De invloed van venture capitalists op de strategie van beginnende bedrijven

Sven Grutterink

331665

13-07-2013

Deze scriptie onderzoekt hoe venture capitalists (VCs) de strategie van beginnende, VC ontvangende bedrijven beïnvloeden. De invloed op de strategie wordt onderverdeeld in vier verschillende aspecten: Innovatie, professionalisering, commercialisatie en internationalisatie. De belangrijkste bevindingen zijn dat VC ontvangende bedrijven over het algemeen innovatiever zijn dan niet VC ontvangende bedrijven. Echter, dit komt met name door de selectieprocedure van VCs. Er is geen bewijs dat de invloed van VCs zorgt voor een verdere stimulatie van de innovatie bij VC ontvangende bedrijven. De niet verdere stimulatie van innovatie is voor een groot gedeelte te verklaren door de korte termijn strategie van de VC en de focus op commercialisatie van de technologie. De VC heeft ook invloed op de professionalisering van het personeelsbestand van VC ontvangende bedrijven. Dit heeft gevolgen voor de manier van rekruteren, maar heeft met name belangrijke gevolgen voor mutaties in het bestuur en het top management. De focus op commercialisatie binnen VC ontvangende bedrijven gaat gepaard met een kortere tijd voordat een product op de markt komt. Dit effect is extra sterk voor innovatieve bedrijven die zich richten op eerste op de markt voordelen. Daarnaast worden door de invloed van VCs vaker handelsmerken aangevraagd door VC ontvangende bedrijven. De producten worden door de invloed van de VC ook vaker internationaal verkocht. Deze internationalisatie strategie wordt mogelijk gemaakt door het financieel en menselijke kapitaal wat geleverd wordt door de VC. Belangrijk voor ondernemers is dat zij er rekening mee moeten houden dat de korte termijn strategie van de VC de lange termijn belangen van de onderneming kan schaden. Ook moet de ondernemer er rekening mee houden dat VCs vaak contractueel het recht hebben om de ondernemer uit zijn eigen bedrijf te ontslaan.

**1.2 Inhoudsopgave**

***Sectie 1: Intro***

1.1Voorblad…………………………………………………………………………1

1.2 Inhoudsopgave…………………………………………………….…………….2

1.3 Inleiding…………………………………………………………...…………….4

***Sectie 2: Theoretisch raamwerk***

2.1Wat is een venture capitalist………….………………………………………….6

*2.1.1 De verschillende spelers in de VC industrie*….……………………….6

*2.1.2 Verschil banken en venture capitalist*…....……………………………7

*2.1.3 Ondernemers en de vraag naar venture capital*………………………7

2.2 De werkwijze van de venture capitalist…………………….…………………...8

*2.2.1 Invloed van de venture capitalist*…………….………………………..8

*2.2.2 Type bedrijven waarin VCs investeren*..…….………………………...9

*2.2.3 Investeringsbetrokkenheid*………………….…………………………9

***Sectie 3: De invloed van de VC op de strategie van beginnende bedrijven***

3.1 Innovatie strategie...………………….…………………………………………10

*3.1.1 Patenten*………………………………………………...….…………10

*3.1.2 Innovatie prestatie*....………………………………………………....11

*3.1.3 R&D*……...……………………………………………………..…….11

3.2 Professionaliteit…………………………….…………………...….……….….11

*3.2.1 Mutaties bestuur en top management*………...……………………...12

*3.2.2 Rekruteren van nieuw personeel*……...………………………..……..13

3.3 Commercialisatie strategie..………………….…………………..…….……….14

*3.3.1 Commercialisatie van de huidige technologie*……….……….......….14

*3.3.2 Handelsmerken*………………………...……………………….…….15

3.4 Internationalisatie strategie.…….…………….……………………….……….15

***Sectie 4: Implicaties voor de ondernemer***…………………………………………17

4.1 Samenvatting van de resultaten………………………………………………...17

4.2 Implicaties voor de ondernemer………………………………………………..17

***Sectie 5: Discussie, toekomstig onderzoek en tekortkomingen***

5.1 Discussie…………………………….…………………………………..….….19

5.2 Toekomstig onderzoek.……….……………….……………………….…..….20

5.3 Tekortkomingen……………………………………………………………….21

***Sectie 6: Conclusie***

6.1 Conclusie…………………………….……………………………….………..22

***Sectie 7: Literatuurlijst***

7.1 Literatuurlijst…………………………….…………………….…………...….23

**1.3 Inleiding**

Venture capitalists (VCs) verzorgen niet alleen het benodigde kapitaal voor kleine, risicovolle bedrijven, maar hebben ook een sterke invloed op de bedrijven waarin zij investeren (Zider, 1998). VCs leggen namelijk contractueel vast dat zij veranderingen mogen doorvoeren in het personeelsbestand en dat ze de strategie van de bedrijven waarin zij investeren mogen veranderen (Lerner, 2002). De gevolgen hiervan zijn relevant om te onderzoeken, omdat de invloed van de VC zowel positief als negatief kan uitpakken. Een ondernemer kan bijvoorbeeld uit zijn eigen bedrijf worden gezet (Rosenstein et al., 1993). Daar tegenover staat wel dat VC ontvangende bedrijven beter presteren dan soortgelijke niet VC ontvangende bedrijven (Acs & Audretsch, 2003). Hoe VCs exact de strategie van beginnende, VC ontvangende bedrijven beïnvloeden wordt onderzocht met behulp van de volgende onderzoeksvraag:

*Hoe beïnvloedt het ontvangen van venture capital de strategie van een beginnend bedrijf ?*

Omdat strategie een vrij algemeen begrip is, wordt het onderverdeeld in vier specifieke aspecten van strategie die van belang zijn voor VC ontvangende bedrijven. Deze vier strategisch aspecten zijn: Innovatie, professionalisering, commercialisatie en internationalisatie. Deze vier strategisch aspecten zijn van belang, omdat de VC hier een directe impact op heeft. Ook zijn deze strategisch aspecten binnen de VC ontvangende bedrijven op een bepaalde manieren met elkaar verworven.

Deze scriptie levert een bijdrage, omdat het duidelijk laat zien hoe de werkwijze van de VC invloed heeft op verschillende aspecten van strategie van beginnende, VC ontvangende bedrijven. Er zijn een aantal artikelen die de invloed van de VC op een bepaald deel van de strategie van VC ontvangende bedrijven beschrijven, zoals die van Lerner (1995), Kortum & Lerner (2000), Hellmann & Puri (2000; 2002), Fernhaber & McDougall-Covin (2009) en Peneder (2010). Echter, deze artikelen beschrijven slechts de invloed van de VC op een klein gedeelte van de strategie. Deze scriptie combineert het werk van onder andere de eerdergenoemde wetenschappers en beschrijft de invloed van de VC op vier verschillende aspecten van strategie, namelijk: Innovatie, professionalisering, commercialisatie en internationalisatie. Daarnaast worden in de scriptie de verschillende strategische aspecten waar de VC invloed op heeft aan elkaar gelinkt en worden er implicaties voor de ondernemer aan verbonden.

