dankzij de ruime definitie van vrouwgeleide onderneming, toch één derde van het aantal VC-investeringen gebeurde in een onderneming opgericht of geleid door een of meerdere vrouwen. Nochtans kon er via deze data geen significant verschil opgemerkt worden tussen de VC-financiering van ondernemingen geleid door een man of een vrouw, in tegenstelling tot de resultaten van eerdere onderzoeken (Brush et al., 2018; Coleman & Robb, 2009). Greene et al. (2001) omschreven dat er een mismatch is tussen de industrieën die de voorkeur genieten van de VC en de industrieën waar er vraag is naar VC door vrouwgeleide ondernemingen. Dit onderzoek toont aan dat vrouwelijke ondernemers in de ICT-sector significant minder VC ontvangen dan ondernemingen geleid door een man in diezelfde sector. Alsnog werd er geen significant verschil aangetoond tussen de ‘biotech and healthcare’ en ICT-sector. Terwijl meer dan 50% van de investeringen plaatsvond in de start-up fase van de onderneming, toonde de data geen significant verband tussen start-up en later-stagefinanciering. Ondernemingen die een investering ontvingen in de later-stage ontvingen wel 57% van het totale geïnvesteerd VC-kapitaal. Als laatste kon opgemerkt worden dat er voornamelijk geïnvesteerd werd in ondernemingen gesitueerd in de provincie Oost-Vlaanderen en Antwerpen, maar ook hier werd er geen significant verband aangetoond.

De meeste fondsmanagers houden geen rekening met het geslacht van de onderneming in het management. Wel wordt er opgemerkt dat heel weinig vrouwgeleide onderneming een investeringsaanvraag indienen. Een vrouwelijke investeringsmanager zou vrouwen zelfs iets sneller uitnodigen voor een eerste gesprek indien er een investeringsmogelijkheid zou zijn. Tevens stimuleren meerdere fondsmanagers het ondernemersteam om vrouwen de mogelijkheid te geven om functies in te vullen op openstaande vacatures van vervolgrekrutering. Vrouwelijke rolmodellen zouden een stimulans kunnen zijn voor vrouwelijke ondernemers om toch over te gaan tot de zoektocht naar extern kapitaal. We Are Jane, een fonds door vrouwen voor vrouwen, kan hiervoor ook de nodige aandacht bieden.

De conclusie van dit onderzoek is dat op basis van de cijfers niet rechtstreeks kan worden aangetoond dat er een gender funding gap bestaat. Dit kan te wijten zijn aan de keuze van de te ruime definitie. Uit de interviews blijkt echter zeer duidelijk dat er in Vlaanderen nog een gender funding gap is binnen VC. Het is zowel een vraag- als aanbodprobleem, als er geen vraag is vanuit vrouwgeleide ondernemingen hebben de investeerders ook geen kans om erin te investeren.

Dit onderzoek draagt bij tot een groter inzicht omtrent de gender funding gap in Vlaanderen, is het belangrijk te vermelden dat er enkele beperkingen zijn aan het onderzoek. Het handmatig uitbreiden van de dataset zorgde ervoor dat het soms moeilijk was het managementteam op datum van de investering terug te vinden. Ook werd gekozen voor de meest ruime definitie van 'vrouwgeleid' wat geleid heeft tot een groter percentage vrouwgeleide ondernemingen. Later werd duidelijk dat vrouwen vaak de ondersteunde functies van het managementteam opnemen. Het hanteren van een engere definitie van 'vrouwgeleid' kan leiden tot een ander resultaat. Hiertoe is het belangrijk op te merken dat de resultaten uit eerder onderzoek niet gebruikt kunnen worden als benchmark voor dit onderzoek omdat de gebruikte definities niet met elkaar overeenstemmen.

Dit onderzoek biedt ruimte voor toekomstige bijdragen aan de literatuur. Onderzoekers kunnen in de toekomst nagaan wat het effect is van het hanteren van de definitie in engere zin. Ook kan de evolutie doorheen de jaren verder onderzocht worden.

