

WORKING PAPER

9-00

Financiering van innovatie met risicokapitaal

Een actualisering vanuit de Belgische
optiek van het EU-benchmarking
pilotproject



**Federaal
Planbureau**

Economische analyses en vooruitzichten

unstlaan 47-49
-1000 Brussel
el.: (02)507.73.11
ax: (02)507.73.73
-mail: contact@plan.be
RL: <http://www.plan.be>

H. Van Sebroeck
November 2000

A stylized graphic in shades of gray depicting a hand holding a globe. The hand is formed by several curved, overlapping lines that suggest fingers and a palm. The globe is represented by a large, light gray circle with several curved lines across it, suggesting latitude and longitude.

Financiering van innovatie met risicokapitaal

Een actualisering vanuit de Belgische
optiek van het EU-benchmarking
pilotproject

H. Van Sebroeck
November 2000



Federaal Planbureau

Het Federaal Planbureau (FPB) is een instelling van openbaar nut.

Het FPB voert beleidsrelevant onderzoek uit op het economische, sociaal-economische en leefmilieuterrein.

Hiertoe verzamelt en analyseert het FPB gegevens, onderzoekt het aanneembare toekomstscenario's, identificeert het alternatieven, beoordeelt het de gevolgen van beleidsbeslissingen en formuleert het voorstellen.

Het stelt zijn wetenschappelijke expertise onder meer ter beschikking van de Regering, het Parlement, de sociale gesprekspartners, nationale en internationale instellingen.

Het FPB zorgt voor een ruime verspreiding van haar werkzaamheden. De resultaten van haar onderzoek worden ter kennis gebracht van de gemeenschap en dragen zo bij tot het democratische debat.

Internet

URL: <http://www.plan.be>

E-mail: contact@plan.be

Publicaties

Terugkerende publicaties:

De economische vooruitzichten
De economische begroting
De "Short Term Update"

Planning Papers (de laatste nummers)

- 85 *Duurzame ontwikkeling: een project op wereldschaal*
Nadine Gouzée, Stéphane Willems, Natacha Zuinen - Februari 2000
- 86 *Vergrijzing en financiering van de sociale zekerheid: een haalbare uitdaging?*
Handelingen van het door het Federaal Planbureau georganiseerde Colloquium,
Brussel, 2 en 3 december 1997
- 87 *Overheidsparticipaties in de marktsector in België*
H. Spinnewyn - Februari 2000

Working Papers (de laatste nummers)

- 5/00 *A description of the HERMES II model for Belgium*
F. Bossier, I. Bracke, P. Stockman, F. Van Horebeek - Juli 2000
- 6/00 *Croissance et emploi dans le secteur des services - Une analyse comparative*
M. Van Overbeke - Augustus 2000
- 7/00 *Macro-economische en budgettaire effecten van de dollarappreciatie en de duurdere ruwe olie*
F. Bossier en F. Vanhorebeek - September 2000
- 8/00 *The NIME Model -*
Specification and Estimation of the Demand Equations of the Household Sector
E. Meyermans, P. Van Brusselen - Oktober 2000

Overname wordt toegestaan, behalve voor handelsdoeleinden, mits bronvermelding.

Verantwoordelijk uitgever: Henri Bogaert

Wettelijk Depot: D/2000/7433/23



Inhoudstafel

I	Inleiding	1
II	Benchmarking	3
III	Het pilootproject: financiering van innovatie	5
IV	Waarom een actualisering van dit pilootproject en het belang van venture capital	7
	A. Onderzoeken met positieve effecten	8
	B. Meer genuanceerde onderzoeksresultaten	8
V	De gekozen beleidsthema's en hun indicatoren	9
	A. Ondernemingstoetreding en de creatie van TBF's (technology-based firms)	10
	1. Situatie in België	11
	2. Vergelijking met de andere lidstaten	11
	B. Investerings door business angels (BA's) en BA-netwerken (BAN's)	12
	1. Business Angels (BA's)	12
	2. Business Angels Networks (BAN's)	13
	C. Aantal Venture Capital Companies (VCC's)	14
	1. Toekomstgerichtheid	16
	2. Overheidstussenkomst	16
	3. Sectorale preferentie	18
	4. Regionale spreiding	18
	5. Maximaal investeringsbedrag	18
	D. Investeringsvolume van VCC's	19
	1. Opgehaalde fondsen en geïnvesteerde kapitalen	19
	2. Investeringsstrappen	21
	3. Investerings in hightech	23
	E. Rate of return en technology risk assessment	25

F.	Exit via beurzen	27
	1. Secundaire beurzen	27
	2. Diverse reglementeringen in verband met beurzen	29
	3. Corporate governance	30
G.	Risicokapitaalbeleggingen van institutionele beleggers en pensioenfondsen	32
	1. Activa en risicobeleggingen van institutionele beleggers en pensioenfondsen	33
	2. Fondsen opgehaald door VCC's van institutionele beleggers	35
	3. Prudential rules	36
H.	Fiscaliteit	39
	1. Meerwaarden (bottom-end gunstregime)	39
	2. Fiscale stimuli voor investeringen in risicokapitaal (front-end gunstregime)	40
	3. PRIVAK/PRICAF (Private Equity Sicav/Bevek) (front-end gunstregime)	40
	4. Immateriële investeringen (front-end gunstregime)	41
	5. Aandelenopties (stock options) (front-end gunstregime)	41
I.	Overheidsgaranties voor risicokapitaal	42
VI	Besluit	43
VII	Bijlage 1: Lijst met de Belgische Venture Capital Companies	47
VIII	Bijlage 2: Data verduidelijkingen	53
	A. EVCA – data	53
	B. Internet Specific (Venture economics)	53
	C. Sectoren (EVCA)	53
IX	Bibliografie	55



Inleiding

Dit rapport handelt in hoofdzaak over enkele determinanten die de financiering van innovatie beïnvloeden, zoals **venture-capital** (zie kader hierna), **secundaire beurzen**, de participaties van **institutionele beleggers** - meer bepaald van **pensioenfondsen** - en de invloed van de **fiscaliteit**. Het vertrekt van de resultaten van het Europese benchmarking pilootproject over de financiering van innovatie. Die resultaten werden reeds in 1998 door de EU gepubliceerd maar kregen onvoldoende aandacht in België.

Inmiddels is de situatie op de risicokapitaalmarkt gewijzigd en zijn er bijkomende gegevens voorhanden. In Vlaanderen heeft het IWT¹ in het zog van het pilootproject twee studies omtrent venture capital uitbesteed en gepubliceerd en Wallonië heeft in het kader van het Promethée-project een poging gedaan om terzake beleidsinitiatieven op gang te trekken.

Ook de Europese Commissie heeft niet stilgezeten: zij heeft een 'Risk Capital Action Plan' opgesteld dat tegen 2003 uitvoering moet krijgen en ze heeft ook een 'Financial Services Action Plan' gemaakt waarover de Raad het in Lissabon eens was dat het tegen 2005 moet gerealiseerd zijn. Het Risk Capital Action Plan werd eind 1999 naar de ECOFIN-Raad gestuurd dat naar aanleiding daarvan aan de Commissie vroeg een Risk Capital Benchmarking Process te starten. De Commissie is daarom momenteel enkele sleutelindicatoren aan het opstellen zoals venture capital/bbp-ratio, aantal bedrijven dat zaaigeld krijgt, aantal nieuwe beursnoteringen enz. De Commissie wil ook dat de early stage financiering tegen 2003 zou verdrievoudigen.²

Inmiddels heeft de Commissie in mei 2000 al een tweede vooruitgangsverslag over het actieplan voor financiële diensten meegedeeld³ en in oktober publiceerde ze een tweede vooruitgangsverslag over het actieplan voor risicokapitaal.⁴ In al die verslagen worden een reeks van initiatieven aangekondigd om de werking van de kapitaalmarkt te verbeteren. De Commissie wil duidelijk het tempo versnellen.

-
1. Vlaams Instituut voor de bevordering van het Wetenschappelijk Technologisch onderzoek in de industrie.
 2. Commission of the EC: "Progress on financial Services; second report" COM(2000)336 final; p. 9.
 3. Europese Commissie: "Progress on financial services. Second report" COM(2000)336, 30.5.2000.
 4. Europese Commissie: "Medeling van de Commissie aan de Raad en het Parlement. Vooruitgangsverslag over het actieplan voor risicokapitaal" COM(2000)658, 18.10.2000.

Dit rapport poogt, vanuit een Belgische optiek, rekening te houden met al die recente data en ontwikkelingen. Het zet België op de kaart van Europa en geeft een overzicht van de recent gerealiseerde en de geplande wijzigingen in de regelgeving.

KADER 1 - Financiering van risicokapitaal (1)

Risicokapitaal: het financieren van kapitaal in aandelen (equity)⁽²⁾ van ondernemingen in hun verschillende ontwikkelingsfasen (zie kader 2 verderop).

Risicokapitaal omvat “private equity” en kapitaal verkregen via “secundaire beursmarkten”.

1. **Private equity:** risicokapitaal voor niet beursgenoteerde ondernemingen.

Private equity wordt als synoniem gebruikt voor venture capital, hoewel venture capital slechts een onderdeel is.

Venture capital (durfkapitaal): het risicokapitaal dat nodig is voor het starten, ontwikkelen en groeien van meestal hightech-ondernemingen met winstverwachting. Omdat die ondernemingen vaak gekenmerkt zijn door immateriële investeringen, een onzekere markt en een negatieve cash-flow, komen ze vaak niet in aanmerking voor schuldfinanciering. Specifiek voor venture capital is dat naast geld ook management-bijstand wordt verstrekt.

Er bestaan verschillende vormen:

- a) **Formal venture capital:** is kapitaal onderschreven door **venture capital funds**. Dit zijn fondsen van investeringskapitaal opgericht om gedurende een tijd kapitaal te investeren met het oog op meerwaarde, de zogenaamde **close-end funds**. Daarnaast zijn er ook nog investeringsmaatschappijen **open-end funds** die voor onbepaalde tijd zijn opgericht. Financiële instellingen hebben soms een eigen venture capital-fonds: **captives**. Naast de “fondsen” zijn er ook nog **venture capital companies (VCCs)** of ondernemingen die verantwoordelijk zijn voor het beheer van het investeringskapitaal.
- b) **Informal venture capital:** het betreft aandelen onderschreven door individuele vermogende investeerders, **business angels** genoemd.
- c) **Corporate venturing:** grote ondernemingen die een minderheidsparticipatie nemen in kleine niet-genoteerde firma's.
- d) **MBO/MBI:** management buy-out (het management neemt over) of buy-in (nieuw management koopt in) wordt in de VS niet bij venture capital gerekend, in Europa wel omdat het meestal gepaard gaat met steun van VCCs.

2. **Second-tier stock exchanges:** zijn aandelenbeurzen gespecialiseerd in snelgroeiende KMO's en high-tech-ondernemingen. (voorbeeld: Nasdaq, Easdaq, AIM, Euro-NM...).

(1) European Commission: “The competitiveness of European industry. 1998 report” / OCDE: “Venture Capital: supply vs. demand issues” DSTI/IND 10.12.2000 en “Venture Capital and Innovation” GD(96)168 / EVCA yearbook and guidelines.

(2) Inbegrepen converteerbare leningen en leningen met warrants.



Benchmarking

In vergelijking met Japan en de VS, bleef Europa achterop in productiviteitsniveau, in het creëren van jobs en in structuuraanpassingen gericht op nieuwe markten en –technologieën. Daarom stelde De Europese Commissie in 1996 voor om het systeem van benchmarking in te voeren om de competitiviteit van de Europese industrie te verbeteren.¹

Benchmarking (BM) werd in de tweede helft van de jaren '70 ontwikkeld in de VS. Het is een voortdurend en systematisch proces om het rendement - van organisaties en processen - te meten en te vergelijken met het beste dat op het terrein terzake voorhanden is. De uiteindelijke bedoeling van een BM-oefening is te leren uit de confrontatie met “good or best practices” en er gebruik van te maken om het eigen beleid aan te passen en zodoende de prestaties op te voeren.

Eind 1996 vroegen de EU-Commissie en de Industrieraad aan de lidstaten om enkele BM-pilootprojecten te beginnen. Er werden er vier gelanceerd. Eén ervan - het enige waaraan België deelnam - is het project: “**Financiering van Innovatie**”.

1. Voor meer informatie over benchmarking; zie: H. Van Sebreeck “Benchmarking in a nutshell” Federaal Planbureau; working paper 7/99 (NL en F-versie).



Het pilootproject: financiering van innovatie

Aan dat pilootproject hebben alle lidstaten deelgenomen behalve Luxemburg. De pilootprojecten waren zo georganiseerd dat één lidstaat de coördinatie op zich nam en bijgestaan werd door een extern consultantsbureau. De coördinatie voor het project “financiering van innovatie” werd verzekerd door het Ministry of Business and Industry van Denemarken en de consultant was het Ierse Bannock Consulting.

De aanpak was bij de vier projecten dezelfde: eerst dienden de belangrijkste thema's die voor verbetering vatbaar waren, geselecteerd te worden. Vervolgens moesten de referentie-indicatoren gezocht worden die het best die thema's zouden omschrijven. Op basis van de onderlinge vergelijking van die indicatoren en hun onderliggende regelgeving moesten vervolgens beleidsmaatregelen gedistilleerd worden, gesteund op de vastgestelde “good practices”.

Via een werkgroep waarin de betrokken departementen, de NBB, de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven en de regio's zitting hadden, werd dit project voor België gecoördineerd door het Federaal Planbureau, dat op zijn beurt België vertegenwoordigde in het Europese Steering Committee.

Dat pilootproject werd op één jaar tijd gerealiseerd en in november 1998 voorgelegd aan de Europese Industrieraad waarna het werd vrijgegeven. Het kan geraadpleegd worden op het net onder: <http://www.benchmarking-in-europ.com>.

Het huidige rapport vertrekt van het pilootproject maar werd zoveel mogelijk aangevuld met recente ontwikkelingen, data en beleidsmaatregelen.