Hierdoor kan de scriptie gebruikt worden door academici die een compleet overzicht willen krijgen van de gevolgen van het ontvangen van VC voor beginnende bedrijven, maar kan het ook nuttig zijn voor ondernemers die een compleet beeld willen krijgen van de invloed van VC op hun bedrijf. Om een correct totaalbeeld te schetsen van de invloed van VCs op VC ontvangende bedrijven, zijn de argumenten in deze scriptie onderbouwd met behulp van wetenschappelijke boeken, wetenschappelijke artikelen en werkdocumenten geschreven door academici.

De scriptie is als volgt ingedeeld. In sectie 2 zal er een theoretisch kader worden geschetst. Vervolgens wordt in sectie 3 de invloed van de VC op de strategie van beginnende bedrijven beschreven. Sectie 4 zal de resultaten kort opsommen en de implicaties voor ondernemers beschrijven. Sectie 5 bevat de discussie, toekomstig onderzoek en tekortkomingen van de scriptie. Vervolgens zal sectie 6 concluderen door een antwoord te geven op de onderzoeksvraag en sectie 7 bevat de literatuurlijst.

**2. Theoretisch raamwerk**

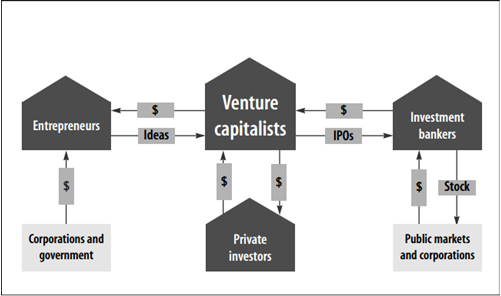
**2.1 Wat is een venture capitalist?**

Om een antwoord te kunnen formuleren op de hoofdvraag moet het eerst duidelijk worden wat een VC is en wat de algemene werkwijze van de VC is. VCs zijn onafhankelijk gemanagede investeringsbedrijven die over het algemeen investeren in aandelen van kleine, beginnende ondernemingen met een hoog risicoprofiel in combinatie met een hoog groei potentieel (Gompers & Lerner, 2001). Daarnaast worden de ondernemingen waarin VCs in investeren vaak gekenmerkt door een hoge mate van informatie asymmetrie (Sahlman, 1990) .

*2.1.1 De verschillende spelers in de VC industrie*

De VC industrie bestaat uit vier spelers: Ondernemers, privé investeerders, investeringsbanken en de VC. De ondernemers zijn aanwezig in deze markt, omdat zij hun risicovolle project willen laten financieren. De VC wil deze bedrijven financieren in ruil voor een gedeelte van de aandelen van het bedrijf. Vervolgens wil de VC deze aandelen in waarde laten stijgen om ze daarna met winst te verkopen aan een ander bedrijf of via een beursintroductie. De gemaakte winst gaat naar de privé investeerders die in de VC hebben geïnvesteerd, zie figuur 1 (Zider, 1998).

Figuur 1: Hoe venture capital werkt (Zider, 1998)



*2.1.2 Verschil banken en venture capitalist*

Het grote verschil tussen VCs en banken is het type bedrijven waarin ze investeren en de mate van invloed op het bedrijf (de Bettignies & Brander, 2007). Banken prefereren veilige investeringen en investeren daarom vooral in bedrijven met een laag risicoprofiel (Winton & Yerramilli, 2008). Daarnaast hebben banken over het algemeen geen verdere invloed op het bedrijf dat geld leent (Acs & Audretsch, 2003). VCs hebben een contrasterende manier van investeren ten opzichte van banken. Zij investeren namelijk meestal in kleine, zeer risicovolle, beginnende bedrijven met veel winst potentieel (Bygrave & Timmons, 1992). Kenmerkend is dat zij geen lening aan een bedrijf geven, maar in plaats daarvan aandelen kopen van het bedrijf waarin ze investeren. Op deze manier ontvangt het kleine, risicovolle, beginnende bedrijf het benodigde kapitaal en profiteert de VC optimaal bij een waardestijging van de aandelen (Acs & Audretsch, 2003). Doordat VCs een groot gedeelte van de aandelen overnemen en een zekere zeggenschap afdwingen, hebben zij in tegenstelling tot banken wel veel invloed op de bedrijven waarin zij investeren (de Bettignies & Brander, 2007).

*2.1.3 Ondernemers en de vraag naar venture capital*

Naast het overnemen van de aandelen, brengen VCs ook hoge management vergoedingen in rekening. Dit maakt venture capital een relatief dure manier van financieren (Zider, 1998). Dat veel ondernemers toch welwillend tegenover VC staan is te verklaren door de marktmacht van VCs (Zider, 1998) en de extra niet-monetaire services van VCs (Keuschnigg, 2004).

De marktmacht van de VC is te verklaren, doordat banken en andere financiële instellingen, niet of nauwelijks bereid zijn om kleine, risicovolle bedrijven van leningen te voorzien. Zij willen deze bedrijven geen geld lenen door het hoge aantal faillissementen van deze beginnende onderneming (Camerer & Lovallo, 1999; Winton & Yerramilli, 2009). Aangezien het grootste probleem van aspirant ondernemers een te kort aan kapitaal en liquiditeit is (Blanchflower & Oswald, 1998), kunnen de meeste ondernemers met een groot, risicovol plan alleen bij een VC terecht om hun risicovolle project te financieren (Peneder, 2010).

De extra niet-monetaire service is kenmerkend voor de financieringsvorm van de VC (Hsu, 2004). De VC levert namelijk naast financieel kapitaal ook hoog menselijk kapitaal en toegang tot de grote netwerken van de VC (Hellmann & Puri, 2002). Dit heeft een positief effect op de prestaties van het VC ontvangende bedrijf (Acs & Audretsch, 2003).

**2.2 De werkwijze van de venture capitalist**

Karakteriserend voor de werkwijze van de VC is dat zij een gedeelte van de aandelen overnemen van het bedrijf waarin zij investeren (Acs & Audretsch, 2003). Wanneer zij dit doen leggen ze ook contractueel vast dat zij invloed mogen uitoefenen op het beleid van het bedrijf waarin zij investeren (Lerner, 2002). Hierdoor kan de VC waarde toevoegen en de strategie van het bedrijf waarin zij investeren beïnvloeden (Lerner, 1995).