LITERATUURLIJST

- 1819.brussels. (2019). *Publieke risicokapitaalfondsen*. Geraadpleegd via <https://1819.brussels/nl/infotheek/risicokapitaal/publieke-risicokapitaalfondsen>
- Abouzahr, K., Taplett, F. B., Krentz, M., & Harthorne, J. (2018). Why Women-Owned Startups Are a Better Bet. *BCG The Boston Consulting Group*.
- Adams, E. (2010). The joys and challenges of semi-structured interviewing. *Community Practitioner*, 83(7), 18-22.
- Aernoudt, R. (2019). *Financieel Management toegepast. Hoe financier ik mijn onderneming?* (Vol. Derde editie). Antwerpen - Cambridge: Intersentia.
- Aernoudt, R., & De San José, A. (2020). A gender financing gap: fake news or evidence? *Venture Capital*, 1-8. doi:10.1080/13691066.2020.1747692
- Agentschap Innoveren & Ondernemen. (2019). *Overzicht van de Risicokapitaalverschaffers in Vlaanderen*. Geraadpleegd via <https://www.vlaio.be/nl/media/70>
- Alsos, G. A., & Ljunggren, E. (2017). The Role of Gender in Entrepreneur-Investor Relationships: A Signaling Theory Approach. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(4), 567-590. doi:10.1111/etap.12226
- Baeyens, K., Vanacker, T., & Manigart, S. (2006). *Venture capitalists' selection process: the case of biotechnology proposals*. Geraadpleegd via <http://hdl.handle.net/1854/LU-413066>
- Becker-Blease, J. R., & Sohl, J. E. (2007). Do women-owned businesses have equal access to angel capital? *Journal of Business Venturing*, 22(4), 503-521. doi:10.1016/j.jbusvent.2006.06.003
- Becker, G. S. (1964). Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, *Nat. Bur Econ Res, New York*.
- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452. doi:10.1111/j.1430-9134.2002.00423.x
- Brashears, M. (2008). Gender and homophily: Differences in male and female association in Blau space. *Social science research*, 37, 400-415. doi:10.1016/j.ssresearch.2007.08.004
- Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance* (4druk). Cambridge: Cambridge University Press.
- Brush, C., Greene, P., Balachandra, L., & Davis, A. (2018). The gender gap in venture capital-progress, problems, and perspectives. [Article]. *Venture Capital*, 20(2), 115-136. doi:10.1080/13691066.2017.1349266
- Bruton, G. D., Fried, V. H., & Manigart, S. (2005). Institutional Influences on the Worldwide Expansion of Venture Capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(6), 737-760. doi:10.1111/j.1540-6520.2005.00106.x
- Capricorn Partners. (2019). Geraadpleegd via <https://capricorn.be/>
- Carter, N. M., & Allen, K. R. (1997). Size determinants of women-owned businesses: choice or barriers to resources? *Entrepreneurship & Regional Development*, 9(3), 211-220. doi:10.1080/08985629700000012
- Cialdini, R., & Trost, M. (1998). Social influence: social norms, conformity, and compliance. *The handbook of social psychology*, 2, 151-192.

- Coleman, S., & Robb, A. (2009). A comparison of new firm financing by gender: evidence from the Kauffman Firm Survey data. *Small Business Economics*, 33(4), 397. doi:10.1007/s11187-009-9205-7
- Debruyne, B. (2019, 24 oktober). Hr-bedrijf MediPartner is de eerste investering van We Are Jane. *Trends*. Geraadpleegd via https://trends.knack.be/economie/ondernemen/hr-bedrijf-medipartner-is-de-eerste-investering-van-we-are-jane/article-normal-1524079.html?cookie_check=1589981945.
- Eagly, A., & Karau, S. (2002). Role congruity theory of prejudice toward female leaders. *American Psychological Association*, 109, 573-598. doi:10.1037//0033-295X.109.3.573
- European Commission. (s.d.). *Female entrepreneurs*. Geraadpleegd via https://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/women_en
- European Venture Capital and Private Equity Association. (2014). *Why and how to invest in private equity. An EVCA Investor Relations Committee Paper*.
- Eurostat. (2017). *Het leven van vrouwen en mannen in Europa*. Geraadpleegd via https://ec.europa.eu/eurostat/cache/infographs/womenmen_2017/nl_nl/images/pdf/WomenMenEurope-DigitalPublication-2017_nl.pdf?lang=nl
- Gatewood, E. J., Brush, C. G., Carter, N. M., Greene, P. G., & Hart, M. M. (2009). Diana: a symbol of women entrepreneurs' hunt for knowledge, money, and the rewards of entrepreneurship. *Small Business Economics*, 32(2), 129-144. doi:10.1007/s11187-008-9152-8
- Gimv. (21 juni 2019). Afsluiting van de inschrijvingsperiodes voor de obligatie-uitgifte voor particuliere en institutionele beleggers voor het totale maximale bedrag van 250 miljoen EUR. Geraadpleegd via <https://www.gimv.com/nl/node/1715>.
- Gimv. (s.d.). *Over Gimv*. Geraadpleegd via <https://www.gimv.com/nl/over-gimv>
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- Gompers, P., & Lerner, J. (2000). Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuation. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281-325. doi:10.1016/S0304-405X(99)00052-5
- Greene, P. G., Brush, C. G., Hart, M. M., & Saporito, P. (2001). Patterns of venture capital funding: is gender a factor? *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 3(1), 63-83.
- Heilman, M. (1995). Sex stereotypes and their effects in the workplace: what we know and what we don't know. *Journal of Social Behavior and Personality*, (10), 3-26.
- Hellmann, T., Lindsey, L., & Puri, M. (2007). Building Relationships Early: Banks in Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 513-541. doi:10.1093/rfs/hhm080
- ING. (2019). Een investeringsfonds van vrouwen, voor vrouwen. Geraadpleegd via <https://www.ing.be/nl/business/my-business/growth/we-are-jane>.
- International Finance Corporation. (2019). *Moving Toward Gender Balance in Private Equity and Venture Capital*. Geraadpleegd via https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/79e641c9-824f-4bd8-9f1c-00579862fed3/Moving+Toward+Gender+Balance+Final_3_22.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mC BJFra