IV Waarom een actualisering van dit pilotproject en het belang van venture capital

De bedoeling van het pilotproject was de verschillen in rendement identificeren van enkele sleutelindicatoren en omkaderingsvoorwaarden omtrent de oprichting van ondernemingen, de financiering van die oprichting en de financiering van innovatie. De verschillen zouden vergeleken worden met landen die het terzake beter doen dan Europa, met name de VS, Israël, Japan en Taiwan, maar de laatste twee landen werden uiteindelijk niet behouden.

In het pilotproject stonden vooral de financiering van startende bedrijven en de zogenaamde TBF's (Technology Based Firms) centraal. De aandacht moest ook uitgaan naar de KMO's omdat zij minder gemakkelijk de nodige financiering zouden vinden.

In de eerste plaats werd de financiering van innovatie via aandelen onderzocht, met andere woorden het durfkapitaal of **venture capital**. De reden daarvoor is dat KMO's voor hun financiering vaak een beroep moeten doen op bankleningen. Die financiering is, omwille van de vereiste zakelijke onderpanden, echter niet altijd mogelijk voor innoverende projecten en voor starters. Vooral voor hightech-ondernemingen, zoals biotechnologische en ICT (information and communication technology) moet er, lang voordat er van winst sprake kan zijn, veel geïnvesteerd worden in onderzoek. Dit neemt niet weg dat leningen nog steeds veel belangrijker zijn dan durfkapitaal. In maart 2000 beliepen de uitstaande leningen van Belgische banken aan bedrijven 2895,5 miljard BEF tegenover een portefeuille van venture capital in december 1999 van 72,4 miljard, wat 40 keer minder is.¹

Het belang van venture capital voor groei en werkgelegenheid is niet zo duidelijk. Enerzijds zijn er gegevens die een positief effect tonen omdat jonge technologie-bedrijven, dikwijls ontstaan uit universitaire spinn-offs, meer dan andere ondernemingen blijken te zorgen voor werkgelegenheid en productiviteitsstijging en daarbij dikwijls een beroep doen op venture capital. Anderzijds vinden recente onderzoeken een meer genuanceerd effect.

1. Bron: Voor bankleningen: persbericht www.abb-bvb.be en voor venture capital: EVCA.

A. Onderzoeken met positieve effecten

1. Een studie over de periode 1991-1995 van Coopers&Lybrand toonde aan dat 500 ondernemingen die in de EU gesteund waren door venture capital en die de enquête beantwoord hadden, een groei kenden die groter was dan die van de 500 Europese topondernemingen. Hun verkoopscijfer steeg jaarlijks gemiddeld met 35 %, hetzij het dubbele van de top ondernemingen. Hun werkgelegenheid steeg gemiddeld jaarlijks met 15 % tegenover slechts 2% bij de 500 top ondernemingen.¹
2. In Engeland is, in de periode 1993-1997, de werkgelegenheid in de ondernemingen die gesteund werden door Venture Capital, met 24 % per jaar toegenomen tegenover een nationaal gemiddelde van 1,3 % per jaar.
3. De bedrijven die eind 1998 op de beurzen van Neuer Markt en Nouveau-Marché genoteerd stonden, kenden een werkgelegenheidsgroei van respectievelijk 40 % en 47 % per jaar.²

B. Meer genuanceerde onderzoeksresultaten

1. Een gezamenlijke onderzoek van het Babson College en de London Business School omtrent de 'Global Entrepreneurship Monitor'(GEM)³ wijst op een sterke correlatie tussen het percentage van *startende bedrijven met groei en tewerkstelling*.
2. Manigart en Van Hyfte (Gent) brengen een meer genuanceerd beeld door hun onderzoek van 187 Belgische ondernemingen waarin VCCs in de periode 1988-1995 investeerden.⁴ Gemiddeld blijken de met VC-ondersteunde bedrijven niet tot meer werkgelegenheid te leiden dan de andere behalve bij de start-ups onder hen, die hun werkgelegenheid steeg iets meer na het derde en vierde jaar. Venture capital blijkt anderzijds wel een schild te zijn tegen mislukking dankzij de verworven financiële middelen. Dat schild is echter alleen effectief gedurende de twee jaar volgend op de investering. De auteurs geven weliswaar toe dat er beperkingen zijn aan het onderzoek. De resultaten zouden ondermeer anders kunnen zijn indien men een groter staal gedurende een periode langer dan vijf jaar had kunnen onderzoeken.

Sinds de resultaten van het pilootproject gepubliceerd zijn, is de markt van het risicokapitaal gevoelig gewijzigd. Het aanbod op de markt van durfkapitaal stijgt, de beurswereld is in een stroomverveling geraakt, jonge hightech-ondernemingen vragen een beursnotering, het aantal spinn-offs neemt toe, institutionele beleggers en vooral pensioenfondsen worden steeds belangrijkere spelers op de risicokapitaalmarkt en niet in het minst is de regelgeving van de overheden aan het wijzigen. Om al die redenen leek een actualisering van het pilootproject zinvol.

1. EVCA: "The economic impact of venture capital in Europe" (zonder datumref).
2. European Commission: "Risk Capital: Implementation of the Action Plan."; European Economy, suppl A, no 12-1999, p. 7.
3. A. Zacharakis, P. D. Reynolds, W. D. Bygrave: "Global entrepreneurship Monitor. 1999 Executive report", Babson college; Kauffman Center's Web via Babson www.babson.edu/globalstudy.htm.
4. S. Manigart, W. Van Hyfte: "Post-investment evolution of Belgian venture capital backed companies: an empirical study" Babson College 1999; www.babson.edu/entrep/fer/papers99.



De gekozen beleidsthema's en hun indicatoren

Het Steering Committee van het project koos 12 beleidsthema's die relevant werden geacht om het onderwerp te omschrijven. Voor elk van die thema's werden dan één of meer indicatoren aanvaard die het benchmarken mogelijk zouden maken. In totaal werden voor **20 indicatoren** internationaal vergelijkbare data met hun onderliggende reglementering gezocht.¹ In tabel 1 worden de thema's en indicatoren opgesomd die in het pilootproject werden opgenomen. De indicatoren kunnen in drie groepen worden ingedeeld: de durfkapitaalmarkt, de exitmogelijkheden voor de investeerder en de kadervoorwaarden.

TABEL 1 - Beleidsthema's en indicatoren

Policy issues	Indicators
I. Market conditions and performance	
TBF formations	1. Business birth rate
Informal investment	2. Investment by business angels as percentage of VCC investement
Banking activity	3. Total volume of advances to SME
Venture capital activity	4. Number of VCFs
	5. Volume of VCC investment by investment stage and proportion of cross-border investments and funds raised
	6. Rates of return
II. Exit conditions for investors	
Effectiveness of stock markets	7. Extent of second tier markets
	8. Entry conditions and prospectus rules
	9. IPO Costs
	10. Number of IPOs, technical & non-technical, number of cross border issues
	11. Numver of VCC exits by IPO and trade sale
III. Other framework conditions	
Institutional investment	12. Volume of investment in equities
	13. Prudential rules / legal constraints
	14. Investment by pension funds and insurance companies in VCFs
Taxation	15. Treatment of expenses on intangibles
	16. Capital gains treatment of options
Government support for innovation finance	17. Number and average capital of public funds
	18. Market share of public loans and guarantees
Technology risk assessment capacity	19. Description of capacity
Industry-university relations	20. Description

1. Aanvankelijk waren 55 indicatoren gekozen. Hun aantal werd teruggebracht tot 13 maar gaandeweg opnieuw uitgebreid tot 20.

In deze actualisering worden niet alle maar de belangrijkste indicatoren overlopen vanuit een Belgische optiek en met het accent op de betere en de minder goede praktijken. In de mate van het mogelijke, werd op basis van die benchmarking, aandacht besteed aan eventueel te nemen beleidsmaatregelen. Aanvullingen werden ingelast op basis van inmiddels elders gepubliceerde informatie.

A. Ondernemingstoetreding en de creatie van TBF's (technology-based firms)

TBF's werden in de pilootstudie gedefinieerd als: *“enterprises founded to develop and produce goods and services which embody a significant element of recent science. TBFS cover enterprises in information technology, biotechnology/life science, medical equipment, scientific instruments and other science based industries with a high research and development (R&D) content”*. Een meer algemene definiëring wordt gegeven door Rickne¹: *“Firms having technological competence as a dominant variable affecting their competitive advantage”*.

Op basis van een reeks wetenschappelijke werken werd algemeen vastgesteld dat, niettegenstaande slechts 5 à 10 % van de starters technologische ondernemingen zijn, hightech starters sneller groeien. In de VS waren, tussen 1991 en 1995, slechts 3 % van die firma's ("gazellen" genoemd voor hun grootte en dynamisme) verantwoordelijk voor 80 % van de jobcreatie. De 5500 bedrijven die op NASDAQ noteerden, creëerden 16 % van de jobs in de eerste helft van de jaren 90. Een recente studie van de OESO citeert Geroski en Baldwin die respectievelijk voor het Verenigd Koninkrijk en de VS stellen dat 30 % van de productiviteitsgroei kan toegeschreven worden aan ondernemingstoetreding.²

Dezelfde studie van de OESO³ wijst erop dat de creatie van nieuwe ondernemingen kan gehinderd worden door administratieve procedures (het aantal, de tijd die ze in beslag nemen en de kostprijs). Het blijkt dat die procedures merkelijk beter zijn in de VS en het Verenigd Koninkrijk dan in de EU (cijfers voor België zijn niet voorhanden).

Over de creatie van TBF's zijn weinig gegevens beschikbaar (ook niet in de VS). Zelfs omtrent de creatie van ondernemingen in het algemeen zijn geen betrouwbare gegevens voorhanden omdat de statistische methodes van land tot land verschillen. De EU-Commissie heeft daarom met de lidstaten een groot project opgezet om geharmoniseerde data te bekomen. De eerste resultaten zouden begin 2002 beschikbaar moeten zijn. De hieronder opgenomen gegevens uit het pilootproject zijn bijgevolg slechts een ruwe indicatie.

-
1. A. Rickne: "New technology-based firms in the evolution of a technological field. The case of biomaterials" Babson College 1999; www.babson.edu/entrep/index.html.
 2. OECD: "Venture capital: supply versus demand issues"; DSTI/ind(2000)1, p. 8.
 3. Idem p. 11.

1. Situatie in België

In België werden in 1996 (afgerond) 20 600 bedrijven die een balans indienen (waarvan 6 700 nv's) bruto gecreëerd. Dat is 6,9 % van de 297 000 bestaande ondernemingen.¹ Een benaderende becijfering op basis van een OESO indeling van technologie-sectoren² levert voor België creatie-percentages op die niet veel verschillen van de globale. Zowel het algemene creatie-percentage als dat van de technologiesectoren is van 1994 tot 1997 vrij stabiel. Sinds 1988, toen 15,6 % genoteerd werd, is er echter een voortdurende daling.

Onder impuls van de BEST-oefening (business environment simplification task) werd een aantal indicatoren verzameld. Die oefening werd door de Europese Commissie (DG ENTR.) in alle lidstaten doorgevoerd in 1999 en was gericht op de verbetering van het ondernemingsklimaat en het concurrentievermogen. Eén van die indicatoren was de "business birth rate" van alle ondernemingen (dus niet alleen van deze die een balans indienen). Voor België zijn dat in 1996 60 716 nieuwe ondernemingen, wat op een totaal van 685 194 bedrijven een creatiepercentage oplevert van 8,86 %. Rekening houdend met de stopzettingen, is dat een nettopercentage van slechts 0,32 %. Die gegevens houden rekening met alle BTW-plichtigen; dus ook bijvoorbeeld met deeltijdse kunstenaars en cafés. Er zijn bijgevolg nogal wat verschillen in de cijfers mogelijk. Het pilootproject probeerde toch een vergelijking te maken op basis van min of meer vergelijkbare data.

2. Vergelijking met de andere lidstaten

Met die eerstgenoemde 6,9 % creatie zitten we op hetzelfde lage niveau als Frankrijk, Nederland en Zweden. Het Verenigd Koninkrijk zet het beste resultaat voor met percentages tot 17,8 % in 1996. Maar zelfs die cijfers zijn niet volledig vergelijkbaar. De vraag kan gesteld worden of bijvoorbeeld fusies op dezelfde manier geboekt worden. De Zweedse cijfers omvatten bijvoorbeeld geen bedrijven die van statuut veranderen, wat in België wél het geval is. Een zeer voorzichtige conclusie van het pilootproject, die ingaat tegen een algemeen gangbare mening, is dat er waarschijnlijk niet zulke grote verschillen zijn tussen de landen van de EU en de VS.

De reeds eerder genoemde GEM-studie van het Babson College en de London Business School citeert respectievelijk volgende creatie-en sterfte percentages van ondernemingen met personeel voor de VS: 14 à 16 % en 12 à 14 %, wat bijgevolg een netto creatie impliceert van 2 %.

TBF's kunnen net als andere KMO's een beroep doen op bankfinanciering. Voor TBF's die bij aanvang grotendeels slechts beschikken over immateriële investeringen is die bankfinanciering echter niet zo voor de hand liggend. Enerzijds zijn er grote kapitalen nodig en is het risico op mislukking groot. Anderzijds is de nodige expertise niet altijd voorhanden om die investeringen te evalueren. Voor dergelijke TBF's is de beschikbaarheid van venture capital dan ook essentieel. Dit neemt niet weg dat bankfinanciering overal zeer belangrijk blijft.

1. Het gaat om bedrijven uit de Balanscentrale. Bij de nieuwe bedrijven zitten ook bedrijven die van statuut veranderen.
2. OECD: "Revision of the high-technology sector and product classification" STI working papers 1997/2; OCDE/GD(97)216.