*2.2.1 Invloed van de venture capitalist*

Als een algemene regel geldt dat de invloed van de VC op VC ontvangende bedrijven sterker wordt als het VC ontvangende bedrijf innovatiever is. Daarnaast wordt de invloed ook sterker wanneer het VC ontvangende bedrijf zich nog in vroeg stadium bevindt (Sapienza et al., 1994). Deze invloed heeft bijvoorbeeld een effect op de innovatie strategie, professionaliteit, de commercialisatie strategie en de internationalisatie strategie van de beginnende bedrijven waarin VCs investeren.

Betreffende innovatie, VCs moeten in een relatief korte periode zoveel mogelijk geld verdienen voor de partijen die in de VC hebben geïnvesteerd (Checkley, 2009). Hierdoor komt er een focus op de commercialisatie van de huidige technologie en dit belemmert de verdere groei van het aantal patenten (Caselli et al., 2009) en heeft gevolgen voor de innovatie prestatie (Peneder, 2010).

Waar de VC ook invloed op heeft is het personeelsbestand van het bedrijf. VCs zien zwak top management als de grootste reden waarom bedrijven falen (Gorman & Sahlman, 1989). Daarom leggen VCs contractueel vast dat zij het top management, indien zij dat nodig achten, mogen vervangen (Lerner, 2002) en dat ze een plaats krijgen in het bestuur van het bedrijf (Rosenstein et al., 1993).

De VC beïnvloed ook de commercialisatie strategie van VC ontvangende bedrijven. De commercialisatie van de huidige technologie van VC ontvangede bedrijven zorgt ervoor dat deze bedrijven een kortere tijd nodig hebben voordat hun product op de markt komt. Dit effect is extra sterk voor innovatieve bedrijven die zich richten op eerste op de markt voordelen (Hellmann & Puri, 2002).

Een ander kenmerk van VCs is dat zij kleine bedrijven proberen laten uit te groeien tot grote internationale bedrijven. Over het algemeen beschikt de VC over de kennis, de reputatie en het netwerk om VC ontvangende bedrijven te ondersteunen bij het opzetten van een internationale strategie (Fernhaber & McDougall-Covin, 2009).

*2.2.2 Type bedrijven waarin VCs investeren*

VCs investeren voornamelijk in beginnende, innovatieve bedrijven in plaats van bedrijven die zich richten op imitatie (Hellmann & Puri, 2000). Dit brengt bepaalde risico’s met zich mee en om dit risico te minimaliseren specialiseren VCs zich in een beperkt aantal industrieën, zodat zij optimaal hun product en technische kennis behorende bij deze industrieën kunnen exploiteren (Norton & Tenenbaum, 1993). De industrieën die VCs hiervoor uitkiezen hebben vaak hoge groei verwachtingen (Groh et al., 2010).

*2.2.3 Investeringsbetrokkenheid*

VCs stoppen veel tijd in het selecteren van de juiste bedrijven. Na deze selectie kiezen ze op basis van de resultaten van deze bedrijven in welke bedrijven ze de meeste tijd willen steken. Empirisch onderzoek laat zien dat Amerikaanse VCs het meest betrokken zijn bij de best presterende bedrijven in de portfolio van de VC en dat Engelse VCs het meest betrokken waren bij de bedrijven met de meest ervaren CEO. Dit is counter intuïtief wanneer er gekeken wordt naar waar de hulp van de VC het hardst nodig is (Sapienza, 1994). Echter wanneer er in ogenschouw wordt genomen dat minder dan 10% van de portfolio zorgt voor meer dan 50% van de winst van de VC is dit wel logisch (Sahlman, 1990). VCs lijken dus te gaan voor een homerun strategie, waarbij de beste en meest winstgevende bedrijven de meeste aandacht krijgen en de bedrijven die het minder doen een stuk minder profiteren van de extra niet-monetaire service van de VC (Sapienza, 1994).

**3. De invloed van de VC op de strategie van beginnende bedrijven**

**3.1 Innovatie strategie**

Het is karakteriserend voor VCs dat zij voornamelijk investeren in innovatieve bedrijven in plaats van bedrijven die zich richten op imitatie (Hellmann & Puri, 2000). Dit zorgt er echter niet automatisch voor dat de strategie van het VC ontvangende bedrijf innovatiever wordt. De innovatie strategie van het VC ontvangende bedrijf kan op verschillende manier worden bekeken. Hieronder zal de invloed van VC op de innovatie strategie van deze ondernemingen beschreven worden door te kijken naar de hoeveelheid patent aanvragen, de innovatie prestatie en de strategie van de R&D afdeling.

*3.1.1 Patenten*

Kortum & Lerner (2000) vinden bewijs dat VC ontvangende bedrijven meer patenten aanvragen dan niet VC ontvangende bedrijven. Zij plaatsen daar echter de kanttekening bij dat niet alle patenten even waardevol zijn. Daarnaast zou het kunnen dat de VC ontvangende bedrijven meer patenteren om indruk te maken op potentiële investeerders of omdat deze bedrijven bang zijn dat potentiële investeerders hun ideeën stelen. Echter, de patenten van VC ontvangende bedrijven worden gemiddeld vaker gebruikt in patent applicaties dan de patenten van niet VC ontvangende bedrijven en daarnaast worden ze agressief juridisch verdedigd, hetgeen een hoge economische waarde signaleert. Ook maken VCs vaker gebruik van handelsgeheimen. Dit zou betekenen dat zij niet zo zeer patenteren zodat hun ideeën niet worden gestolen door potentiële investeerders (Kortum & Lerner, 2000).

Engel & Keilbach (2007) laten zien dat VC ontvangende bedrijven inderdaad significant meer patenten aanvragen dan niet VC ontvangende bedrijven. Zij plaatsen echter daarbij de cruciale kanttekening dat deze bedrijven ook al voordat ze VC ontvingen significant meer patenten aanvroegen. Wanneer er gekeken wordt naar het totaal aantal patent aanvragen na het ontvangen van VC is er geen significant verschil in groei te zien tussen VC ontvangende bedrijven en niet VC ontvangende bedrijven (Engel & Keilbach, 2007).

Een nog sterker argument tegen groei van gepatenteerde innovatie dankzij VCs komt van Caselli et al. (2009). Zij laten zien dat in de periode 1995-2004 VC ontvangende bedrijven die aan de Italiaanse beurs werden verhandeld jaarlijks gemiddeld 0.33 meer patenten aanvroegen dan soortgelijke niet VC ontvangende bedrijven, voordat het VC is ontvangen. Echter nadat het VC werd ontvangen vroegen deze VC ontvangende bedrijven jaarlijks gemiddeld 0.54 patenten minder aan dan vergelijkbare niet VC ontvangende bedrijven (Caselli et al., 2009).