- Invest Europe. (2019a). *Invest Europe research methodology and definitions*. Geraadpleegd via <https://www.investeurope.eu/media/2784/invest-europe-research-methodology-and-definitions.xls>
- Invest Europe. (2019b). *European Private Equity Activity Report and Data 2018*. Geraadpleegd via <https://www.investeurope.eu/media/2585/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf>
- Johnson, M. A., Stevenson, R. M., & Letwin, C. R. (2018). A woman's place is in the... startup! Crowdfunder judgments, implicit bias, and the stereotype content model. *Journal of Business Venturing*, 33(6), 813-831. doi:10.1016/j.jbusvent.2018.04.003
- Kanze, D., Huang, L., Conley, M. A., & Higgins, E. T. (2018). We Ask Men to Win and Women Not to Lose: Closing the Gender Gap in Startup Funding. *Academy of Management Journal*, 61(2), 586-614. doi:10.5465/amj.2016.1215
- Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., & Strömberg, P. E. R. (2009). Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. *The Journal of Finance*, 64(1), 75-115. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01429.x
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The review of economic studies*, 70(2), 281-315.
- Karmijn Kapitaal. (2020). *Onze aanpak*. Geraadpleegd via <https://www.karmijnkapitaal.nl/onze-aanpak/>
- Landström, H. (2007). Handbook of research on venture capital. In (pp. 86-112): Edward Elgar Publishing.
- Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 23(3), 16.
- Level 20. (s.d.). *LEVEL 20'S GOAL*. Geraadpleegd via <https://www.level20.org/about-us/>
- LRM. (2019). LRM keert dividend uit van 10 miljoen euro. Geraadpleegd via <https://www.lrm.be/nieuws/lrm-keert-dividend-uit-van-10-miljoen-euro>.
- Malaga, R., Mamonov, S., & Rosenblum, J. (2018). Gender difference in equity crowdfunding: an exploratory analysis. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 10(4), 332-343. doi:10.1108/ijge-03-2018-0020
- Manigart, S. E. B., & Witmeur, O. (2009). *Venture capital gids in België: 2009*.
- Mooijman, R. (2017, 2 augustus). Topvrouw zet turbo op bedrijf. *De Standaard*. Geraadpleegd via https://www.standaard.be/cnt/dmf20170801_02998313.
- Mooijman, R. (2020, 3 maart). Hoe meer vrouwen, hoe kredietwaardiger. *De Standaard*. Geraadpleegd via https://www.standaard.be/cnt/dmf20200302_04872907.
- Onderwijs Vlaanderen. (s.d.). *Universiteiten*. Geraadpleegd via <https://data-onderwijs.vlaanderen.be/onderwijsaanbod/lijst.aspx?hs=511&hz=1>
- PitchBook. (2019). *PitchBook-All Raise Report on Venture Financing in Female-Founded Startups Shows Progress, Yet Continued Gender Inequity*. Seattle.
- Pitchbook. (2020). *The VC Female Founders Dashboard*. Geraadpleegd via <https://pitchbook.com/news/articles/the-vc-female-founders-dashboard>
- Poczter, S., & Shapsis, M. (2017). Gender disparity in angel financing. *Small Business Economics*, 51(1), 31-55. doi:10.1007/s11187-017-9922-2
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521. doi:10.1016/0304