B. Investerings door business angels (BA's) en BA-netwerken (BAN's)

Volgens EVCA en BVA ¹ investeerden de particulieren ² in België in 1997 voor 871 miljoen BEF, dit is 11,3 % van het totaal in dat jaar opgehaalde venture capital. In de volgende tabel wordt een vergelijking over meerdere jaren gemaakt met Europa en de VS; daaruit blijkt dat België het in vergelijking met Europa niet zo slecht doet. België noteert in 1999 een zeer sterke stijging, vooral in vergelijking met Europa, maar dat zou deels te verklaren zijn door een betere en ruimere statistische basis.

1. Business Angels (BA's)

Business angels (BA's) zijn particuliere informele kapitaalverschaffers. Het gaat om vermogende ondernemers die dikwijls de door hen opgebouwde zaak verkochten en een deel van hun kapitaal dan investeren in kleine "early stage" of "innovatieve" bedrijven die nog niet op de beurs genoteerd zijn. Ze stellen daarbij hun kennis en ervaring ter beschikking om na korte tijd door exit (meestal via verkoop en in veel mindere mate via de beurs) een meerwaarde te realiseren. Vandaar dat investeringen door BA's eerder "experience based" zijn en die van de VCC's (Venture capital companies) eerder "expertise based" zijn.³ Verschillende studies tonen aan dat de meeste BA's maximum 3 investeringen volgen en dat ze maximum 15 % van hun vermogen beleggen in niet-genoteerde ondernemingen.⁴ Door dit beperkt aantal investeringen is hun mogelijkheid tot risicospreiding meer beperkt en zijn BA's bijgevolg vooral begaan met het vermijden van slechte investeringen.⁵ De gevolgen hiervan op hun winst en verlies komt verder in de paper aan bod onder de § 'internal rate of return'. Op het moment van exit voor de BA's worden de geholpen bedrijven interessant voor groeifinanciering door VCC's.

TABEL 2 - Percentage door particulieren ingebracht vc

	Europa	België	VSA
1993	3.1	0	7.3
1994	2.7	3.6	11.8
1995	3.4	6.7	16.2
1996	7.4	0	6.5
1997	4.0	11.3	12.0
1998	7.6	1.8	na
1999	6.2	13.7	na

Bron: BVA, EVCA en OECD(DSTI/IND)2000/1.

1. EVCA: European Venture Capital Association / BVA: Belgian Venturing Association.
2. Naast de andere categorieën "Corporate Investors, Government Agencies, Banks, Pensionfunds, Insurance Companies, Funds of Funds, Academic Institutions, Capital Markets and Capital Gains".
3. K. Debackere, H. Vermeulen, B. Van Looy, E. Zimmerman: "Financiering van innovatie in Vlaanderen"; VTO (IWT) nr. 15, p. 16.
4. C. M. Mason, R. T. Harrison: "The rates of return from informal venture capital investments: some UK evidence" Babson College 1999; www.babson.edu/entrep/fer/papers99.
5. Dit is de visie van Benjamin en Margulis (New York 1996) geciteerd in Mason en Harrison (UK) o.c.

Het belang van BA's wordt aangetoond door hun investeringsvolume in de VS en in het Verenigd Koninkrijk. In vergelijking met de VCC's, investeren BA's daar globaal in KMO's respectievelijk 5 en 4 keer meer.¹ Volgens de Europese Commissie zijn BA's vooral actief in het Verenigd Koninkrijk, Nederland en Finland en onderontwikkeld in de andere lidstaten.²

In de VS blijken er recent - en waarschijnlijk onder impuls van de beurshausse - talrijke dienstverlenende bedrijven een rol als BA te spelen. In plaats van een vergoeding te vragen voor hun dienstverlening vragen die ondernemingen hun kost in contanten en hun winst in aandelen. Met dat laatste hopen zij te kunnen profiteren van een eventuele latere meerwaarde.³

Het aantal BA's is per definitie niet gekend. Volgens het Centre de Recherche PME et d'entrepreneuriat van de Universiteit van Luik zouden er in België ongeveer 30 franstalige BA's zijn. De bedragen die ze investeren variëren van 500.000 tot 5 miljoen BEF.⁴

2. Business Angels Networks (BAN's)

Voor KMO's zijn BA's niet zo direct bereikbaar omdat ze vaak als particulier investeren. Om te verhelpen aan de moeilijke bereikbaarheid van BA's werden er door business-scholen en instellingen BA-netwerken opgericht die een beter confidencieel contact tot stand kunnen brengen tussen ondernemers die op zoek zijn naar risicokapitaal en de particuliere investeerders. Vooral het Verenigd Koninkrijk zou gunstige resultaten boeken met zulke netwerken - er zouden er een 45-tal zijn - maar ze raken moeilijk uit hun kosten en moeten daardoor gesteund worden.⁵ De Europese Commissie steunt sinds 1998 (voor 50%) de creatie van BA-netwerken via een financiering van hun haalbaarheidsstudie en de creatie van het netwerk. De meeste Europese lidstaten zijn daarop ingegaan. Het aantal BA-netwerken is in 1999 en 2000 sterk toegenomen; er zijn nu ongeveer 110 actieve BAN's in Europa maar 80 % is gevestigd in slechts 3 lidstaten.⁶

In België steunde de Commissie een haalbaarheidsstudie voor de oprichting van een sectorgebonden BA-project (in de IT-sector) op initiatief van de GOM-Vlaams-Brabant en het NCMV. In Vlaanderen steunde Europa een feasibility-studie en een netwerk en in Wallonië wordt BAMS ondersteund.

Het European Business Angels Network (www.eban.org) stelt op zijn website dat de overheid dergelijke netwerken zou moeten steunen en managen. Er moet immers vermeden worden dat in een commercieel circuit de beheerskosten te hoog zouden oplopen en bovendien moet de onafhankelijkheid gegarandeerd zijn. In Vlaanderen is beslist dat maximum vijf netwerken zullen worden gesubsidieerd tot een maximum van 8,5 mio BEF per BAN, maar de overheid komt niet tussen in het beheer.⁷ Wallonië heeft in april 2000 WABAN opgericht.

-
1. OECD: "Venture capital and innovation"; GD(96) 168, p. 8.
 2. EC-Commissie: "Risk capital: a key to job creation, implementation of the action plan"; European Economy; 12-1999, p. 3.
 3. The Economist; 6.5.2000; p. 75.
 4. B. Surlémont, H. Wacquier, F. Nlemvo: "Logiques des réseaux de business angels" Ulg, Centre de recherche PME et d'entrepreneuriat, mai 2000.
 5. OECD: "Venture capital and innovation" GD(96) 168, p. 12.
 6. Europese Commissie: Vooruitgangverslag actieplan risicokapitaal; COM(2000)658, 18.10.2000.
 7. Beleidsnota 2000-2004 Vlaams Minister van Economie; p 29.

In België zijn er ongeveer zeven netwerken actief: *Socran (Luik)*, *Vlerick BAN (Gent)*, *BA-Connect (ULB+Eebic)*, *BA-Limburg (GOM-Limburg)*, *BAMS (Business Angels Matching Services)*, *BIZZBEES* en *WABAN*. Ze zijn gegroepeerd in een platform *BEBAN* waarmee de link met andere Europese netwerken wordt gelegd via *EBAN*.

In België zijn er juridische hinderpalen voor een goede werking van de BAN's. Als ze informatie verspreiden (ook via internet) over nieuwe projecten moet de verspreiding beperkt zijn tot 50 leden want anders is een prospectus vereist (KB 7.7.99).¹

Een recente Belgische studie omtrent de ICT-sector schreef het volgende: "*Present observation of the capital market reveals a strong increase in the volume of liquid assets, and an increased intervention at the seed stage by private companies and Business Angels. This new context of an abundance of liquid assets puts into question the positioning of the public authorities in this field.*"² Hierop wordt verder in dit rapport ingegaan.

C. Aantal Venture Capital Companies (VCC's)

Na financiering met eigen middelen, is schuldfinanciering bij banken de belangrijkste financieringsbron voor ondernemingen. De schuldfinanciering van bedrijven belooft 50 % in Nederland, 70 % in Frankrijk, Duitsland en Italië en 80 % in Spanje tegenover 20 % in de VS³. Voor jonge hightech-bedrijven en vooral voor starters, is die schuldfinanciering minder voor de hand liggend omdat zij dikwijls nog een negatieve cashflow hebben en onvoldoende zakelijke waarborgen kunnen bieden. Voor die bedrijven is risicokapitaal van levensbelang en moet er dan ook een voldoende groot aanbod zijn van VCC's.

Het pilootproject geeft voor 1997 in de volgende tabel het aantal VCC's aan met een ratio in verhouding tot het bbp. Hieruit blijkt dat België het verhoudingsgevoel niet zo slecht doet: we liggen boven het Europese gemiddelde en zelfs boven het Verenigd Koninkrijk dat in absolute cijfers het meeste VCC's heeft van 14 Europese lidstaten (excl. LUX).

Hierbij moet echter opgemerkt worden dat de in die tabel opgenomen 26 VCC's voor België destijds aangesloten waren bij de Belgian Venturing Association (BVA). Er zijn nu veel meer VCC's bekend. De twee belangrijkste bronnen terzake zijn BVA en EVCA maar niet alle VCC's zijn lid en bovendien wordt soms alleen de moedermaatschappij lid, terwijl in andere gevallen een gespecialiseerde dochter zich inschrijft. Twee voorbeelden illustreren dat:

- | | |
|-------------------------------------|----------------------|
| 1. Ingeschreven moedermaatschappij: | GIMB |
| Niet-ingeschreven dochters: | BRUSTART en BRUFICOM |
| 2. Niet-ingeschreven moeder: | SRIW |
| ingeschreven dochter: | TECHNICOM |

-
- Het Centre de recherche Pme et d'entrepreneuriat van de Ulg heeft in mei 2000 een uitgebreid rapport gepubliceerd over de praktijk van BAN's in België dat kan gedownload worden via de site www.ulg.ac.be/crdocpme/.
 - Grid Electronic Publishing Consultancy, Lentic, Univ. de Liège: "The electronic Information Services Industry in Belgium 1997-1999; a survey and report for the European Commission and the Belgian Federal Office for Scientific and Cultural Affairs"; dec 1999, p. 113.
 - EC-commission: "Financial services: building a framework for action" Com(1998)625 final p. 1.

TABEL 3 - Aantal vcc's volgens het pilootproject (1997)

	Aantal	GDP 1997 (USD)	Ratio
AUT	40	206,2	19,4
BEL	26	242,5	10,7
DNK	15	163	9,2
FIN	29	117,5	24,7
FRA	111	1393,8	8,0
DEU	115	2115,4	5,4
GRC	4	119,1	3,4
IRL	17	72,7	23,4
ITA	56	1146,2	4,9
NDL	49	362,9	13,5
PRT	14	97,5	14,4
ESP	46	533,4	8,6
SWE	41	229,5	17,9
GBR	130	1278,4	10,2
EU14	693	8078,1	8,6
USA	1800	7819,3	23,0
Israel	70	100	70,0

Bron: EU Benchmarking-pilootproject Financiering van Innovatie.

In bijlage werd een poging ondernomen om het werkelijk aantal VCC's in België te benaderen. De lijst is ongetwijfeld onvolledig. Over het exacte aantal zogenaamde "investeren" dat zich inlaat met durfkapitaal bestaat er onzekerheid (er zijn in België volgens de balanscentrale 185 maatschappijen die het woord "invest" voeren). Ook over het aantal "corporate ventures" (dat zijn bedrijven die een VCC als dochterbedrijf hebben zoals bijvoorbeeld Telfin van Tractebel), bestaat onzekerheid. Verder zijn er verzekeringsmaatschappijen (zoals Mercator&Noordstar en De Vaderlandsche) die investeren in VC zonder daarvoor -tot nu toe- over een afzonderlijke maatschappij te beschikken. Toch valt het onmiddellijk op dat er in ons land veel meer dan 26 VCC's zijn. Onderstaande tabel brengt een samenvatting van de lijst in bijlage.

TABEL 4 - Aantal maatschappijen die durfkapitaal verstrekken in België en er momenteel gevestigd zijn (exclusief de BA-netwerken)

	Aantal
1. Maatschappijen lid van EVCA of BVA	41
2. Andere uit diverse bronnen	21
3. Niet vermelde VC-moeder of dochterbedrijven	9
4. Universitaire VCC's	9 (sopartec-UCL zit in 1)
5. Regionale investen	22 (Sambrinvest zit in 1)
Totaal	102

Die 102 VCC's zouden tegenover het bnp van 1999 een ratio opleveren van 44.0 in plaats van de 10,7 zoals in de pilootstudie! Dat zou ons ver vooruit plaatsen in Europa en zelfs tegenover de VS. Hierbij mag bovendien niet uit het oog verloren worden dat er een aantal buitenlandse VCC's actief zijn in België zoals bijvoorbeeld het Engelse 3i, het Skandinaafse Industri Kapital, het Zwitserse UBS, Bainlab en Evolution van Bain Capital, enz.

1. Toekomstgerichtheid

Innovatie betekent een extra groeistimulus voor een economie.¹ Daarom is het belangrijk dat er voldoende VCC's zijn die grotere risico's willen nemen om te investeren in startende hightech-bedrijven of met andere woorden VCC's die "early stage investments" willen doen. Van de 102 VCC's is over hun interesse in een investeringsfase slechts informatie gekend voor 66 onder hen en van die 66 zijn er 25 in ons land (38 %) die investeren in "early stages". Indien we er echter de VCC's bijrekenen die verklaren geen preferenties terzake te hebben en waarvan men bijgevolg mag verwachten dat ze ook in "early stages" participeren, dan komen we aan 56, of meer dan de helft van alle VCC's, die bereid zijn het risico te nemen om te investeren in de beginfase van een onderneming.

Soms kan men lezen dat in België de MBO/MBI-markt onderontwikkeld is terwijl dat een investeringsfase is die meer en meer belangstelling geniet. In elk geval zijn er 14 op 41 VCC's aangesloten bij EVCA of BVA - dit is opnieuw 1/3 - die bereid zijn daarin te investeren.