*3.1.2 Innovatie prestatie*

Een andere manier om innovatie te meten is de innovatie prestatie van het bedrijf. De innovatie prestatie wordt gemeten als het aandeel van nieuwe producten en diensten in de totale omzet. VC ontvangende bedrijven hebben over het algemeen een hogere innovatie prestatie dan niet VC ontvangende bedrijven. Echter, deze hogere innovatie prestaties komen niet voort uit een positieve invloed van de VC op innovatie, maar worden onder andere veroorzaakt door selectie procedures vooraf (Peneder, 2010). VCs investeren namelijk vooral in innovatieve bedrijven (Gompers & Lerner, 2001). Daarnaast proberen VCs de huidige technologie van VC ontvangende bedrijven zo snel mogelijk te commercialiseren (Hellmann & Puri, 2000). De selectieprocedures vooraf en de focus op commercialisatie zijn dus de oorzaak van een hoog aandeel van nieuwe producten en diensten in de totale omzet van VC ontvangende bedrijven (Hellmann & Puri, 2000; Peneder, 2010).

*3.1.3 R&D*

De innovatie strategie kan ook worden beschreven door te kijken naar de strategie van de R&D afdeling. Over het algemeen zijn er drie soorten strategieën, dit zijn de maak strategie, de koop strategie en de maak-en-koop strategie. Het ontvangen van VC zorgt voor een toename in de maak-en-koop activiteiten en maak activiteiten, maar niet maar niet in de koop activiteiten van het VC ontvangende bedrijf. Dit betekent dat VCs een voorkeur hebben voor het verhogen van de mate waarin nieuwe kennis kan worden opgenomen en geëxploiteerd, genaamd de absorptiecapaciteit, en in een toename van de R&D binnen het bedrijf zelf. Door te investeren in de absorptiecapaciteit hebben de VC ontvangende bedrijven beter de mogelijkheid om toekomstige innovaties te creëren doordat ze de innovaties van andere bedrijven beter kunnen verwerken en daarnaast zelf ook optimaal gebruik kunnen maken van technologische vooruitgang (Da Rin & Penas, 2007) .

**3.2 Professionaliteit**

Het is strategisch belangrijk voor VCs om de bedrijven waarin zij investeren te professionaliseren, omdat VC ontvangende bedrijven vaak zijn gevestigd in hoge-technologie sectoren, waarin goed menselijk kapitaal cruciaal is. Dat dit ook daadwerkelijk gebeurt blijkt uit de significante invloed van VCs op de professionalisering van de bedrijven waarin zij investeren (Hellmann & Puri, 2002). Met professionalisering wordt hier bedoelt de toewijzing en specialisatie van specifieke taken en het toenemend aantal van getalenteerd en professioneel personeel dat voorheen nog niet actief was binnen het bedrijf.

*3.2.1 Mutaties bestuur en top management*

De VCs achten met name het bestuur, de CEO, de marketing president en de verkoop president van de VC ontvangende bedrijven van groot belang. Deze posities worden na de inmenging van de VC relatief vaak vervangen of gecreëerd wanneer deze nog niet bestonden (Rosenstein et al., 1993; Hellmann & Puri, 2002).

Betreffende het bestuur, nam gemiddeld na de eerste financieringsronde het aantal bestuursleden toe van 3 leden naar 4.8 leden (Rosenstein et al., 1993; Lerner, 1995). Vaak treedt het bestuur op als een klankbord voor het top management. Dit wordt door veel ondernemers gezien als de meest belangrijke en ook de meest effectieve activiteit van de VC (Fried et al., 1998).

Het top management heeft ook een significant grotere kans op mutaties door de invloed van de VC (Heger & Tykvová, 2009). Dit is deels te verklaren doordat VCs zwak top management zien als de grootste reden waarom bedrijven falen (Gorman & Sahlman, 1989). Hierdoor neemt de VC actief deel aan het identificeren, aanraden en aantrekken van managers voor de bedrijven waarin zij investeren (Gledson de Carvalho et al., 2008). VCs hebben in de meeste gevallen contractueel vastgelegd dat het hen is toegestaan om het top management te vervangen (Lerner, 2002). Daarnaast heeft de VC belang bij het creëren van bepaalde top posities, zoals die van de marketing president en verkoop president. De marketing president en de verkoop president zijn van groot belang in het VC ontvangende bedrijf, omdat zij verantwoordelijk zijn voor de commercialisatie van het product. Dit is terug te vinden in de significant invloed van VCs op het eerder aastellen van een marketing en verkoop president door VC ontvangende bedrijven (Hellmann & Puri, 2002).

De oprichter van het bedrijf die als CEO fungeert wordt ook significant vaker vervangen bij VC ontvangende bedrijven dan bij niet VC ontvangende bedrijven (Rosenstein et al., 1993). Dit gebeurt ondanks dat oprichters als CEO een voorsprong hebben op buitenstaanders. Zij hebben een voorsprong, omdat zij zijn in het bezit van de oprichtersvisie, hebben een grote invloed op de organisatie en worden vaak geassocieerd met een positief imago. Daarnaast zijn ze in het bezit van aandelen. Toch worden zij bij VC ontvangende bedrijven in 33 tot 50 procent van de gevallen voor de beursintroductie vervangen. Dit is te verklaren doordat de mogelijkheid voor het bedrijf om te overleven en groeien na de beursintroductie voor een groot gedeelte wordt bepaald door de strategisch keuzes die worden gemaakt rond de tijd van de beursintroductie. Hierdoor is het kiezen van de juiste CEO voor de beursintroductie van vitaal belang (Jain & Tabak, 2008). De kans op wijzigingen in het top management en het bestuur neemt toe wanneer de VCs sterker betrokken zijn bij het bedrijf waarin zij investeren en wanneer de totale investering van de VCs in het bedrijf hoger zijn (Lerner,1995; Heger & Tykvová, 2009).

*3.2.2 Rekruteren en motiveren van nieuw personeel*

Naast het aantrekken van het juiste top management is het voor de verdere groei van het bedrijf van belang dat er hoog getalenteerd personeel wordt gerekruteerd voor andere posities dan het top management. VCs maken hiervoor gebruik van hun eigen professionele en zakelijke netwerk om geschikte personen voor de organisatie te vinden (Hellmann & Puri, 2002). Het rekruteren van nieuw, hoog getalenteerd personeel krijgt vooral een impuls via de nieuwe top managers die binnenkomen bij het VC ontvangende bedrijf. Zij hebben vaak grote netwerken opgebouwd in de industrieën en bedrijven waarin zij voorheen hebben gewerkt. Deze contacten gebruiken zij vervolgens bij het rekruteren van nieuw getalenteerd personeel (Walske & Zacharakis, 2009).