- Shava, H. (2018). Impact of gender on small and medium-sized entities' access to venture capital in South Africa. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1). doi:10.4102/sajems.v21i1.1738
- Statistiek Vlaanderen. (2020). *Werkenden van 20 tot 64 jaar per economische sector (NACE 2008) naar geslacht*: Statistiek Vlaanderen.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Vanacker, T., & Manigart, S. (2013). Venture capital. In K. Baker & G. Filbeck (Eds.), *Alternative investments : instruments, performance, benchmarks, and strategies* (pp. 241–262). Hoboken NJ, USA: J. Wiley & Sons Inc.
- Vlaams Netwerk van Ondernemingen (VOKA). (2019). *EntreprenHER*.
- Watson, J., Newby, R., & Mahuka, A. (2009). Gender and the SME “finance gap”. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*.
- We Are Jane. (s.d.). *Door vrouwen, voor vrouwen*. Geraadpleegd via <https://www.wearejane.be/nl/door-vrouwen-voor-vrouwen>
- www.vlaio.be. (s.d.). *Mogelijke financieringsbronnen*. Geraadpleegd via <https://www.vlaio.be/nl/begeleiding-advies/financiering/mogelijke-financieringsbronnen/risicokapitaal-venture-capital>

BIJLAGEN

BIJLAGE 1. LIJST VAN CLASSIFICATIE SECTOR INDUSTRIE VOLGENS INVEST EUROPE (2019A)

EDC - Level 1	NACE CODE	NACE SECTORAL CLASSIFICATION (NACE Revision 2)
Agriculture	1.1	Growing of non-perennial crops
	1.2	Growing of perennial crops
	1.3	Plant propagation
	1.61	Support activities for crop production
	1.63	Post-harvest crop activities
	1.64	Seed processing for propagation
Agriculture	1.4	Animal production
	3	Fishing and aquaculture
	1.62	Support activities for animal production
	1.7	Hunting, trapping and related service activities
	75	Veterinary activities
Agriculture	2	Forestry and logging (incl. Silviculture, logging, gathering of wild growing non-wood products)
Agriculture	1.5	Mixed farming
	46.2	Wholesale of agricultural raw materials and live animals
Biotech and healthcare	72.1	Research and experimental development on natural sciences and engineering
Biotech and healthcare	86	Human health activities
	87	Residential care activities
	88	Social work activities without accommodation
Biotech and healthcare	26.6	Manufacture of irradiation, electromedical and electrotherapeutic equipment
	33.13	Repair of electronic and optical equipment
Biotech and healthcare	32.5	Manufacture of medical and dental instruments and supplies
	47.74	Retail sale of medical and orthopedic goods in specialised stores
Biotech and healthcare	21	Manufacture of basic pharmaceutical products and pharmaceutical preparation
Business products and services	23.19	Manufacture: ... and processing of other glass, including technical glassware
	23.43	... of ceramic insulators and insulating fittings
	24	... of basic metals
	25.3	... of steam generators, except central heating hot water boilers
	25.4	... weapons and ammunitions
	25.5	Forging, pressing, stamping and roll-forming of metal; powder metallurgy
	25.6	Treatment and coating of metals; machining
	25.7	Manufacture:
	26.7	... of cutlery, tools, and general hardware
	27.1	... of optical instruments and photographic equipments ... of electric motors, generators, transformers and electricity distribution and control apparatus
	27.2	... of batteries and accumulators
	27.3	... of wiring and wiring devices
	27.4	... of electric lighting equipment
	27.9	... of other electrical equipment
	28\28.3	... of machinery and equipment
Business products and services	26,5	Manufacture of instruments and appliances for measuring, testing and navigation
Business products and services	16	Manufacture:
	17	... of wood and wood products
	22.11	... of paper products
	22.22	... of rubber tyres and tubes
	25.2	... of plastic packing goods
	25.9	... of tanks, reservoirs and containers of metal
	28.23	... of other fabricated metal products
	31.01	... office machinery and equipment
	32.11	... of office and shop furniture Striking coins