2. Overheidstussenkomst

Van de 102 VCC's in België zijn er 41 (40 %) gecontroleerd door de overheid. Dat vrij grote aantal komt vooral op rekening van de 22 regionale Waalse "Investen". Zelfs afgezien daarvan blijft de overheid - voorlopig nog - met de beursgenoteerde GIMV, met SRIW, GIMB, Gimvindus, LRM, en VMH een belangrijke speler op het VC-terrein.

Manigart en Van Hyfte stellen in hun studie² dat in België de overheid voor meer dan de helft van het geïnvesteerde venture capital zorgde in de jaren '80. Meteen het hoogste percentage van alle beschouwde landen. De studie toonde tegelijk aan dat hoe minder de VC-industrie geïnvesteerd had in startende ondernemingen, hoe belangrijker directe overheidsinvesteringen werden, zelfs indien de VC-sector als geheel sterk gegroeid was. Het lijkt tegenstrijdig dat de overheid zou investeren in een sector die zich met privé-geld sterk ontwikkeld heeft. De regressies van beide auteurs tonen echter aan dat de overheid meende zich te moeten engageren om het gebrek aan investeringen in de zaai- en startfase (zie kader 2) op te vangen. Dat was duidelijk het geval in België. Er zijn twee redenen die dat vroegere gebrek aan financiers geïnteresseerd in zaai-geld verklaren: er waren onvoldoende exitmogelijkheden en het duurde jaren vooraleer er exit kon gerealiseerd worden. In de VS was dat 6 à 7 jaar, in Europa gemiddeld 10 jaar.³

1. B. Van den Cruyce: "De impact van innovatie op de groei van toegevoegde waarde en tewerkstelling"; Federaal Planbureau; working paper 9-1998; 61 pag.
2. S. Manigart, W. Van Hyfte: "Financiering van innovatie in Vlaanderen; de venture capital-sector in internationaal perspectief"; IWT studies nr. 24; april 1999; p. 12.
3. VEV-snelbericht: "Ronde tafel venture capital"; 26.2.1998; p. 30.

De Belgische VCC's met overheidsparticipatie zijn historisch gegroeid en hebben ongetwijfeld een belangrijke stimulerende rol gespeeld in het verstrekken van kapitaal met een hoge risicograad. Mede daardoor bekleedt ons land verhoudingsgewijs een eerste plaats in early-stage financing (hierop wordt verder teruggekomen).

Vlaanderen heeft al beslist dat het zijn aandeel in de GIMV zal verminderen. Anderzijds moet aangevoerd worden dat het voor een VCC dat meer wil zijn dan een kleine lokale speler, belangrijk is te kunnen meepraten over technologie en evoluties in andere landen. Anders zullen de risicokapitaalzoekende ondernemingen in de huidige globale economie zich wenden tot grotere internationale VCC's. *“België en Nederland samen zijn nog altijd een kleine markt. Op het vlak van life sciences worden er bijvoorbeeld gemiddeld tien deals per jaar gegenereerd. In deze regio realiseert de GIMV er maximaal twee tot drie. Als de drie specialisten die momenteel op het terrein van life sciences werken zich enkel met België en Nederland zouden bezighouden, zouden hun werkzaamheden niet kostendekkend zijn.”*¹ Specialisatie en schaalgrootte zijn bijgevolg belangrijk, ook voor een historisch gegroeid VCC met overheidsparticipatie. In Engeland is het beursgenoteerde 3i een VCC gegroeid uit overheidsinitiatief - de overheidsinbreng is inmiddels verdwenen - dat nu 800 werknemers heeft en 30 kantoren in 9 landen.²

De Europese Raad stelt in zijn aanbevelingen van juni 2000 omtrent de “Broad Guidelines of the Economic Policies”³ dat België *“should give high priority to make further efforts to encourage private, as opposed to public, venture capital”*. Die stellingname stemt overeen met de conclusies van een studie over privé versus overheids-VC in de Europese lidstaten van Leleux, Surlemont en Wacquier.⁴ Zij stellen dat *“countries with strong public-sector involvement in the VC-industry will tend to develop over time smaller VC-industries and countries with large public VC-firms (expressed as a percentage of total VC-funds invested over the years 1990-1996 accounted for by public investors) tend to be associated with smaller amounts of cumulative funds raised... Public venture capitalists tend to be associated with later stage deals in general.”*. Dat laatste is misschien waar voor Europa in het algemeen maar zeker niet voor België, wel integendeel. Voor het overige blijken de vele kleine VCC's geen hinderpaal te zijn voor de VC-investeringen vermits, zoals we verder zullen zien, België een vierde rang bekleedt tussen de lidstaten voor geïnvesteerd VC. Voor het overige zijn er in ons land duidelijk genoeg privé en zelfs buitenlandse VCC's actief met verschillende specialisaties inzake sectoren en investeringsstadia. Voor een vergelijking terzake tussen de lidstaten moet de overheidstussenkomst trouwens gelijktijdig bekeken worden met het garantiesysteem dat de overheid biedt voor VCC's. (Zie hiervoor verder onder punt 9).

-
1. Vlaams Parlement: “Gedachtenwisseling met een delegatie van de GIMV en eventuele andere deskundigen over de ontwikkeling van de Europese markt voor risicodragend kapitaal en een toelichting bij de positie van de belangrijkste spelers” Zitting 1999-2000 /10 mei 2000/stuk 289 nr1, pag 11.
 2. Idem.
 3. Council of the EC: “Council recommendations of 19 June 2000 on the broad guidelines of the economic policies of the member states and the community” 9223/00 Ecofin 154, p. 23.
 4. B. Leleux, B. Surlemont, H. Wacquier: “State vs. private venture capital: cross-spawning or crowding out? A pan-European analysis”; Babson College, Ulg; 1999.

3. Sectorale preferentie

Van 52, van de in totaal 102 VCC's, is de sectorale voorkeur bekend; 30 VCC's hebben een uitgesproken voorkeur en 21 hebben geen preferentie. 12 VCC's zijn uitsluitend gespecialiseerd in ICT maar als er ook de VCC's meegerekend worden die een ruimere voorkeur hebben voor investeringen in hightech-sectoren, dan stijgt het aantal tot 22. Er zijn bijgevolg – in aantallen en zonder rekening te houden met het maximale investeringsbedrag (zie verder) - voldoende VCC's in ons land om risico's te nemen voor investeringen in de nieuwe economie.

4. Regionale spreiding

Van 97 van de 102 VCC's, is de zetel van vestiging bekend. De regionale spreiding is als volgt:

VL	35
WALL	38 (inbegrepen de 22 investen met hun VC-dochters)
BRU	24

5. Maximaal investeringsbedrag

Van 59 VCC's is het maximum investeringsbedrag bekend: de meeste VCC's investeren in relatief kleinere participaties (van de Waalse investen zijn er maar 5 die meer dan 40 miljoen BEF investeren). Voor 8 VCC's (exclusief de Waalse investen) is het maximaal investeringsbedrag per project zelfs slechts 20 miljoen BEF. Voor de grote deals komen maar 3 VCC's in aanmerking: GIMV, Belgacom Multimedia Ventures en Pantheon Ventures Ltd.

40	VCC's noteren een max. investeringsbedrag < 202 miljoen BEF (<5 mio Euro)
16	" van 202-807 " (5-20 mio Euro)
3	" > 807 " (>20 mio Euro)

Als er gezegd wordt dat er te weinig risicokapitaal voorhanden is in ons land dan gaat het over grote bedragen boven 500 miljoen BEF. België is in staat om KMO's te helpen starten en groeien met risicokapitaal. Zodra er echter grote kapitalen nodig zijn voor bijvoorbeeld buitenlandse expansie, moeten verschillende financiers in syndicatie gaan om die bedragen op tafel kunnen leggen. Dit kost tijd en energie. Voor een eventuele verankering van belangrijke bedrijven zijn er bijgevolg grote risicokapitaalverschaffers nodig en dringt een samengaan van Belgische en Europese VCC's zich op. Bij verankering speelt natuurlijk ook ons systeem van referentie-aandeelhouderschap een grote rol. Vele Belgische bedrijven worden nog in hun groei belemmerd omdat de meerderheidsaandeelhouders hun controlepositie niet willen opgeven. Nederland heeft daarentegen 'structuurvennootschappen' waar de aandeelhouder een minder belangrijke rol speelt dan het management, zodat verankering er gemakkelijker is. (EURONEXT, de Belgisch-Frans-Nederlandse beurs, heeft trouwens die vennootschapsvorm gekozen). Die problematiek komt verder terug aan de orde bij de bespreking van de beurs.

D. Investeringsvolume van vcc's

1. Opgehaalde fondsen en geïnvesteerde kapitalen

a. Vergelijking van de EU met de VS

Een eerste vergelijkingspunt tussen Europa en de VS is het venture capital dat jaarlijks opgehaald wordt. Die vergelijking wordt enigszins bemoeilijkt door het feit dat in de VS, venture capital een engere betekenis heeft dan in de EU. Verder speelt het feit dat de EVCA-gegevens voor de EU gebaseerd zijn op een enquête waarbij het niet zeker is of alle VCC's opgenomen zijn.¹

De onderstaande tabel toont aan dat venture capital nog steeds ongeveer 4 keer groter is in de VS dan in de EU.

TABEL 5 - Jaarlijks opgehaalde en in eigen regio geïnvesteerde vc-fondsen (in bil. USD)^a

	VS		Europa (excl. Lux.)		Ratio: VS/EU	
	Opgehaald	Geïnvesteerd	Opgehaald	Geïnvesteerd	Opgehaald	Geïnvesteerd
1995	35,50	5,93	5,56	4,11	6,4	1,4
1996	40,32	9,88	9,64	5,15	4,2	1,9
1997	64,39	13,06	22,44	8,31	2,9	1,6
1998	89,14	16,06	22,06	12,55	4,0	1,3
1999	91,18	na	26,26	20,29	3,5	na

a. De geïnvesteerde bedragen voor de EU komen uit de OESO-studie "demand vs supply" (o.c.), en stemmen overeen met EVCA-data voor binnenlandse investering; daarom werd voor 1999 het EVCA-cijfer gebruikt.

Bronnen: VS: Venture economics (vc+Buyout+Mezz) / EU: EVCA / Geïnvesteerd VC: OESO / eigen berekening.

Uit de tabel valt ook af te leiden dat het verschil tussen opgehaalde en geïnvesteerde kapitalen veel groter is in de VS dan in de EU: Europa investeert niet veel minder dan de VS in de eigen regio (voor Europa ging in 1999 slechts 5 % naar niet-Europese-landen). Die verschillen vinden hun oorsprong in het feit dat niet alle kapitalen onmiddellijk worden geïnvesteerd maar vooral dat VCC's hun middelen vaak ook in het buitenland investeren. Vandaar dat de kloof tussen opgehaald en geïnvesteerd kapitaal groter is in de VS dan in de EU.

1. Leleux, Surlemont en Wacquier melden in hun studie "State vs private vc" (o.c.) dat 3i, als belangrijkste VCC in Engeland, niet rapporteert aan EVCA.

b. Vergelijking van de EU-lidstaten onderling

In vergelijking met de andere lidstaten komt België, in geïnvesteerd durfkapitaal op een achtste plaats, maar in verhouding tot het bbp bereiken we in 1999 een vierde plaats.

In alle lidstaten is er een sterke groei van het geïnvesteerde venture capital tussen 1996 en 1999, wat onmiddellijk te merken is aan de ratio van de investeringen tegenover het bbp in onderstaande tabel. Vooral in 1999 noteren de meeste landen, waaronder België, een sterke stijging van ongeveer 60 % van hun investeringen met venture capital. (Met nog sterkere uitschieters voor Zweden, Griekenland, Denemarken, Portugal en Spanje). Rekening houdend met de verhouding tegenover het bbp blijft ook het Verenigd Koninkrijk de absolute top, gevolgd door Zweden en Nederland. Terwijl de meeste landen evenwel dezelfde rangschikking behouden, verbetert België, samen met Finland en Duitsland, zijn positie: we klimmen van de zevende naar de vierde plaats.

TABEL 6 - Totaal geïnvesteerd venture capital tijdens jaar (ECUX1000)

	1996	1999	Ration: VC/BBP				% invest. in binnenland	
			1996	rang	1999	rang	1996	1999
GBR	2 972 641	11 500 859	320,6	1	853,2	1	84	75
DEU	715 492	3 158 817	38,1	1	159,4	8	91	85
FRA	848 664	2 816 735	69,3	4	209,1	5	95	80
ITA	509 777	1 778 934	52,5	6	161,9	7	79	95
NLD	593 458	1 710 361	182,9	3	462,3	3	75	67
SWE	419 995	1 276 925	203,6	2	570,8	2	74	65
ESP	192 912	722 796	40,2	8	129,2	9	99	92
BEL	108 759	673 441	51,5	7	289,0	4	85	65
FIN	40 351	248 527	40,2	9	205,9	6	91	86
PRT	34 154	118 591	39,1	10	113,9	11	98	92
DNK	34 008	116 004	23,6	13	71,1	12	95	97
IRL	37 746	104 976	66,2	5	123,6	10	89	91
AUT	844	89 289	-	14	45,5	14	69	87
GRC	32 168	71 208	32,8	12	60,7	13	44	60

Bron: EVCA en eigen berekening.

Samen met Griekenland, Zweden en Nederland behoort België tot alle landen die het meest VC in het buitenland investeren. Rekening houdend met de globalisatietrend, kan er vastgesteld worden dat in zowat alle landen het percentage dat in eigen land geïnvesteerd wordt, verkleint.