Een andere manier van professionalisering om getalenteerd personeel aan te trekken is de introductie van een aandelen optie plan. De introductie van een aandelen optie plan is van belang om een aantal redenen. Naast dat het helpt met het aantrekken van getalenteerd personeel, kan een aandelen optie plan er ook voor zorgen dat personeel meer gemotiveerd is en helpt het bij het behouden van getalenteerd personeel voor het VC ontvangende bedrijf. Dat VCs een aandelen optie plan belangrijk vinden blijkt uit het empirisch bewijs dat het ontvangen van venture capital geassocieerd is met een significante toename in de kans dat er een aandelen optie plan wordt geïntroduceerd in een VC ontvangend bedrijf (Hellmann & Puri, 2002).

**3.3 Commercialisatie strategie**

VCs zijn meestal vier tot vijf jaar betrokken bij het bedrijf waarin ze investeren (Checkley, 2009). In deze korte periode proberen zij zoveel mogelijk rendement te maken over hun geïnvesteerde vermogen. VCs proberen dit te doen door hun aandelen in korte tijd veel in waarde te laten stijgen om ze vervolgens te verkopen aan een derde partij. Dit kan op verschillende manieren, maar over het algemeen is de meest winstgevende manier om dit te doen via een beursintroductie (Gompers & Lerner, 2001).

*3.3.1 Commercialisatie van de huidige technologie*

Om deze exit strategie te realiseren heeft de VC tastbare resultaten nodig in de vorm van een product, want zelfs als een technologie eenmaal bewezen is, moet het er nog wel op een efficiënte manier een veilig product van gemaakt worden (Nevens, 1990; Sorenson & Stuart, 2001). Het succes van deze commercialisatie is cruciaal voor het overleven van de meeste bedrijven waarin VCs investeren, aangezien deze bedrijven vaak zijn gevestigd in snel veranderende omgevingen (Cooper, 2000). Dit kan mede verklaren waarom VCs een significante invloed hebben op de commercialisatie van het product van een VC ontvangend bedrijf (Samila & Sorenson, 2010).

Dat commercialisatie belangrijk is voor VCs blijkt ook uit dat VCs liever investeren in bedrijven waar er al stappen zijn gezet richting commercialisatie (Klofsten, 1999). Deze stappen richting commercialisatie zijn belangrijk, omdat VCs willen het risico dat een technologie in een product kan worden omgezet minimaliseren (Ernst et al., 2005).

Daarnaast laten Hellmann & Puri (2000) zien dat de tijd voordat een product op de markt wordt aangeboden significant wordt verminderd door de invloed van de VC. Dat VC ontvangende bedrijven minder lang erover doen om hun product op de markt te krijgen kan ook mede worden verklaard, doordat VCs over het algemeen investeren in innovatieve bedrijven (Hellmann & Puri, 2000). Voor deze innovatieve bedrijven zijn eerste op de markt voordelen van extra belang, omdat ze op die manier premium prijzen voor hun producten kunnen krijgen door de tijdelijk ontstane monopolie positie (Porter, 1985). Het effect van het afnemen van de tijd voordat een product op de markt komt door de invloed van VC is dan ook extra sterk bij innovatie bedrijven die zich richten op eerste op de markt voordelen (Hellmann & Puri, 2000).

*3.3.2 Handelsmerken*

Omdat de meeste VC ontvangende bedrijven hun producten zo snel mogelijk naar de markt proberen te brengen, is het aanvragen van een handelsmerk een logische volgende stap die wordt genomen in het commercialisatie proces (Sandner & Block, 2011). Handelsmerken geven de eigenaar het recht om andere uit te sluiten van het gebruik van een specifiek woord, teken of symbool (Besen & Raskind, 1991). Hierdoor kunnen bedrijven hun merk en marketing inspanningen beschermen tegen oneigenlijk gebruik van concurrenten en kan het klanten aan haar binden, doordat zij het bedrijf, dankzij het handelsmerk, kunnen onderscheiden van haar concurrenten (Block et al., 2012). De invloed van de VC zorgt ervoor dat over het algemeen beginnende, VC ontvangende bedrijven eerder gaan voor een handelsmerk dan voor een patent (de Vries et al., 2013).

Handelsmerken hebben ook een signalerende werking, ondanks dat zij geen directe waarde vertegenwoordigen voor beginnende bedrijven. Ze laten zien dat het bedrijf marktgeoriënteerd is, een eigenschap hoog gewaardeerd door VCs (Sandner & Block, 2011). Empirische studies laten ook zien dat het aantal handelsmerken positief gerelateerd is aan de waarde die VCs toekennen aan de beginnende bedrijven waarin zij investeren. Deze toegekende waarde zal echter afnemen naarmate de VC langer bij het bedrijf betrokken is (Block et al., 2011) .

**3.4 Internationalisatie strategie**

Kleine, beginnende bedrijven hebben vaak problemen om te internationaliseren door een gebrek aan financiële middelen en een te kort aan goed menselijk kapitaal (Bonaccorsi, 1992). Over het algemeen kunnen VCs deze financiële middelen en menselijk kapitaal leveren en hiermee waardevolle hulp bieden bij het internationaliseren van de bedrijven waarin zij investeren (Mäkelä & Maula, 2005).

Internationalisatie van de bedrijven waarin VCs investeren past goed in de strategie van de meeste VCs (Fernhaber & McDougall-Covin, 2009). De reden dat deze strategie goed past bij VCs is, omdat VC ontvangende bedrijven vaak een hoog groei potentieel hebben (Gompers & Lerner, 2001) en door het aanbieden van de producten op de internationale markt kan dit potentieel optimaal worden benut (Wright et al., 2000). Deze strategie wordt dan ook vaak toegepast door VCs, zelfs als de oorspronkelijk eigenaar iets risico neutraler is dan de VC en daardoor minder de neiging heeft om een grote internationalisatie strategie op te zetten (George et al., 2005).

Om toegang te krijgen tot internationale netwerken moeten bedrijven relaties opbouwen. De kennis van internationale netwerken bij VC ontvangende bedrijven voordat er een VC binnen komt is echter in de meeste gevallen beperkt. Om toch te kunnen opereren op de internationale markt is de hulp van de VC bij het aanleggen van internationale netwerken cruciaal voor deze bedrijven (Mäkelä & Maula, 2005). Vaak komen bestuursleden met internationale kennis bij het bedrijf binnen om te helpen met het opzetten van de internationalisatie strategie.