Business products and services	46.6\46.63	Wholesale of other machinery, equipment and supplies (excl. construction machinery)
	52	Warehousing, storage and support activities
	53	Postal and courier activities
	69	Legal and accounting activities
	70	Activities of head offices; management consultancy
	71	Architectural and engineering activities; technical testing and analysis
	73.2	Market research and public opinion polling
	74	Other professional, scientific and technical activities
	77	Rental and leasing activities (of tangible, non-financial assets)
	78	Employment activities
	80	Security and investigation activities
	81	Services to building and landscape activities
	82	Office administrative, office support and other business support activities
	46.74	Wholesale of hardware, plumbing and heating equipment and supplies
46.9	Non-specialised wholesale trade	
94.1	Activities of business, employers and professional membership organisations	
33\33.13\33.15\33.16\33.17	Repair and installation of machinery and equipment (excl. medical related devices, excl transportation means)	
Chemicals and materials	46.75	Wholesale of chemical products
	46.76	Wholesale of other intermediate products
	47.73	Dispensing chemist in specialised stores
Chemicals and materials	46.75	Wholesale of chemical products
	46.76	Wholesale of other intermediate products
	47.73	Dispensing chemist in specialised stores
Chemicals and materials	8.91	Mining of chemical and fertiliser minerals
	20.11	Manufacture of industrial gases
	20.12	Manufacture of dyes and pigments
	20.14	Manufacture of other organic basic chemicals
Chemicals and materials	20.15	Manufacture of fertilisers and nitrogen compounds
	20.13	Manufacture of other inorganic basic chemicals
	20.2	Manufacture of pesticides and other agrochemical products
	20.3	Manufacture of paints, varnishes and similar coatings, printing ink and mastics
	20.5	Manufacture of other chemical products
Chemicals and materials	20.4	Manufacture of soap and detergents, cleaning and polishing preparations, perfumes and toilet preparation
	8.91	Mining of chemical and fertiliser minerals
	20.11	Manufacture of industrial gases
	20.12	Manufacture of dyes and pigments
	20.14	Manufacture of other organic basic chemicals
Chemicals and materials	20.15	Manufacture of fertilisers and nitrogen compounds
	20.13	Manufacture of other inorganic basic chemicals
	20.2	Manufacture of pesticides and other agrochemical products
	20.3	Manufacture of paints, varnishes and similar coatings, printing ink and mastics
	20.5	Manufacture of other chemical products
Chemicals and materials	20.4	Manufacture of soap and detergents, cleaning and polishing preparations, perfumes and toilet preparation
	8.92	Extraction of peat
	8.93	Extraction of salt
	20.17	Manufacture of synthetic rubber in primary forms
	20.6	Manufacture of man-made fibers
	23.9	Manufacture of abrasive products and other non-metallic mineral products
	23.11	Manufacture of flat glass
	23.12	Shaping and processing of flat glass
23.14	Manufacture of glass fibers	
Chemicals and materials	20.16	Manufacture of plastics in primary forms
	22.21	Manufacture of plastics plates, sheets, tubes and profiles
Chemicals and materials	05	Mining of coal and lignite
	07	Mining of metal ores
	46.72	Wholesale of metals and metal ores

Chemicals and materials	8.92 8.93 20.17 20.6 23.9 23.11 23.12 23.14	Extraction of peat Extraction of salt Manufacture of synthetic rubber in primary forms Manufacture of man-made fibers Manufacture of abrasive products and other non-metallic mineral products Manufacture of flat glass Shaping and processing of flat glass Manufacture of glass fibers
Chemicals and materials	20.16 22.21	Manufacture of plastics in primary forms Manufacture of plastics plates, sheets, tubes and profiles
Construction	08.1 08.99 22.23 23.2 23.3 23.44 23.5 23.6, excl. 23.69 23.7 25.1 41 42 43 46.63 46.73 47.52	Quarrying of stone, sand and clay Other mining and quarrying (asphalts, graphite etc.) Manufacture of builders' ware of plastic Manufacture of refractory products (sand, gravel, stone, clay) Manufacture of clay building materials Manufacture of other technical ceramic products Manufacture of cement, line and plaster Manufacture of articles of concrete, cement and plaster (excl. household articles) Cutting, shaping and finishing of stone Manufacture of structural metal products Construction of buildings Civil engineering Specialised construction services Wholesale of mining, construction and civil engineering machinery Wholesale of wood, construction materials and sanitary equipment Retail sale of hardware, paints and glass in specialised stores
Consumer goods and services	46.3 46.4 95.2\95.21 96\96.04\96.09 97 98	Wholesale of food, beverages and tobacco Wholesale of household goods Repair of personal and household goods (excl. consumer electronics) Other personal service activities, excl. physical well-being activ.and other Activities of households as employers of domestic personnel Undifferentiated goods- and services-producing activities of private households for own use
Consumer goods and services	10 11 12 13 14 15 22.19 23.13 23.41 23.42 23.49 23.69 27.5 32\32.11\32.5 31\31.01	Manufacture: ... of food products ... of beverages ... of tobacco products ... of textiles ... of wearing apparels ... of leather and related products ... of other rubber products ... of hollow glass ... of ceramic household and ornamental articles ... of ceramic sanitary fixtures ... of other ceramic products ... of other articles of concrete, plaster and cement ... of domestic appliances Other manufacturing, excl. manufacturing of coins and medical supplies Manufacture of furniture, excl. office and shop furniture
Consumer goods and services	47\47.3\47.4\47.52\47.73\47.74	Retail trade (excl. motor vehicles and motorcycles, fuel, ICT equipment, construction material, pharmaceuticals, medical goods)
Consumer goods and services	72.28591	Research and experimental development on social sciences and humanities Education Libraries, archives, museums and other cultural activities
Consumer goods and services	55 79 90 92	Accommodation Travel agency, tour operator and other reservation service and related activities Creative, arts and entertainment activities Gambling and betting activities