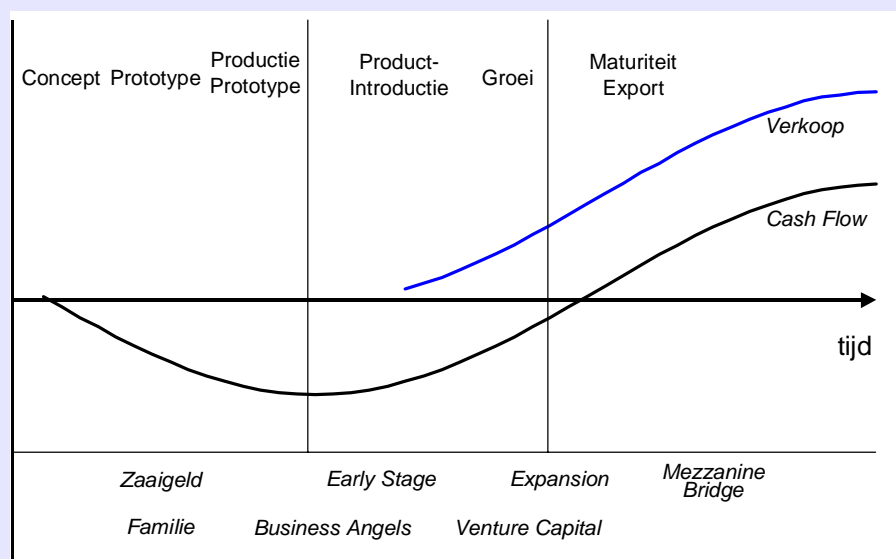
2. Investeringsstrappen

Venture capital (VC) kan op verschillende trappen van de levenscyclus van een onderneming worden verleend. Er is VC voor achtereenvolgens:

- “zaaigeld” voor onderzoek en het realiseren van een prototype;
- “starters” waarbij het product nog niet verkocht wordt;
- “other early stage” voor bedrijven die geld nodig hebben voor beginnende commerciële productie en verkoop;
- “expansion”;
- “bridge- of mezzanine financing“ voor de overgang naar een beursgang ;
- “buy-out of buy-in” waarbij het interne- of externe management zich inkoopt.

Het onderstaande kader brengt de verschillende mogelijke investeringsstrappen tijdens de levenscyclus van een onderneming in beeld.

KADER 2 - Levenscyclus



Bij het productconcept en het prototype is het aangebrachte kapitaal «zaaigeld» dat door de ondernemer, zijn familie en vrienden (men spreekt van de 3F's: «Family, Friends and Fools») en mogelijk al door een business angel wordt aangebracht. Bij de productintroductie met nog steeds een groot risico, is er sprake van «early stage financing». Dat kan verstrekt worden door business angels en door venture capital funds. Bij groei gaat het om «expansie financiering» en bij de overgang naar een beursintroductie van «bridge of mezzanine financing».

Bron: M. C. Adam, A. Farber: «Le financement de l'innovation technologique» Presses univ de France, 1994, 195 p.

De Europese Raad zegt in zijn aanbevelingen van juni 2000 voor “De Grote Economische Richtsnoeren” het volgende over België: “...the shortage of private venture capital, and of bridge financing in particular, may in the longer run restrict the growth of the venture capital market.”¹ Over het tekort aan privé durfkapitaal hebben we het hiervoor al gehad bij de bespreking van de overheidstussenkomen. Of er te weinig brugfinanciering is, valt echter enigszins te betwijfelen op basis van de onderstaande tabel.

Daaruit blijkt immers dat ons land, afgezien van early stage-VC en VC voor buy-out, in verhouding tot het bbp een derde plaats bekleedt voor de expansie- en brugfinanciering. De tabel is uitgedrukt in ratio's omdat percentages van investeringen tegenover het bbp te klein zijn. In 1999 bedraagt bijvoorbeeld het percentage voor België van de totale VC-investeringen tegenover het bbp 0.3% waarmee we met Nederland, Engeland en Zweden vooraan staan in Europa. Een situatie vergelijkbaar met de Amerikaanse een jaar voordien.

Belangrijker is het feit dat België, gemiddeld over de jaren 1998 en 1999 en in verhouding tot het bbp, op de eerste plaats komt voor zaaigeld én voor early stage financing. Jonge startende en innovatieve bedrijven die belangrijk zijn voor een groei-economie, vinden bijgevolg - meer dan in andere landen - het nodige risicokapitaal. Onze investeringen in zaaigeld nemen bovendien voortdurend toe: in 1996 haalden ze slechts 1 % van onze totale VC-investeringen, maar dit klom jaarlijks tot 2 % in 1997, 3 % in 1998 en in 1999 tot 8 %. Over de twee jaren 1998 en 1999 bereiken we gemiddeld met 6,6 % van het VC voor zaaigeld een eerste rang. Als ook de start-up- investeringen erbij gerekend worden dan haalt België voor die early-stage-investeringen een eerste rang. Alleen in buy-outs komen we achteraan. Dat fenomeen is bekend en bijvoorbeeld de GIMV en enkele andere VCC's leggen zich daar nu op toe, ook omdat dit het meest winstgevend segment van de VC-markt is. In Engeland vormen de buy-outs bijna 2/3 van de VC-investeringen.

1. Council of the EC: 9223/00 ecofin 154; o.c.

TABEL 7 - Investeringsstrappen: investeringen / bbp (ratio's, geen percentages) (gemiddelden 1998 en 1999)

	Seed		Early stages (Seed+Start-up)		Buy-out		Rest	
	Ratio	Rang	Ratio	Rang	Ratio	Rang	Ratio	Rang
GBR	2,5	6	16,6	8	528,5	1	170,4	2
DEU	8,0	3	37,6	6	26,4	10	66,8	6
FRA	2,1	8	29,4	7	71,4	4	72,9	4
ITA	1,7	9	13,6	10	68,0	5	43,7	9
NLD	1,6	10	71,1	2	103,2	3	210,4	1
SWE	3,8	4	61,0	3	207,8	2	70,7	5
ESP	3,2	5	13,0	11	27,5	9	60,1	8
BEL	13,5	1	76,8	1	15,5	11	111,8	3
FIN	9,3	2	55,0	4	66,0	6	64,6	7
PRT	-	-	10,6	13	33,4	7	39,3	10
DNK	1,6	11	13,7	9	9,9	12	25,4	13
IRL	2,4	7	38,1	5	31,7	8	35,2	11
AUT	-	-	6,9	14	7,3	13	22,1	14
GRC	-	-	10,7	10	1,9	14	27,5	12

Bron: EVCA, eigen berekening.

3. Investerings in hightech

a. Vergelijking van België met de EU en met de vs

De VS hebben een grote voorsprong in VC-investeringen voor hightech-ondernemingen die zoals hiervoor reeds gesteld dikwijls niet in aanmerking komen voor schuldfinanciering en zich daarom tot VC moeten wenden: in 1995 waren ze drie keer groter dan in Europa en in 1999 zelfs vijf keer groter. VC helpt de creatie en groei van nieuwe technologische ondernemingen, vandaar dat het woord 'voorsprong' verantwoord is. In 1999 ging 85 % van het Amerikaanse VC naar hightech terwijl dat in Europa slechts 30 % was. België doet het relatief beter dan de meeste lidstaten met 61 % omdat het in 1999 veel meer VC investeerde in computers en in biotechnologie.

Opmerkelijk is dat de VC-investeringen in de VS nu in de eerste plaats gericht zijn op de internet-sector (voor de inhoud van die sector wordt verwezen naar bijlage 2). Die investeringen slorpen in 1999, 39 % van het totaal op terwijl dat in 1998 slechts 17 % was (een groei van 471 %). Het gaat om bedrijven die grote investeringen nodig hebben omdat ze snel overnames moeten realiseren voor het verwerven van een leiderspositie. De meeste investeringen binnen die sector gingen naar diensten aan de interneteconomie. Hun relatief aandeel zou echter verminderen: B2B blijkt in het eerste kwartaal van 2000 de grootste stijger te zijn t.o.v. het eerste kwartaal het jaar voordien. B2C komt achteraan. De vergelijking met Europa loopt enigszins mank omdat, zoals uit tabel 8 blijkt, er voor Europa geen cijfers beschikbaar zijn omtrent de internetsector.

TABEL 8 - VC-investeringen in hightech (1999 – miljoen USD)

Sector	VS		EU (excl. LUX)		BEL	
		%		%		%
Communicatie	8 366	17	2 922	11	183	25
(Computer hardw.)	(1 309)					
(Computer softw&serv)	(7 500)					
Computer Totaal	8 809	18	2 734	11	171	24
Medisch/Gezondh.	2 457	5,1	1 022	3,9	19	2,6
Electronica	1 740	3,6	536	2,1	10	1,4
Biotech	1 182	2,4	645	2,4	53	7,4
Internet	18 757	39	na		na	
Totaal hightech ^a	41 311	85	7 859	30	436	61
Rest	7 025		18 162		283	
Totaal	48 336	100	26 021	100	719	100

a. groei 98-99: VS 181 % / EU 134 % en BEL 191 %

Bron: vs: venture economics / EU en België: EVCA.

België doet het in vergelijking met de EU niet zo slecht. Voor hightech bereikten we in 1999 een dubbel zo groot percentage aan VC-investeringen, wat echter nog altijd minder is dan de VS. In communicatie halen we 25 % tegenover 11 % voor de EU. Belangrijker nog is de stijging tegenover 1998: wij komen van 4 % (nu 25%) dat jaar terwijl de EU 8 % (nu 11 %) realiseerde. We scoren relatief beter dan de EU in 'computers' en wat vooral belangrijk is, in biotechnologie, waar we zelfs een groter percentage halen dan de VS. Er moet op gewezen worden dat het om gegevens van 1999 gaat. Hieronder wordt voor de lidstaten het gemiddelde gemaakt voor 1998 en 1999 om mogelijke pieknoteringen af te vlakken.

b. Vergelijking van de EU-lidstaten onderling

Uit tabel 9 vallen twee zaken af te leiden. Ten eerste bekleedt België na Ierland de tweede plaats voor VC-investeringen in hightech-sectoren. Meer dan de helft van de investeringen gaat naar de vijf geselecteerde sectoren terwijl dit voor de andere lidstaten veel minder dan de helft is. Het Verenigd Koninkrijk, het land bij uitstek voor VC, komt slechts op 23 % hightech. Zowel in Ierland als in België gaat meer dan de helft van die hightech investeringen naar de computergebonden sector.

Een tweede vaststelling is dat de lidstaten een verschillend patroon vertonen. Italië en Portugal investeren verhoudingsgewijs het meest in de communicatiesector; Denemarken en Duitsland in biotechnologie; Zweden in de medische en gezondheidssector en Ierland, Finland, Zweden en Italië in de electronica.

TABEL 9 - Aandeel van de totale hightech sector per land in de totale VC-investeringen en aandelen van de hightech-sectoren in het totaal per land. (Percentages over gemiddelden van 1998 en 1999)

	Aandeel van totaal Hightech in totaal VC-investeringen		Comm	Computer	Biotech.	Medisch.	Electr.
	%	rang	%	%	%	%	%
GBR	23	12	36	32	7	16	9
DEU	40	3	22	44	20	10	4
FRA	38	4	48	23	4	17	8
ITA	18	11	73	10	3	3	11
NLD	31	9	25	49	8	9	9
SWE	37	5	24	22	3	40	11
ESP	24	10	52	30	2	10	6
BEL	62	2	31	52	10	3	4
FIN	34	8	17	37	12	23	11
PRT	35	6	66	31	0	3	0
DNK	35	7	19	41	26	7	7
IRL	64	1	26	57	2	2	13

Bron: EVCA, eigen berekeningen. Oostenrijk en Griekenland werden niet opgenomen wegens te kleine bedragen.

E. Rate of return en technology risk assessment

In het algemeen is het verschil tussen een bankier, een business-angel en een VCC inzake rendement dat een bankier wil vergoed worden, een BA een meerwaarde wil realiseren en een VCC maximale rendabiliteit wil bij exit. Aangezien BA's en VCC's investeren in risicovolle projecten met een grote kans op mislukking en met een vrij lange investeringstermijn, moet hun rendement veel groter zijn dan de klassieke meer veilige beleggingsmiddelen. Tabel 10 geeft de algemene percentages die bereikt worden, waarbij niet uit het oog mag worden verloren dat in het hogere kwartiel en bij de grote investeringen hogere percentages dan de vermelde worden genoteerd.

TABEL 10 - Internal rate of return (IRR) ^a

	VS		EU	
	1996	1999	1996	1999
Algemeen	16,5	14,5 ^b	18,6	14,5 ^b
Early stages	14,2	10,8	5,7	10,8

a. IRR: "rate of discount which equates the present value of the outflows with the present value of the inflows and the present value of the valuation of the unrealised portfolio. It is a pooled rate by taking cash flows and residual valuations from inception to a stated date for each fund and aggregating them into a pool as if they were a single fund." (EVCA).

b. Ter vergelijking: in 1999 hadden de Belgische pensioenfondsen, die 53 % van hun activa beleggen in aandelen, een gemiddelde return van 15 % (Bron: Belgische Vereniging van Pensioenfondsen)

Bron: Pilotproject o.c. en EVCA: European Private Eq.Update no 15/june 2000.

Een recente studie¹ geeft voor Engeland een meer gedetailleerd inzicht in de winst-en verliespercentages van BA's en VC-funds.

TABEL 11 - IRR van BA's en VCC's (Engeland)

IRR (%)	VC-Fund (%)	BA (%)
Negatief	64,2	39,8
0 – 24	7,1	23,8
25 – 49	7,1	12,7
50 – 99	9,5	13,3
>100	12,0	10,2

Bron: Murray, Mason, Harrison.

Hieruit blijkt duidelijk dat het percentage investeringen dat winsten groter dan 50 % oplevert, voor beiden ongeveer gelijk is, maar dat het percentage investeringen dat verlieslatend is ook vrij groot is. Bij dit laatste valt het op dat de BA's het merklijk beter doen dan de fondsen. De reden daarvoor zou zijn dat BA's niet, zoals de VCF's, gebonden zijn door verplichtingen tegenover hun investeerders en bovendien omdat ze meestal actiever betrokken zijn bij hun investering.