Een voorwaarde voor een succesvolle internationalisatie met behulp van de VC is dat de VC over kennis van internationale netwerken moet beschikken en moet beschikken over een goede reputatie binnen deze netwerken. Empirisch blijkt ook dat een internationalisatie strategie inderdaad met name wordt gehanteerd wanneer de VC internationale kennis heeft en beschikt over een goede reputatie binnen internationale netwerken (Fernhaber & McDougall-Covin, 2009).

**4. Implicaties voor ondernemers**

**4.1 Samenvatting van de resultaten**

Ter verduidelijking voor de implicaties voor ondernemers, wordt er een korte samenvatting van de invloed van de VC op de strategie van beginnende bedrijven gegeven. Door de invloed van de VC wordt innovatie minder belangrijk en komt de focus vooral te liggen op het commercialiseren van de huidige technologie van het VC ontvangende bedrijf. De VC legt daarnaast contractueel vast dat zij veranderingen mogen maken in het bestuur en het top management. Een ander gevolg van de invloed van de VC is dat producten eerder naar de markt worden gebracht. Ook zullen deze producten door de invloed van de VC vaker internationaal worden aangeboden.

**4.2 Implicaties voor ondernemers**

Er zijn een hoop positieve strategie veranderingen mogelijk door de VC. De VC ontvangende bedrijven moeten er echter wel rekening mee houden dat de lange termijn strategische doelen van het bedrijf kunnen worden geschaad door de korte termijn strategie van de VC. Een focus op het bereiken van de korte termijn financiële doelen kan namelijk negatieve impact hebben op het bereiken van de lange termijn strategisch doelen. Dit heeft als gevolg dat het rendement op het lange termijn minder kan worden (Ernst et al., 2005).

Een voorbeeld waarbij de lange termijn strategische doelen van het bedrijf worden geschaad is als de focus teveel ligt op het verkorten van de tijd voordat een product op de markt komt. Door de focus om op korte termijn geld te verdienen, wordt het product belemmert in zijn natuurlijke evolutie en heeft dit negatieve gevolgen voor het lange termijn rendement (Lerner, 2002). Door de focus op commercialisatie van de VC moet een ondernemer een afweging maken. Wil de ondernemer zijn product eerder op de markt brengen, zelfs als dit mogelijk ten koste gaat van de ontwikkeling van het product of wil en kan de ondernemer zelf het product verder ontwikkelen zonder de hulp van de VC, om het product vervolgens later zelf op de markt te brengen.

Waar de ondernemer ook rekening mee moet houden is dat hij een groot gedeelte van de zeggenschap uit handen geeft. De VC legt vaak contractueel vast dat zij de ondernemer, die in de meeste gevallen als CEO fungeert, uit zijn positie mogen zetten (Jain & Tabak, 2008). De ondernemer moet zich afvragen of hij de monetaire en niet-monetaire voordelen van VCs belangrijk genoeg vindt om de autonomie van zijn bedrijf op te geven en mogelijk zelf slachtoffer te worden van mutaties in het bestuur en top management.

Voor ondernemers die een internationalisatie strategie nastreven maar daar niet de financiële middelen voor hebben of niet het netwerk hebben om zo`n strategie succesvol te volgen, kan een VC de perfecte uitkomst zijn. De ondernemer moet hierbij wel rekening houden dat het cruciaal is dat de VC in het bezit is van een internationaal netwerk en dat de VC een goede reputatie binnen deze netwerken heeft (Fernhaber & McDougall-Covin, 2009).

Ondanks dat VC ontvangende bedrijven beter presteren dan niet VC ontvangende bedrijven, moeten ondernemers er rekening mee houden dat het ontvangen van VC niet gelijk staat aan groot succes (Acs & Audretsch, 2003). Slechts 15% van de bedrijven waarin VCs investeren wordt een groot succes. Daarnaast overleeft 70% van de bedrijven, maar deze bedrijven halen geen bijzondere resultaten en 15% van de VC ontvangende bedrijven lijdt een totaal verlies (Sapienza, 1994). De best presterende bedrijven krijgen daarnaast ook veruit de meeste aandacht van de VC (Sapienza, 1994) en de ondernemer zou dit ook moeten meenemen in zijn afweging om samen te werken met een VC. De ondernemer moet er echter wel rekening mee houden dat er weinig tot geen andere financiers zijn die een risicovol project van een klein, beginnend bedrijf willen financieren (de Bettignies & Brander, 2007).

**5. Discussie, toekomstig onderzoek en tekortkomingen**

**5.1 Discussie**

De werkwijze van de VC is er vooral op gericht om op korte termijn veel geld te verdienen (Ernst et al., 2005). Doordat VCs een significante invloed hebben op het beleid van de bedrijven waarin zij investeren, heeft dit belangrijke gevolgen voor verschillende aspecten van de strategie van VC ontvangende bedrijven (de Bettignies & Brander, 2007). De verandering van de verschillende aspecten van strategie besproken in deze scriptie hangen vaak met elkaar samen. De scriptie probeert een duidelijk beeld te schetsen van de gevolgen van het ontvangen van VC voor verschillende aspecten van strategie van het VC ontvangende bedrijf, maar probeert ook deze gevolgen aan elkaar te linken in de discussie.

Bijvoorbeeld, een mogelijke verklaring voor het significant hoger aantal patenten bij VC ontvangende bedrijven, zonder verdere groei van innovatie door de invloed van de VC binnen deze bedrijven is dat VCs vooral investeren in innovatieve bedrijven in plaats van bedrijven die zich richten op imitatie. Dit zorgt ervoor dat deze bedrijven gemiddeld genomen al meer patent aanvragen hadden voordat ze VC ontvingen (Hellmann & Puri, 2000; Peneder, 2010). Het zou dus goed kunnen dat het innovatie is dat VC aantrekt in plaats van dat VC innovatie stimuleert. Dit staat ook wel bekend als de innovatie eerst hypothese (Hirukawa & Ueda, 2011). Daarnaast laat Zider (1998) zien dat VCs andere prioriteiten hebben dan het ontwikkelen van patenten. Van het totale bedrag dat VCs investeren gaat ongeveer 80% op aan de ontwikkeling van een infrastructuur, zodat de innovatie kan groeien. Hierbij kan gedacht worden aan fabricage, marketing, sales en het verstrekken van voldoende kapitaal voor activa. De prioriteit van de VC ligt dus op de eerste plaats bij het commercialiseren van de huidige innovatie en veel minder op het ontwikkelen van nieuwe patenten voor toekomstige innovaties (Zider, 1998; Hellmann & Puri, 2000).