	93 96.04 96.09	Sports activities and amusement and recreation activities Physical well-being activities Other personal service activities (astrological, escort, porters etc.)
Consumer goods and services	84 94.2 94.9 99 64.11	Public administration and defence; Compulsory social security Activities of trade unions Activities of other membership org (religious, political, other public service) Activities of extraterritorial organisations and bodies Central banking
Consumer goods and services	56	Food and beverage service activities
Energy and environment	46.71 47.3	Wholesale of solid, liquid and gaseous fuels and related products Retail sale of automotive fuel in specialised stores
Energy and environment	06 09 19 35.2	Extraction of crude petroleum and natural gas Mining support and services activities Manufacture of coke and refined petroleum products Manufacture of gas; distribution of gaseous fuels through mains
Energy and environment	35.1 35.3	Electric power generation, transmission and distribution Steam and air conditioning supply
Energy and environment	36 37 38 39 46.77	Water collection, treatment and supply Sewerage Waste collection, treatment and disposal activities Remediation activities and other waste management services Wholesale of waste and scrap
Financial and insurance activities	64 65 66 46.1	Financial services (excl. Central banking) Insurance Auxiliary activities Wholesale on a fee or contract basis
ICT (Communications, computer and electronics)	26.2	Manufacture of computers and peripheral equipment
ICT (Communications, computer and electronics)	26.8	Manufacture of magnetic and optical media
ICT (Communications, computer and electronics)	26.1	Manufacture of electronic components and boards
ICT (Communications, computer and electronics)	63,1	Data processing, hosting and related activities
ICT (Communications, computer and electronics)	46.51 47.41 62.02 62.03 62.09 95.11	Wholesale of computers, computer peripheral equipment and software Retail sale of computers, peripheral units, and software in specialised stores Computer consultancy activities Computer facilities management activities Other IT and computer service activities Repair of computers and peripheral equipment
ICT (Communications, computer and electronics)	63.11 63.12	Data processing, hosting and related activities Web portals
ICT (Communications, computer and electronics)	62.01	Computer programming activities (business applications, manufacturing, database, design, workflow and vertical integration software)
ICT (Communications, computer and electronics)	26.3	Manufacture of communication equipment
ICT (Communications, computer and electronics)	18 58	Printing and reproduction of recorded media Publishing activities Motion picture, video and TV program production, sound recording and

computer and electronics)	59 60 63.9 73.1	music publishing activities Programming and broadcasting activities Other information service activities (news agencies, and news clippings) Advertising
ICT (Communications, computer and electronics)	46.52 47.42 95.12	Wholesale of electronic and telecommunications equipment and parts Retail sale of telecommunications equipment in specialised stores Repair of communication equipment
ICT (Communications, computer and electronics)	61	Telecommunications
ICT (Communications, computer and electronics)	26.4 47.43 95.21	Manufacture of consumer electronics Retail sale of audio and video equipment in specialised stores Repair of consumer electronics
Real estate	68	Buying and selling of own real estate, renting and operating of own or leased real estate, real estate activities or management on a fee or contract basis (agencies)
Transportation	49 50 51	Land transport and transport via pipelines Water transport Air transport
Transportation	29 30 33.15 33.16 33.17 45	Manufacture of motor vehicles, trailers and semi-trailers Manufacture of other transport equipment Repair and maintenance of ships and boats Repair and maintenance of aircraft and spacecraft Repair and maintenance of other transport equipment Wholesale and retail trade and repair of motor vehicles and motorcycles
Other	-	-