Er wordt aangenomen dat er vroeger in Europa minder geïnvesteerd werd in early stages omdat het rendement daarop zo laag was, in tegenstelling tot het beginsel van hoe groter het risico hoe groter de marge. Hiervoor werd er al op gewezen dat de geringe exit-mogelijkheden daar grotendeels voor verantwoordelijk waren. Uit de tabel blijkt dat Europa die achterstand aan het inlopen is. Waarschijnlijk komt dat door de grotere expertise die de Europese investeringsmanagers gaandeweg krijgen. Immers, voor early-stage investeringen in hightech moeten de VCC's zich niet alleen een mening vormen over het commerciële risico (is er een degelijk business plan? Gaat het geld opbrengen en hoeveel?), maar ook over het technologische risico (Is het project nieuw, is het technisch haalbaar, is het concurrentieel?). De VCC moet al voldoende groot zijn of in een sectorniche zitten om er een branche-gespecialiseerde investeringsmanager op na te kunnen houden. In België moet dat bijgevolg dikwijls worden uitbesteed. De Europese Commissie onderkent het probleem en schrijft hieromtrent²: "Trop peu de bailleurs de fond disposent de compétences technologiques pour évaluer les possibilités d'investissement dans les technologies de pointe, et leur coût d'achat des informations et des qualifications nécessaires est élevé." Vandaar dat de Europese Commissie financiële steun verleent aan VCC's die zich ertoe verbinden binnen drie jaar 25 % van hun middelen te investeren in early-stage-projecten van technologisch innovatieve KMO's. Van de momenteel 28 deelnemende VCC's zijn er twee Belgische: CapricornVP en ITP-Management³.

De Belgische overheden kunnen hier ook een stimulerende rol spelen via onderzoekinstellingen waarop een beroep kan worden gedaan (zoals het VITO in Vlaanderen) of via garantieschema's die het grote risico verminderen. Hierop wordt later teruggekomen.

1. C. M. Mason, R. T. Harrison: "The rates of return from informal venture capital investments: some UK evidence" Babson College (o.c.) met data van Murray;1999.
2. Transfert & Innovation Technologiques, Vol 1 /98, p9.
3. Het I-TEC project werd in 1997 gestart. Webstek: www.cordis.lu/finance.

F. Exit via beurzen

Een VCC heeft niet de bedoeling een portefeuille of een financiële holding op te bouwen met haar investeringen, maar wil haar aandelen na een zekere tijd verkopen om een meerwaarde te realiseren. De VCC kan op twee manieren uit haar investering stappen. De meest gebruikte is de verkoop van de aandelen door ze te laten opkopen door een groep of door de stichter van de gesteunde onderneming zelf. Voor jonge hightech-bedrijven, die kapitaal nodig hebben voor overnames en groei, is een beursgang (IPO of initial public offering) vaak de aangewezen exit voor de VCC. Het bijkomende voordeel voor dergelijke ondernemingen is dat via de notering tegelijk aandelen met een effectieve waarde aan het personeel kunnen worden uitgekeerd waardoor het bedrijf over een werwingselement voor beter en getrouwer personeel beschikt.

De exit-problematiek - en bijgevolg ook de VC-financiering - is nauw verwant met de perceptie van controle door de ondernemer. Terwijl de VCC bij de startfase een helpende hand is, impliceert een exit dikwijls het opgeven van controle door de bedrijfsleider. (Dat kan in zekere mate worden opgevangen. Zo konden bijvoorbeeld Lernout&Hauspie toch nog controle blijven uitoefenen met slechts 10 % van de aandelen).

1. Secundaire beurzen

Voor IPO's van jonge technologiebedrijven - en bijgevolg impliciet voor VCC's voor wie exit niet zo vaak voorkomt maar het meest renderend is - is het bestaan van secundaire beurzen essentieel omdat ze er gemakkelijker en met minder kosten terecht kunnen. Er is trouwens vastgesteld dat de groei van venture capital gebonden is aan de groei van de IPO-activiteit¹ of met andere woorden aan het bestaan van een bloeiende secundaire beursmarkt.

Nog niet zolang geleden waren de Europese beurzen in de eerste plaats gericht op grote gevestigde ondernemingen, maar door het succes van NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotation), opgericht in 1971, werden in Europa ook pogingen ondernomen om speciale afdelingen voor kleinere ondernemingen op te richten met minder administratieve verplichtingen en lagere kosten. Meestal konden ze niet wedijveren met het Nasdaq-model omdat het verschil met de eerste beurs niet duidelijk genoeg was en omdat de mindere verplichtingen door de beleggers werd beoordeeld als minder betrouwbaar. Dit alles resulteerde in een lagere liquiditeit, wat op zijn beurt de institutionele beleggers weghield. Op Nasdaq waren er in augustus 2000, 4800 ondernemingen genoteerd waaronder slechts 3 Belgische (Icos Vision, Lernout&Hauspie, Xeikon).

1. D. Boogmans: "Venture Capital een analyse van het verschijnsel"; GIMV, 1988, p15 en OESO: "Venture Capital supply vs demand"; o.c., p6.

Alle Europese lidstaten (met uitzondering van Finland) hebben secundaire beurzen. De meest bekende zijn:

- **EASDAQ** (European Association of Security Dealers Automated Quotation): een pan-Europese beurs opgericht in 1996 en gevestigd in België. In augustus 2000 waren er 84 ondernemingen genoteerd waaronder 14 Belgische.
- **EURONM** (Europese Nieuwe Markten): een Europees samenwerkingsverband tussen de nieuwe secundaire beurzen voor hightech-bedrijven van Parijs, die de eerste was in 1996, gevolgd door Amsterdam, Brussel, Frankfurt in 1997, en Milaan in 1999. Er waren eind juli 2000, 438 bedrijven genoteerd waarvan 16 Belgische. Deze beurs wordt opgedoekt omwille van de oprichting van Euronext. De genoteerde waarden zullen elk op hun nationale beurs worden opgenomen.
- **AIM** (Alternative Investment Market) een Londense beurs opgericht in 1995. In juni 2000 waren er 429 ondernemingen genoteerd.

De drie samen vormen bijgevolg slechts een fractie van Nasdaq.

Terloops moet vermeld worden dat in Brussel in 1997 de **MIM** (Marché Interprofessionnel, Interprofessionele Markt) werd opgericht voor nieuwe- en kleine en middelgrote ondernemingen die nog niet genoteerd willen zijn. Het kapitaal moet door banken ingebracht worden en niet door publiek. De beurs heeft echter niet het verhoopte succes gekend.

Het Europese beurslandschap is noodgedwongen in een stroomversnelling terechtgekomen. Noodgedwongen, omwille van de wereldeconomie met grensoverschrijdende activiteit en vrijere concurrentie en omwille van de veroudering van de bevolking waardoor de pensioenfondsen over grotere kapitalen gaan beschikken die belegd moeten worden. De grote institutionele beleggers, waartoe die fondsen behoren, samen met banken en verzekeringsmaatschappijen, vragen markten met grote multinationals, met volume en een grote liquiditeit omdat ze een vrij zekere belegging nastreven. Dat speelt in het voordeel van grote beurzen. Die vereiste had in ons land, met zijn relatief kleine beurs¹, een negatief effect, waardoor grote beursgenoteerde ondernemingen door een gebrek aan liquiditeit en volume een te lage notering kregen. Daardoor werden ze enerzijds potentiële overnameprooien en anderzijds beschikten ze daardoor over minder middelen om zelf ondernemingen over te nemen. Europa met zijn vele kleine beurzen (in 1997 had de EU nog 33 beurzen terwijl de VS er maar 10 hadden, waaronder slechts 3 echt belangrijke) kon die liquiditeit en dat volume niet bieden en dreigde achterop te geraken. Vandaar dat er momenteel zoveel inspanningen geleverd worden om tot een Europese samensmelting te komen.

Door de vermindering van de overheidsschuld en de lage rentevoet komt daar nog bij dat er minder belangstelling is voor (overheids)obligaties dan voor aandelen. Die risicocultuur, die in Europa vrij nieuw was in vergelijking met de VS,

1. Een ruwe orde van grootte: de beurskapitalisatie op de eerste en parallelle markten van Brussel is 1/4 van die van Amsterdam, die zelf de 1/2 is van die van Frankfurt; die zelf de 1/2 is van die van Londen, die zelf slechts 1/5 is van die van New York.

zorgde ervoor dat ook startende bedrijven konden rekenen op een veel grotere belangstelling van de beleggers voor hun risicokapitaal.

De Brusselse beurs heeft die globalisatiebeweging begrepen en is eerst, op binnenlands vlak, gefusioneerd tot BXS en daarna tot EURONEXT met de beurzen van Amsterdam en Parijs. Euronext totaliseerde 1861 genoteerde ondernemingen in augustus 2000.

Het beurslandschap evolueert nu zeer snel. Er worden plannen gemaakt voor een Nasdaq-Europ, voor een virtuele beurs, voor allerhande fusies en samenwerkingsverbanden. Omwille van praktische problemen zoals openingstijden, clearing (waarbij een centrale tegenpartij tussen koper en verkoper staat) en settlement (de afrekening en toewijzing) komt dat niet in een handomdraai tot stand. In 1999 had Europa nog 31 CSD's (central securities depositories waar die clearing en settlement gebeuren).¹

2. Diverse reglementeringen in verband met beurzen

In een globale economie met meer en meer multinationals en een grote Europese markt, enerzijds gestimuleerd door een gemeenschappelijke munt en anderzijds door een grotere activiteit van institutionele beleggers, worden grensoverschrijdende transacties belangrijk. Dat heeft ook zijn gevolgen voor de beurzen. Bedrijven die een notering willen die verder reikt dan de eigen grenzen, of institutionele beleggers en particulieren die op buitenlandse beurzen willen investeren, botsen op verschillende verplichtingen en kosten.

Die investeringen kunnen een impuls krijgen als ze transparanter worden en voor alle betrokken partijen op een meer uniforme en eenvoudiger manier kunnen verlopen. Voor hightech-bedrijven die een beursnotering willen op één van de grotere secundaire beurzen zouden eengemaakte reglementeringen omtrent voorschriften voor boekhouding, voor prospectussen voor IPO's en voor corporate governance welkom zijn. Als bijvoorbeeld Belgische ondernemingen een notering willen op Easdaq of op Euro-NM, dan volstaan de Belgische boekhoudnormen niet en moet er een boekhouding in IAS (international accounting standards) of US GAAP (US general accepted accounting principles) gevoerd worden². Er zijn ook nogal wat verschillen op de diverse beurzen inzake praktische toetredingsvoorwaarden zoals het eigen vermogen, het onder het publiek te verspreiden bedrag, het free-float percentage (de aandelen die op de beurs vrij kunnen verhandeld worden en niet in handen zijn van de meerderheidsaandeelhouders), de lock-up periode (periode dat de huidige aandeelhouders of het management hun participaties niet mogen verkopen), de periodiciteit van balans, de inhoud van een uitgifte-prospectus en de instantie die dat eventueel moet goedkeuren enz.

-
1. European economy; "Risk capital, a key to job creation"; o.c. p 6.
 2. De Belgische boekhouding wordt ook voor belastingsaangifte gebruikt en geeft omwille van verschillende mogelijkheden voor waarderingen en afschrijvingen geen precies inzicht. De IAS is strenger en vanuit fiscaal oogpunt minder gunstig. (A. Van Opstal: licentiaatverhandeling: Twee balansen voor Belgische ondernemingen; FET 25.8.99) België kent nu ook de ruling van het informeel kapitaal waarbij de afschrijvingen op ingebracht kapitaal fiscaal aftrekbaar zijn onder bepaalde voorwaarden, terwijl dit niet in de boekhouding tot uiting komt.

Op de EU-top van Lissabon werd overeengekomen het *Financial Services Action Plan* te implementeren vanaf 2005. Hierin zit een voorstel van de Commissie om de geconsolideerde balansen van de beursgenoteerde bedrijven in de EU op te maken volgens de IAS¹ zodat Europese aandelen op de internationale kapitaalmarkten verhandeld kunnen worden op basis van dezelfde rekeningen. In België kan de Minister van Economische Zaken dat reeds toestaan voor de geconsolideerde balansen maar voor België blijft de Belgische norm gelden. Een dubbele boekhouding voeren is natuurlijk duurder. De lidstaten zijn vanaf 2005 vrij om de IAS ook op te leggen aan de andere ondernemingen, maar vanaf 2007 zouden alle bedrijven die een IPO voorbereiden dat moeten doen in IAS.

Volgens dat plan wil de EU ook werk maken van het wederzijds erkennen van prospectussen en van gemeenschappelijke regels voor corporate governance². De Commissie wil de bestaande Europese richtlijn omtrent de prospectus - die niet werkt omdat er allerhande barrières werden opgeworpen tegen wederzijdse erkenning - tegen eind 2000 via een ontwerp-richtlijn omvormen om grensoverschrijdende beursgangen te vergemakkelijken via een "single passport for issuers"³, gebaseerd op "shelf registration". Dat is een systeem in twee stappen; een beperkte prospectus bij het jaarverslag met informatie (behalve omtrent de bij de emissie betrokken effecten) gevolgd door een uitgiftenota op het moment van de emissie zelf waarin de kenmerken van het aanbod en de effecten zelf worden opgenomen. België, Spanje, Frankrijk, Engeland en Italië maken al gebruik van die methode.⁴

3. Corporate governance

"Corporate governance" is niets anders dan het "degeijk bestuur" van een onderneming. De reden waarom dat onderwerp hier bij de financiering van innovatie ter sprake wordt gebracht, is dat Europese en buitenlandse institutionele beleggers meer en meer belangstelling zullen vertonen voor beleggingen in euro in beursgenoteerde bedrijven. Die beleggers kijken vanzelfsprekend naar de resultaten van de ondernemingen, maar laten zich vooral leiden door de perspectieven. Die vooruitzichten hangen grotendeels af van de bekwaamheid van het management en van de degelijkheid van het bestuur van de vennootschap.