De professionaliteit van een VC ontvangend bedrijf wordt ook beïnvloedt door de focus op commercialisatie. Het VC ontvangende bedrijf ondergaat een professionalisering van het personeelsbestand, omdat goed menselijk kapitaal van vitaal belang is voor het succes van de commercialisatie (Chen, 2009). Daarnaast beïnvloedt commercialisatie de internationalisatie van beginnende, VC ontvangende bedrijven. Om hun potentieel maximaal te benutten moeten deze bedrijven namelijk opereren op de internationale markt (Wright et al., 2000). Professionalisering kan ook gelinkt worden aan internationalisering, omdat door de internationale kennis van de VC kan er makkelijker een internationale strategie gevolgd worden (Lockett et al., 2008).

De invloed die de VC uitoefent op de strategie van beginnende bedrijven is voor een groot gedeelte te verklaren vanuit de algemene werkwijze van de VC. VCs investeren in kleine, risicovolle bedrijven en proberen deze bedrijven vervolgens in een relatief korte periode uit te laten groeien tot grote bedrijven, om deze vervolgens met veel winst te verkopen (Gompers & Lerner, 2001). De focus op het korte termijn succes (Checkley, 2009) is de belangrijkste drijfveer achter de commercialisatie van de huidige technologie (Hellmann & Puri, 2000). Het nastreven van dit korte termijn succes door VCs komt vooral door de verwachting van hoge rendementen op de korte termijn van de partijen die in de VC hebben geïnvesteerd. Deze investeerders willen geen tien tot vijftien jaar wachten tot hun investering in de VC resultaat oplevert. Hierdoor hebbenVCs dus meestal geen tijd om een bepaalde technologie in een VC ontvangend bedrijf te perfectioneren, maar willen zij direct tastbare resultaten halen door het product, wanneer het veilig en goed genoeg is, zo snel mogelijk op de markt te brengen (Nevens 1990; Hellmann & Puri, 2000) en deze het liefst internationaal te verkopen (Fernhaber & McDougall-Covin, 2009). Deze werkwijze van de VC heeft daardoor invloed op vele aspecten van strategie van VC ontvangende bedrijven, maar beïnvloed met name de innovatie, professionalisering, commercialisatie en internationalisatie van deze bedrijven.

Doordat de scriptie het werk van verschillende wetenschappers op een unieke en niet eerdere manier combineert om op deze manier een duidelijk en algemeen beeld te schetsen van de invloed van VC op de strategie van beginnende bedrijven, levert het een bijdrage aan het vakgebied dat zich specialiseert in VC. Daarnaast geeft het ondernemers de mogelijkheid om in één artikel te zien wat de gevolgen zijn van het accepteren van VC. Hierdoor levert de scriptie een academische bijdrage, maar heeft het ook praktische relevantie.

**5.2 Toekomstig onderzoek**

De scriptie laat een samenhang zien tussen verschillende aspecten van strategie bij VC ontvangende bedrijven. Bijvoorbeeld, de focus op commercialisatie zorgt voor een vermindering van de innovatie groei bij VC ontvangende bedrijven. Toekomstig onderzoek zou zich kunnen focussen op de gevolgen van deze commercialisatie voor product ontwikkeling binnen deze bedrijven op de lange termijn. Ook zou toekomstig onderzoek zich kunnen focussen op de verschillen in prestatie tussen VC ontvangende bedrijven die bepaalde strategie wijzigingen wel of niet doorvoeren. Ook kan er onderzocht worden of ondernemers volledig op de hoogte zijn van de gevolgen van het accepteren van VC en hoe zij aankijken tegen deze gevolgen.

**5.3 Tekortkomingen**

Een belangrijke tekortkoming van de scriptie is dat er alleen gekeken wordt naar de algemene werkwijze van VCs. Echter, ondanks grote gelijkenissen is elke VC anders en kan het accepteren van VC van verschillende VCs zorgen voor verschillende gevolgen voor de strategie. Daarnaast is de VC industrie relatief jong en volop in beweging. Het kan daarom dat bepaalde gebruikte artikelen achterhaald zijn en dat de gemiddelde VC inmiddels anders handelt. Een andere tekortkomingen van de scriptie is dat het zich alleen focust op de strategie veranderingen van beginnende bedrijven en dat het daarom weinig informatie bevat voor ondernemers met al ver ontwikkelde bedrijven die opzoek zijn naar VC.

**6. Conclusie**

De hoofdvraag van deze scriptie is: *Hoe beïnvloed het ontvangen van venture capital de strategie van een beginnend bedrijf ?*

Deze vraag is in deze scriptie onderzocht door te kijken naar vier verschillende aspecten van strategie: Innovatie, professionaliteit, commercialisatie en internationalisatie. De bevinden zijn dat VC ontvangende bedrijven door de invloed van de VC niet innovatiever worden. Het aantal patenten van VC ontvangende bedrijven is hoger dan van niet VC ontvangende bedrijven, maar de groei ten opzichte van de niet VC ontvangende bedrijven neemt af. De focus op commercialisatie van de huidige technologie is de belangrijkste reden dat de VC ontvangende bedrijven niet innovatiever worden. Ook vind er professionalisering van het personeelsbestand plaats. Er vinden mutaties plaats in het bestuur en het top management en de VC helpt bij het rekruteren van nieuw talent. Dit gebeurt met name om de commercialisatie van het product mogelijk te maken en de groei van het bedrijf te ondersteunen met het juiste personeel. De invloed van de VC op commercialisatie zorgt er ook voor dat er eerder handelsmerken worden aangevraagd door VC ontvangende bedrijven en dat een product eerder op de markt komt. Ook wordt dit product met behulp van de VC vaker verkocht op de internationale markt.

**7. Literatuurlijst**

Acs, Z.J. & Audretsch, D.B. (2003). Handbook of Entrepreneurship Research, *Kluwer Academic Publishers*,Dordrecht.

Besen, S.M. & Raskind, L.J. (1991). An introduction to the law and economics of intellectual property, *Journal of Economic Perspectives*, **5.1**, 3-27.

Blanchflower, D.G. & Oswald, A.J. (1998). What makes and entrepreneur?, *Journal of Labor Economics*, **16**, 26-60.

Block, J., de Vries, G., Sandner, P.G. & Schumann, J.H. (2012). Trademarks and Venture Capital Funding, Working paper, beschikbaar via: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2064508>, 6 juni 2013.

Bonaccorsi, A. (1992). On the relationship between ﬁrm size and export intensity, *Journal of International Business Studies*, **23.4**, 605–635.

Bygrave, W.D. & Timmons, J.A. (1992). Venture Capital at the Crossroads, *Harvard Business School Press*, Boston.

Camerer, C. & Lovallo, C. (1999). Overconfidence and excess entry: An experimental approach. *American Economic Review*, **89**, 306-318.