BIJLAGE 2. ALGEMEEN OVERZICHT VARIABELEN: SECTOR – FINANCIERINGSFASE – PROVINCIE –
KAPITAALVERSCHAFFER

	Totaal	Totaal (% van totaal)	Waarvan vrouwgeleid
Sector (aantal ondernemingen)	185	100%	68
Agriculture	1	0,54%	1
Biotech and healthcare	41	22,16%	23
Business products and services	20	10,81%	5
Chemicals and materials	2	1,08%	0
Consumer goods and services	7	3,78%	3
Energy and environment	2	1,08%	0
ICT (Communications, computer and electronics)	111	60,00%	36
Transportation	1	0,54%	0
Sector (geïnvesteed bedrag)	1.171.052,57	100%	468.551,25
	<i>(x €1.000)</i>		<i>(x €1.000)</i>
Agriculture	450,00	0,04%	450,00
Biotech and healthcare	377.958,00	32,50%	289.100,00
Business products and services	147.584,44	12,69%	19.784,44
Chemicals and materials	18.500,00	1,59%	0
Consumer goods and services	30.043,87	2,48%	24.700,00
Energy and environment	18.000,00	1,55%	0
ICT (Communications, computer and electronics)	554.516,26	47,08%	134.516,81
Transportation	24.000,00	2,06%	0
Investeringsfase (aantal ondernemingen)	185	100%	68
Seed	25	13,51%	6
Start-up	97	52,43%	36
Late	63	34,05%	26
Investeringsfase (geïnvesteed bedrag)	1.171.052,57	100%	468.551,25
	<i>(x €1.000)</i>		<i>(x €1.000)</i>
Seed	31.970,35	2,73%	10.500,00
Start-up	468.268,43	39,99%	214.326,63
Later	670.813,79	57,28%	243.724,62
Provincie (aantal ondernemingen)	185	100%	68
Antwerpen	49	26,49%	17
Limburg	26	14,05%	10
Oost-Vlaanderen	74	40,00%	29
Vlaams-Brabant	30	16,22%	12
West-Vlaanderen	6	3,24%	0
Provincie (geïnvesteed bedrag)	1.171.052,57	100%	468.551,25
	<i>(x €1.000)</i>		<i>(x €1.000)</i>
Antwerpen	260.427,66	22,24%	170.105,00
Limburg	149.050,00	12,73%	60.550,00
Oost-Vlaanderen	522.901,57	44,65%	185.949,06
Vlaams-Brabant	199.659,47	17,05%	51.947,19
West-Vlaanderen	39.013,87	3,33%	0

	Totaal	Totaal (% van totaal)	Waarvan vrouwgeleid
Kapitaalverschaffer (aantal ondernemingen)	185	100%	68
Gemengd	73	39,46%	31
Privaat	105	56,76%	34
Publiek	7	3,78%	3
Kapitaalverschaffer (geïnvesteed bedrag)	1.171.052,57	100%	468.551,25
	<i>(x €1.000)</i>		<i>(x €1 000)</i>
Gemengd	539.539,91	46,07%	327.660,00
Privaat	626.042,66	53,46%	139.041,25
Publiek	5.470,00	0,47%	1.850,00

BIJLAGE 3. TOESTEMMINGSFORMULIER (INFORMED CONSENT)

Toestemmingsformulier (informed consent)

Betreft: onderzoek naar: "Gender funding gap bij Venture Capital in Vlaanderen"

In het kader van een onderzoek (masterproef) naar gender funding gap bij Venture Capital in Vlaanderen (onder toezicht van promotor Prof. Rudy Aernoudt) van de opleiding Handelswetenschappen – Finance en Risicomanagement aan de Universiteit Gent, door Liana De Vlieger en Joyce Lefevere, geef ik, (naam geïnterviewde) toestemming om gegevens over mij te verwerken.

Ik verklaar hierbij op voor mij duidelijke wijze te zijn ingelicht over de aard, methode en doel van het onderzoek.