In Engeland, waar nogal wat misbruiken van bestuurders werden vastgesteld die zich bij de privatiseringen nogal rijkelijke vergoedingen hadden toegekend, werd een commissie opgericht om daaraan te verhelpen. Dat resulteerde in de zogenaamde "Cadbury code" voor deugdelijk bestuur, naar de naam van de voorzitter van de commissie. Frankrijk volgde wat later met de "code Viénot" en Nederland met de "code Peters".⁵ Die codes zijn aanbevelingen met een soms tegengestelde bedoeling. In Engeland wou men er de aandeelhouder mee

-
1. Europa kiest voor IAS omdat "it has the distinct advantage of being drawn up with an international perspective, rather than being tailored to the US environment. US GAAP, on the other hand is voluminous and is based on very detailed rules and interpretations. Considerable education and training is necessary in order to use its standards." EU-Commission communication to the Council: "EU financial reporting strategy: the way forward"; COM(2000) 359 final; p6
 2. EC-Commission: COM(1998)625 final; o.c. p 6-7.
 3. EC-Commission: COM(2000)336 final; o.c. p 10.
 4. European economy: "Risk capital a key to job creation"; o.c.; p 26.
 5. Er zijn nu meerdere Europese lidstaten met een code en er bestaat, sinds 1996, bij de ULB in Brussel een "European corporate Governance Network". website: www.ecgn.ulb.ac.be.

beschermen als reactie tegen de macht van het management terwijl men in Nederland met zijn structuurvennootschappen en stichtingen vooral het bedrijf en het management wou beschermen tegen de aandeelhouder.

In België is de roep naar corporate governance veel later en vanuit een andere optiek vertrokken. Ons land kent van oudsher het zogenaamde referentiekapitalisme waarbij het aandeelhouderschap in hoofdzaak in handen is van holdings (dit in tegenstelling tot de VS waar de aandelen vooral verspreid zijn bij het publiek). Daaruit volgt dat vooral de referentieaandeelhouders de bestuurders benoemen in de raden van bestuur. Vermits de belangen van de aandeelhouders niet altijd gelijk lopen met de belangen van de onderneming - omdat bijvoorbeeld de uitkering van zoveel mogelijk dividend kan verkozen worden boven een langetermijnstrategie of omdat men verkiest zijn onderneming te verkopen boven een verderzetting - handelen die bestuurders niet altijd in het belang van de maatschappij en dus ook niet in het belang van de minderheidsaandeelhouders en de beleggers, institutionele en andere. Dat dit referentieaandeelhouderschap bovendien de "verankering" niet altijd ten goede komt, is een ander gevolg dat in België al vaker voorkwam.

Een en ander heeft ertoe geleid dat ook in ons land, op initiatief van de beurs, drie betrokken instanties (de Beurs met de Belgische Commissie voor Corporate Governance - de zgn Commissie Cardon -, de Commissie voor het Bank-en Financiewezen en het VBO) een code hebben proberen te maken die aansluit bij de Cadbury-code, waarbij elk van de drie instanties zich vooral toelegde op een marktsegment maar met toch enige coördinatie tussen de drie. De Commissie-Cardon had vooral aandacht voor beursgenoteerde bedrijven, het CBF voor de jaarverslagen en het VBO voor alle ondernemingen. De aanbevelingen die gedaan werden zijn niet afdwingbaar en kunnen niet bestraft worden, maar meer en meer ondernemingen houden er toch in zekere mate rekening mee. De Minister van Financiën heeft een werkgroep opgericht om na te gaan of de wetgever initiatieven terzake moet nemen. Die werkgroep heeft in maart 2000 een rapport ingediend met suggesties voor wetgevende acties. De regering heeft op basis daarvan een wetsvoorstel klaar dat nog tegen eind 2000 aan het Parlement zal worden voorgelegd.

De Europese Commissie laat tegen eind 2001 een onderzoek van de bestaande codes uitvoeren teneinde de wettelijke en administratieve belemmeringen te kennen.

Omtrent corporate governance is een interessante benchmarking-studie gedaan door DEMINOR, een onafhankelijk consulentebedrijf opgericht in 1990 voor het behartigen van de belangen van minderheidsaandeelhouders. In 1999 hebben zij, op vraag van enkele zeer grote pensioenfondsen - wat een niet onbelangrijk gegeven is in de optiek van deze studie - 160 grote beursgenoteerde bedrijven onderzocht op een aantal corporate governance kwaliteiten. Het aantal bedrijven is als volgt verdeeld: België: 18; Frankrijk: 38; Duitsland: 30; Nederland: 25; Engeland: 29; Zweden: 13. De corporate governance kenmerken werden onderverdeeld in 4 groepen: stemrecht, afwezigheid van overnamebescherming, info over bestuur en tot slot raad van bestuur. Deminor maakt een rangschikking gaande van het cijfer 1 voor de minst goede praktijk tot 5 voor de beste praktijk, maar hierbij mag niet uit het oog worden verloren dat het om grote ondernemingen gaat die opgenomen zijn in een beursindex.

TABEL 12 - Corporate Governance rating (1999)

	Stemrecht	Afwezigheid Overname- bescherming	Bestuur	Raad van bestuur	Totaal op 20
GBR	4	4	4	5	17
DEU	4	3	2	1	10
FRA	3	3	3	3	12
NDL	1	1	2	2	6
BEL	3	1	3	4	11

Bron: Déminor webstek: www.deminor.be.

Ons land scoort zeer goed voor de samenstelling van de raden van bestuur. Wat hierbij vooral speelt, is het aantal onafhankelijke bestuurders, een niet te grote Raad van Bestuur (max. 12 volgens Cardon), een audit-, bezoldigings- en benoemingscomité. Het Verenigd Koninkrijk scoort het best en België doet het goed omdat – bij de 18 beschouwde bedrijven, die allemaal uit de BEL-20 komen – 23 % van de bestuurders onafhankelijk is en 67 % een audit- en bezoldigingscomité heeft. Ons land scoort dan weer slecht bij de afwezigheid van afweermechanismen tegen overnames. Dat is vreemd in het licht van al de recente overnames, maar in de Déminor-rating komt het door rekening te houden met de controle-mogelijkheid en met de mogelijkheid het kapitaal te verhogen. In België speelt bijgevolg het feit dat enerzijds door ons systeem van holdings, 56 % van de 18 beschouwde bedrijven meer dan 50 % van het kapitaal controleert en speelt anderzijds de mogelijkheid van het toegelaten kapitaal.

G. Risicokapitaalbeleggingen van institutionele beleggers en pensioenfondsen

Hierboven werd al enkele malen gewezen op de enorme potentiële investeringsmiddelen waarover de institutionele kapitaalverschaffers beschikken. Er zijn drie grote groepen institutionele investeerders, hoewel het onderscheid tussen de drie begint te vervagen door groepsvorming: pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en investeringsmaatschappijen (waarbij de laatste groep de ondernemingen omvat die aandelen verwerven met geld van investeerders die in ruil zelf aandelen in de investeringsmaatschappij krijgen). Die maatschappijen hebben invloed gekregen op de risicokapitaalmarkt onder invloed van drie factoren¹:

1. De vergrijzing van de bevolking met de daaruit voortvloeiende nood aan pensioenen;
2. De ICT die nieuwe beleggingsproducten mogelijk maakte;
3. De deregulering van de kapitaalmarkten.

1. European Economy: "risk capital, a key to job creation" o.c., p.7.

Het benchmarking-pilootproject stelt¹, dat de mate waarin de pensioenfondsen hun reserves onder impuls van de vergrijzing opvoeren en die fondsen beleggen in aandelen, in de toekomst wel eens de belangrijkste factor voor opleving van innovatiefinanciering zou kunnen zijn. Inderdaad: als uitgegaan wordt van de veronderstelling dat de pensioenfondsen van alle 15 Europese landen activa zouden bereiken van 70 % van het bbp (dat is niet zo onrealistisch aangezien Nederland 93,3 % haalt, het Verenigd Koninkrijk 77,5 % en Zwitserland 75,1 %) en dat daarvan 60 % in aandelen zou belegd worden, dan zou dat overeenkomen met een beurskapitalisatie die ruwweg drie maal groter zou zijn dan de huidige marktkapitalisatie op de eerste en parallelle beursmarkten van de 15 lidstaten². Zelfs een verdubbeling van de kapitalisatie in plaats van een verdrievoudiging zou reeds een enorme stimulans betekenen, niet alleen voor de Europese beurzen maar ook voor al de daarbij betrokken dienstverlenende bedrijven. Het zou bovendien het transactievolume vergroten en de stijgende concurrentie tussen de beurzen zou de kosten verlagen. Kortom de algemene klimaatverbetering zou bevorderlijk zijn voor de risicofinanciering en zou beursintroducties aanwakkeren.

De impact van pensioenfondsen op de beurs kan geïllustreerd worden door volgende anekdote. Op één beursdag in 1998 daalde de koers van Alcatel met 38 % en werd het beurskapitaal ervan bijna gehalveerd omdat het grote Amerikaanse fonds 'Fidelity' massaal aandelen verkocht vermits het Franse bedrijf niet tijdig had gewaarschuwd voor een dalende rendabiliteit³.

1. Activa en risicobeleggingen van institutionele beleggers en pensioenfondsen

De institutionele beleggers van de VS beschikken over bijna twee maal meer activa dan in Europa, maar Europa lijkt zijn achterstand langzaam te willen inhalen (tot in 1996 tenminste want spijtig genoeg zijn er geen recentere gegevens voorhanden).

TABEL 13 - Financiële activa van Institutionele beleggers 1996 (in miljard USD)

US	13382	(groei 93-96: + 39 %)
EU (excl IRL)	7202	(groei 93-96: + 52 %)

Bron: OECD: Institutional Investors, Statistical Yearbook 1998.

Binnen Europa zijn de verschillen vrij groot, zoals uit tabel 13 blijkt, waar die activa in percent van het bbp werden uitgedrukt en waar tevens het percentage belegd in aandelen staat vermeld. België is voor beide indicatoren de middenmoot. Het Verenigd Koninkrijk is de absolute koploper met Nederland, maar in Nederland wordt dan weer iets meer in aandelen belegd dan in ons land (28 % tegen 23 %). Van de Europese landen haalt alleen Zweden eenzelfde beleggingspercentage in aandelen als de VS en alleen het Verenigd Koninkrijk doet het nog veel beter met 67 %.

1. Pilootproject: o.c., p 29.

2. Bron: Europese beurskapitalisatie: Federation of European Stock Exchanges: www.fese.be.

3. Deutsche Bank: Making money; juli 1999, p 30.

De reserves van de Belgische pensioenfondsen (2de pijler) en van de pensioenspaarfondsen (3de pijler) bedroegen in 1997 respectievelijk 1121 en 1070 miljard Bef of 12.9 % en 12.3 % van het bbp¹ wat in vergelijking met de meeste Europese landen aan de lage kant zou zijn.

“België heeft nog een achterstand op te halen. Aan de hand van een paar vereenvoudigde hypothesen, kan men berekenen dat de reserves in de tweede pijler (ondernemingspensioenen) en de derde pijler (individuele pensioenvorming) gedurende de komende 25 jaar onafgebroken met zowat 8 à 10 % per jaar moeten groeien om aan de huidige actieve bevolking gedurende 20 jaar na de pensionering een inkomen te garanderen dat samen met het wettelijk pensioen 60 % van het netto-arbeidsinkomen op het ogenblik van de pensionering vertegenwoordigt. Dat betekent dat een structureel toenemend deel van het spaaraanbod van de particulieren in de komende jaren naar pensioenfondsen, beleggingsfondsen of levensverzekeringen zal stromen.”²

Volgens de Europese Commissie zouden de activa van de Europese pensioenfondsen kunnen toenemen van ongeveer 2000 miljard euro (zijnde de helft van de bankdeposito's) tot 3000 miljard euro tegen eind 2005.³

TABEL 14 - Financiële activa van institutionelen in % van het bbp (1996)

	Institutionelen (incl. pensioenfondsen en pensioenspaarfondsen)	
	In % bbp	% aandelen
USA	181	40
GBR	193	67
NLD	169	28
SWE	120	40
FRA	83	26
DNK	67	31
BEL	63	23
FIN	57	23
DEU	50	14
ESP	45	6
ITA	40	12
AUT	39	8
PRT	34	9
GRC	29	6

Bron: OECD: Institutional Investors, Statistical Yearbook 1998.

De toenemende invloed van pensioenfondsen op de markt van het risicokapitaal blijkt uit de recente overname van het Nederlandse durfkapitaalfonds “Alpinvest” door de Nederlandse pensioenfondsen ABP en PGGM, verenigd in de kapitaalholding APCH. Daardoor beleggen voortaan beide pensioenfondsen hun kapitalen in een eigen risicofonds teneinde de return daarvan zelf op te strijken.

1. Belgische Vereniging van Pensioenfondsen
2. KBC: “De opkomst van geïntegreerde financiële groepen”; Economisch Financiële Berichten; nr. 9; 7/5/1999; p 7.
3. Commission of the EC: “Second report on progress on financial services”; COM(2000)336final; 30.5.2000; p.5.

Maar aangezien die beleggingen als onderpand moeten dienen voor de uitbetaling van latere pensioenen zal de beleggingspolitiek toch vrij voorzichtig moeten zijn en waarschijnlijk minder gericht kunnen worden op de meer risicovolle early stages.