Caselli, S., Gatti, S. & Perrini, F. (2009). Are Venture Capitalists a Catalyst for Innovation, *European Financial management*, **15.1**, 92-111.

Checkley, M.S. (2009). Inadvertent Systemic Risk in Financial Networks: Venture Capital and Institutional Funds, *Long Range Planning*, **42.3**, 341-358.

Chen, C. (2009). Technology commercialization, incubator and venture capital, and new venture performance, *Journal of Business Research*, **62.1**, 93-103.

Cooper, G. (2000). Strategic marketing planning for radically new products, *Journal of Marketing*, **64.1**, 1–16.

Da Rin, M. & Penas, M.F. (2007). The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies, Working paper, beschikbaar via: http://www.nber.org/papers/w13636, 25 juni 2013.

de Bettignies, J. & Brander, J.A. (2007). Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital, *Journal of Business Venturing*, **22.6**, 808-832.

de Vries, G., Pennings, E. & Block, J. (2013). Trademark or Patent? The Effects of Market Structure, Customer Type and Venture Capital Financing on Start-Ups' IP Decisions, Working paper, beschikbaar via: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2247281>, 6 juli 2013.

Engel, D. & Keilbach M. (2007). Firm-level implications of early stage venture capital investment – An empirical investigation*, Journal of Empirical Finance*, **14.2**, 150-167.

Ernst, H., Witt, P. & Brachtendorf, G. (2005). Corporate venture capital as a strategy for external innovation: an exploratory empirical study, *R&D Management*, **35.3**, 233-242.

Fernhaber, A. & McDougall-Covin, P.P. (2009). Venture Capitalists as Catalysts to New Venture Internationalization: The Impact of Their Knowledge and Reputation Resources, *Entrepreneurship Theory and Practice*, **33.1**, 277-295.

Fried, V.H., Bruton, G.D. & Hisrich, R.D. (1998). Strategy and the board of directors in venture capital-back firms, *Journal of Business Venturing*, **13.6**, 493-503.

George, G., Wiklund, J. & Zahra, S. A. (2005). Ownership and the internationalization of small ﬁrms, *Journal of Management*, **31.2**, 210–233.

Gledson de Carvalho, A., Calomiris, C.W. & Amaro de Matos, J. (2008). Venture capital as human resource management, *Journal of Economics and Business*, **60.3**, 223-255.

Gompers, P. & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution, *Journal of Business Venturing*, **15.2**, 145-168.

Gompers, P.A. & Lerner, J. (1999). What drives venture capital fund raising?, Working paper, beschikbaar via: <http://www.nber.org/papers/w6906>, 9 juli 2013.

Gorman, M. & Sahlman, W.A. (1989). What do venture capitalists do?, *Journal of Business Venturing*, **4.4**, 231-248.

Groh, A.P., von Liechtenstein, H. & Lieser, K. (2010). The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices, *Journal of Corporate Finance*, **16.2**, 205-224

Heger, D. & Tykvová, T. (2009). Do venture capitalists give founders their walking papers?, *Journal of Corporate Finance*, **15.5**, 613-625.

Hellmann, T. & Puri, M. (2000). The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, *The Review of Financial Studies*, **13.4**, 959-984.

Hellmann, T. & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence, *The Journal of Finance*, **57.1**, 169-197.

Hirukawa, M. & Ueda, M. (2011). Venture Capital and Innovation: Which is first?, *Pacific Economic Review*, **16.4,** 421-465.

Hsu, D.H. (2004). What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?, *Journal of Finance*, **59.4**, 1805-1844.

Jain, B.A. & Tabak, F. (2008). Factors influencing the choice between founder versus non-founder CEOs for IPO firms*, Journal of Business Venturing*, **23.1**, 21-45.

Keuschnigg, C. (2004). Venture Capital Backed Growth, *Journal of Economic Growth*, **9**, 239-261.

Klofsten, M. (1999). Supporting the pre-commercialization stages of technology-based firms: The effects of small-scale venture capital, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, **1.1**, 83-93.

Kortum, S. & Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *The RAND Journal of Economics*, **31.4**, 674-692.

Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms, *The Journal of Finance***, 50.1**, 301-318.

Lerner, J. (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective ‘public venture capital’ programmes, *The Economic Journal*, **112.477**, F73-F84.

Lockett, A., Wright, M., Burrows, A., Scholes, L. & Paton, D. (2008). The export intensity of venture capital backed companies, *Small Business Economics*, **31.1**, 39-58.

Mäkelä, M.M. & Maula, M.V.K. (2005). Cross-Border Venture Capital and New Venture Internationalization: An Isomorphism Perspective, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, **7.3**, 227-257.

Nevens, T.M. (1990). Commercializing technology: what the best companies do*?, Strategy and Leadership*, **18.6**, 20-24.

Norton, E. & Tenenbaum, B.H. (1993). Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy, *Journal of Business Venturing*, **8.5**, 431-442

Pender, M. (2010). The impact of venture capital on innovation behaviour and firm growth, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, **12.2**, 83-107.

Porter, M. (1985). Competitive advantage: creating and sustaining superior performance, *The Free Press*, New York.

Rosenstein, J., Bruno, A.V., Bygrave, W.D. & Taylor, N.T. (1993). The CEO, venture capitalists, and the board, *Journal of Business Venturing*, **8.2**, 99-113.

Sahlman, W.A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations, *Journal of Financial Economics*, **27.2**, 473-521.

Samila, S. & Sorenson, O. (2010). Venture capital as a catalyst to commercialization, *Research Policy*, **39.10**, 1348-1360.

Sandner, P.G. & Block, J.H. (2011). The market value of R&D, patents and trademarks, *Research Policy*, **40.7**, 969-985.

Sapienza, H.J., Amason, A.C. & Manigart, S. (1994). The Level and Nature of Venture Capitalist Involvement in Their Portfolio Companies: A Study of Three European Countries, *Managerial Finance*, **20.1**, 3-17

Sorenson, O. & Stuart, T.E. (2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments, *American Journal of Sociology*, **106.6**, 1546–1588.

Walske, J.M. & Zacharakis, A. (2009). Genetically Engineered: Why Some Venture Capital Firms Are More Successful Than Others, *Entrepreneurship Theory and Practice*, **33.1**, 297-318

Winton, A. & Yerramilli, V. (2008). Entrepreneurial finance: Banks versus venture capital, *Journal of Financial Economics*, **88.1**, 51-79.

Wright, M., Hoskisson, R.E., Busenitz, L.W., & Dial, J. (2000). Entrepreneurial growth through privatization: The upside of management buy-outs, *Academy of Management Review*, **25.3**, 591–601.

Zider, B. (1998). How venture capital works, *Harvard business review*, **76.6** , 131-139.