Ik begrijp dat

ik mijn medewerking aan dit onderzoek op ieder moment en zonder opgave van reden kan stopzetten.

er gebruik gemaakt wordt van opnamemateriaal om het interview vlot te laten verlopen.

het interview letterlijk uitgewerkt zal worden op basis van de gegeven antwoorden en als bijlage zal toegevoegd worden aan de masterproef.

de gegeven antwoorden gebruikt zullen worden als informatiebron voor het onderzoek.

ik indien gewenst, op aanvraag, een samenvatting van de onderzoeksbevindingen kan krijgen.

Voor akkoord,

Plaats en datum

Naam en handtekening

Plaats en datum

Naam en handtekening

Liana De Vlieger

Joyce Lefevere

BIJLAGE 4. STRUCTUUR SEMI-GESTRUCTUREERD INTERVIEW

Betref: masterproef “Gender funding gap bij Venture Capital in Vlaanderen”, door Liana De Vlieger en Joyce Lefevere

1. Kunt u ons meer vertellen over
 - Uw functie binnen het fonds/onderneming
 - Het aantal jaren ervaring binnen venture capital
 - Afhankelijk van functie: hoeveel portefeuillebedrijven u gemiddeld screent/managet/... in één jaar?
 - Wat is uw voornaamste rol binnen het selectie-en investeringsproces?
2. Kunt u ons iets vertellen over het selectieproces binnen de onderneming/fonds? Welke stappen worden gevolgd en hoeveel tijd neemt deze selectie van het investeringsproject in?
3. Met welke criteria bent u voornamelijk bezig binnen het selectieproces, en waarom?
4. Tijdens het selecteren van een potentiële investering, kijkt u ook naar de samenstelling van het managementteam?
5. Behoort ‘vrouwgeleid’ tot één van de criteria inzake investering?
6. In het afgelopen jaar, hoeveel % (geschat of a.d.h.v. gegevens) van het totaal geïnvesteerd kapitaal werd geïnvesteerd in een onderneming geleid door vrouwen (of waarvan er minstens één vrouw een belangrijke rol als oprichtster of leidinggevende heeft)
7. In ons onderzoek vonden wij dat 1/3 van de investeringen van de afgelopen 10 jaar in Vlaanderen in een onderneming was geleid of opgericht door een vrouw. In tegenstelling tot eerder onderzoek uit andere landen waarin zij regelmatig rapporteren dat slechts 2% van het totale VC naar vrouwgeleide ondernemingen gaat? Wat is volgens u hiervan de oorzaak? Merkt u dit ook op in Vlaanderen?

Bedankt voor uw medewerking en bijdrage tot ons onderzoek.

BIJLAGE 5. STRUCTUUR SEMI-GESTRUCTUREERD INTERVIEW ELINE TALBOOM (WE ARE JANE)

Betref: masterproef "Gender funding gap bij Venture Capital in Vlaanderen", door Liana De Vlieger en Joyce Lefevere

1. Kunt u ons meer vertellen over
 - Uw functie binnen het fonds/onderneming
 - Het aantal jaren ervaring binnen venture capital
 - Afhankelijk van functie: hoeveel portefeuillebedrijven u gemiddeld screent/managet/... in één jaar?
 - Wat is uw voornaamste rol binnen het selectie-en investeringsproces?
2. Kunt u ons meer vertellen vanuit welke reden(en) We Are Jane werd opgericht? We Are Jane is een vaak genoemd fonds wanneer wij andere investeringsmanagers contacteerden voor een interview met betrekking tot ons onderwerp.
3. Kunt u ons iets vertellen over het selectieproces binnen de onderneming/fonds? Welke stappen worden gevolgd en hoeveel tijd neemt deze selectie van het investeringsproject in?
4. Met welke criteria bent u voornamelijk bezig binnen het selectieproces, en waarom?
5. Tijdens het selecteren van een potentiële investering, kijkt u ook naar de samenstelling van het managementteam?
6. Behoort 'vrouwgeleid' tot één van de criteria inzake investering?
7. Uit verscheidene nieuwsartikelen zagen wij dat er al 1 investering gebeurd is, in Medipartner. Ondervindt u veel vraag naar financiering?
8. In ons onderzoek vonden wij dat 1/3 van de investeringen van de afgelopen 10 jaar in Vlaanderen in een onderneming was geleid of opgericht door een vrouw. In tegenstelling tot eerder onderzoek uit andere landen waarin zij regelmatig rapporteren dat slechts 2% van het totale VC naar vrouwgeleide ondernemingen gaat? Wat is volgens u hiervan de oorzaak? Merkt u dit ook op in Vlaanderen?

Bedankt voor uw medewerking en bijdrage tot ons onderzoek.