De Belgische pensioenfondsen beleggen steeds meer activa in risicokapitaal (hun grenzen staan in tabel 15); in 1999 was al meer dan de helft van hun activa belegd in aandelen. (in 1990: 27,6 %; in 1997: 47,3 % en in 1999: 53,0 %). Dit in tegenstelling tot de verzekeraars die in 1998 slechts 26,9 % belegden in aandelen (maar van 1997 naar 1998 verdubbelen bijna hun buitenlandse aandelen tot 10,6 % in 1998). Die 53 % vertegenwoordigt in 1999 een bedrag van 5116,2 miljoen euro, wat overeenstemt met ongeveer 3 % van de beurskapitalisatie op de eerste en parallelle markt van Brussel. Maar die 53 % wordt vanzelfsprekend niet integraal belegd op die beurs. Men stelt vast dat de pensioenfondsen hun beleggingen in Belgische en Luxemburgse aandelen, die tot 1997 voortdurend gestegen waren van 15,7 % in 1994 tot 19,8 % in 1997, in 1999 nog slechts 10,2 % bedroegen, wat erop wijst dat de fondsen hun activa toch verschuiven naar buitenlandse beleggingen. *“Sinds de ingebruikname van de euro laten institutionele beleggers kleine beurzen zoals Brussel en Lissabon steeds vaker links liggen. Ze diversifiëren liever via beleggingen in grote aandelen op de belangrijkste Europese financiële markten.”*¹

Dat is een verschijnsel dat ook vastgesteld wordt in de vs. Naarmate de pensioenfondsen er groter worden, gaan ze meer beleggen in grote beursindexbedrijven om op die manier hun kosten te beperken en toch een vrij voorspelbare return te halen.²

De Belgische pensioenspaarfondsen (3de pijler; individuele pensioenvorming) zijn verplicht via een fiscale omweg minstens 30 % van hun beleggingen in Belgische aandelen te investeren omdat particuliere spaarders alleen dan belastingsaftrek kunnen krijgen.

2. Fondsen opgehaald door VCC's van institutionele beleggers

De middelen van de VCC's komen voor de meeste Europese landen voor meer dan 50 % van de institutionele beleggers, met daarin meestal een overwicht van de banken. Opmerkelijk is wel dat in Nederland ondanks de grote activa van de pensioenfondsen (zie vorige tabel), die fondsen weinig beleggen in VCC's. In Zweden, het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Finland is dat duidelijk wél het geval. In België beleggen de pensioenfondsen niet in VCC's (ook niet in 1998) en zelfs de andere institutionele beleggers investeren er weinig in. We bengelen duidelijk achteraan met slechts 20 % van de totale opgehaalde fondsen die belegd worden in terzake gespecialiseerde VCC's. Dit is deels te verklaren door het feit dat bij ons niet minder dan 36 % van de middelen van VCC's komen van gerealiseerde meerwaarden die terug geïnvesteerd worden, terwijl dit in andere landen veel minder het geval is: 0 % in Engeland, 0 % in Duitsland, 2 % in Finland en slechts 15 % in Nederland. Sommige verzekeringsmaatschappijen (zoals Mercator&Noordstar en De vaderlandsche) beleggen echter wél in venture kapitaal en denken eraan een eigen VCC op te richten. Dit maar om aan te tonen dat er een positieve tendens ontstaat op dit terrein.

1. Budget Week; nr. 937; 18/10/99.

2. European Economy: “Risk capital, a key to job creation”; o.c.; p.7.

De Amerikaanse pensioenfondsen beleggen 0,3 % van hun activa in venture capital. Dit kleine percentage is niettemin goed voor 47 % van het Amerikaanse venture capital¹. Uit de onderstaande tabel blijkt dat alleen Zweden, het Verenigd Koninkrijk en ook Ierland en Finland in die nabijheid komen. Vermeldenswaardig in dat verband is ook dat de Amerikaanse pensioenfondsen de grootste beleggers zijn in de VCC's van het Verenigd Koninkrijk². Als er bijgevolg in de toekomst een verdere integratie kan tot stand komen van het Europese beurslandschap, van de boekhoudingsnormen, van de corporate governance enz. dan is het niet denkbeeldig dat de Amerikaanse institutionele beleggers hier meer gaan investeren.

TABEL 15 - Fondsen door VCC's opgehaald van institutionele beleggers (1999)
(in % van de totaal opgehaalde middelen)

	Banken	Pensioenfondsen	Verzekeringsmaatschappijen	Totaal institutionelen
GBR	26	31	14	71
DEU	40	9	11	60
FRA	25	9	15	49
ITA	41	6	6	53
NLD	60	2	15	77
SWE	7	35	22	64
ESP	46	13	3	62
BEL	15	0	5	20
FIN	13	26	36	75
PRT	35	0	0	35
IRL	25	27	7	59
AUT	56	0	9	65
GRC	42	0	0	42

Bron: EVCA.

3. Prudential rules

De institutionele beleggers zijn in Europa niet vrij in hun investeringen. Om de spaarders te beschermen werden zij enerzijds aan restricties onderworpen³ en om de overheidsschuld te financieren werden zij anderzijds verplicht een deel van hun reserves te beleggen in overheidspapier. Vooral beleggingen in niet-beursgenoteerde ondernemingen – en bijgevolg meestal in jonge ondernemingen en in KMO's – werden uit risico-overwegingen aan banden gelegd. De Europese Commissie is voorstander van een veel soepelere regelgeving, gebaseerd op het "goede huisvader principe" zoals in de VS (prudential rules). Zij stelt:

1. EC-Commission: COM(2000)336 final; o.c. p11 footnote.
2. Idem.
3. De banken mochten sinds 1934, omwille van de beurscrash van 1930, geen participaties meer aanhouden in niet-financiële ondernemingen en dit werd slechts in 1993 en 1996 versoepeld.

“What is required is sensible, prudential rules that allow pension funds to optimise their portfolio structures with appropriate allocations for pan-european equity, international equity, real estate and fixed income assets. The Commission, in the follow-up of its Green Paper on supplementary pensions in the single market is exploring ways of alleviating the burden of restrictions in this field without threatening the prudential soundness of the funds. This can be done, for example, by ensuring that there is appropriate diversification of assets, transparency for pension plan-holders, and emphasis on rigorous supervision. This could ultimately contribute to job-creation and employment, while improving security of savings for old-age retirement provision.”¹ In de VS konden de pensioenfondsen onder een gewijzigde “Employment Retirement Income Security Act” (ERISA), in het begin van de jaren 80, meer riskante beleggingen doen op voorwaarde dat de manager dat als een “prudent man” zou doen. Dit betekende dat kon geïnvesteerd worden in nieuwe ondernemingen en in VCC’s en dat de manager van het pensioenfonds geen verantwoordelijkheid droeg voor de investeringsbeslissingen van het durfkapitaalfonds waarin geïnvesteerd werd. Dat heeft de VC-markt in Amerika een sterke stimulans gegeven.

De Europese Commissie heeft een ontwerprichtlijn goedgekeurd omtrent de regulering en administratieve verplichtingen van pensioenfondsen.² De directieve voorziet ondermeer in de gemeenschappelijke reglementering van rekeningen, van publicatie van de investeringen, van grensoverschrijdende verrichtingen... Bovendien werd omtrent hun investeringsregels het algemene principe van het voorzichtigheidsbeginsel aanvaard (artikel 13) met het verbod dat verplichtingen zouden opgelegd worden om te investeren in een bepaalde categorie van aandelen (artikel 13.4).

Slechts vier lidstaten (Finland, Ierland, Nederland en Engeland) hebben geen wettelijke beperkingen behoudens, zoals in de VS, een algemene voorzichtigheidsbeperking. Andere lidstaten hebben recent hun beleggingsrestricties versoepeld. In Frankrijk worden de verzekeraars sinds 1998 fiscaal aangemoedigd 50 % van hun portefeuille en aandelen te beleggen. In Italië en Spanje werden beperkingen voor specifieke fondsen versoepeld. In Zweden heeft de nieuwe regelgeving zelfs voor gevolg gehad dat de institutionele beleggers de belangrijkste leveranciers van durfkapitaal zijn geworden.³ Ook in België is sinds 1.1.1999 de regelgeving voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen versoepeld waardoor meteen voldaan is aan de nieuwe Europese regelgeving.

Hieronder wordt, in het licht van het voorgaande, vooral aandacht besteed aan de pensioenfondsen en de pensioenspaarfondsen. Sinds januari 1999⁴ zijn de beleggingsverplichtingen voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen versoepeld. De verplichting om 15 % aan te houden in Belgische staatsobligaties zijn vervallen, terwijl futures en opties voortaan worden toegestaan. Belangrijk is wel dat met de nieuwe reglementering een regel werd ingevoerd die haaks staat op de idee om meer te beleggen in niet-beursgenoteerde ondernemingen. De vroegere reglementering voorzag immers in de mogelijkheid voor de pensioenfondsen om tot 30 % te investeren in die niet genoteerde bedrijven, terwijl dit nu

1. Commission of the European Communities: “Financial services: building a framework for action”; COM(1998) 625 final; p.8.
2. European Commission: “Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to institutions for occupational retirement provision” COM(2000) 507; 11.10.2000.
3. Europese Commissie: “Vooruitgangsverslag over het actieplan voor risicokapitaal” 18.10.2000; o.c.; p.14.
4. KB 12.1.99 BS 20.3.99.

teruggebracht werd tot 10 %. Er moet wel aan toegevoegd worden dat de fondsen in de praktijk in 1998 en 1999, uit voorzichtigheid en ook bij gebrek aan de nodige expertise terzake, slechts 0,5 % belegden in die bedrijven, zodat als die 10 % moesten worden volgemaakt dit een sterke stimulans zou zijn.

Voor de pensioenspaarfondsen geldt de verplichting dat ze, zoals hierboven reeds gezegd, 30 % van hun beleggingen in Belgische aandelen moeten investeren. Die drempelrestrictie is niet in overeenstemming met de Europese vrije markt maar ook Frankrijk en Italië hadden die discriminatie. Als de ontwerp-richtlijn geratificeerd zal zijn, moet ook die drempel verdwijnen. Over de gevolgen voor de beurs heerst onzekerheid. Moesten de spaarfondsen hun beleggingen verkopen en verleggen naar het buitenland dan zou dat nefast zijn voor de Belgische waarden. Maar de spaarfondsen hebben zelf geen belang bij koersdalingen en vandaar dat men aanneemt dat de verschuiving geleidelijk via nieuwe participaties zal verlopen. Maar zelfs in die hypothese zou een extra stimulans voor de Belgische beurswaarden hoe dan ook wegvallen.

TABEL 16 - Prudential rules voor institutionele beleggers in België

1. Pensioenfondsen	
obligaties uitgegeven door staten, of bedrijven, van staten buiten zone A ^a	max. 10 % van de tot. reserve
niet-beursgenoteerde waarden	max. 10 %
deelname in collectieve investeringsinstellingen niet onderworpen aan de wetgeving van een lidstaat overeenkomstig richtlijn 85/611/EEG	max. 10 %
opties, futures en andere afgeleide producten die niet als dekking dienen	max. 5 %
aandelen van één uitschrijver en obligaties van één ontleners	max. 5 % per emittent
niet-gegarandeerde leningen	max. 5 % van totaal en max. 1 % per emittent
vastgoedcertificaten	max. 5 % per emittent
rechtstreekse investering in één vastgoed	max. 10 % per emittent
2. Verzekeringsmaatschappijen	
Voor de verzekeringsmaatschappijen gelden in het algemeen dezelfde regels als voor de pensioenfondsen.	
3. Banken	
aandelen in commercieel portefeuille van de bank	zonder limiet
aandelen in financiële of verzekeringsmaatschappijen	zonder limiet
aandelen van meer dan 10 % in één bedrijf	- max. 15 % van EV van bank per investering - max. 45 % van EV van bank voor totale investering
aandelen van minder dan 10 % in één bedrijf	zonder limiet maar totaal van aandelen en leningen niet groter dan 25 % van EV van bank
a. Zone A: EU-landen, Hongarije, IJsland, Noorwegen, Polen, Tsjechië, Turkije, Zwitserland, de vs, Canada, Mexico, Japan, Australië, N-Zeeland, Korea, S. Arabië.	

Het tweede Cardiff-rapport besluit hierover het volgende: “*Unnecessary regulatory restrictions for institutional investors should be lifted in order to support the accelerating rate of capital market integration. At the same time, transparency, supervisory and prudential regulations should be adopted to the new market realities along the lines proposed in the Action Plan for Financial Services.*”¹

1. Commission of the European Communities: “Economic reform: Report on the functioning of Community product and capital markets”; COM(2000)26 final; p11.

H. Fiscaliteit

Vanzelfsprekend is de fiscaliteit een belangrijk gegeven in dit hele beleggings- en investeringsgebeuren en beïnvloedt het de ontwikkeling van venture capital.

In alle lidstaten met uitzondering van Finland en Italië, bevoordelen de belastingssystemen de schuldfinanciering tegenover de risicofinanciering¹ omdat er een aftrekmogelijkheid is van interesten maar niet van dividenden.

Fiscale stimuli voor risicokapitaal kunnen aan de investeerder gegeven worden ofwel op het moment van de investering (front-end), ofwel op het moment van de realisatie van meerwaarde (bottom-end). In het eerste geval geniet iedereen van het voordeel terwijl in het tweede geval alleen de winnaars profiteren.² Hieronder zal blijken dat België beide systemen hanteert.

1. Meerwaarden (bottom-end gunstregime)

Gezien VCC's hun rendement via exit zoeken (zie hoger) is de hoogte van een eventuele meerwaardebelasting zeer belangrijk voor hen. België kent samen met Nederland het gunstigste regime omdat er een vrijwel onbeperkte vrijstelling van meerwaardebelasting bestaat. Engeland en Frankrijk kennen een veel restrictiever systeem, maar daar staat dan tegenover dat verliezen op kapitaal integraal mogen worden afgetrokken. In Nederland is dat laatste in mindere mate het geval en in België bestaat dat helemaal niet tenzij bij vereffening. Terwijl het eerste systeem (de vrijstelling van meerwaarden) interessant is voor onze VCC's, is het ontbreken van het tweede (de aftrek van verliezen) dan weer minder gunstig voor VCC's in ons land omdat de risico's op mislukking van early-stages vrij groot zijn.³ Toch moet opgemerkt worden dat aftrek van verliezen op kapitaal in België wél wordt toegestaan bij vereffening van de maatschappij waarin de VCC aandelen bezit.⁴ Voor een VCC die investeert in risicovolle projecten is die uitzondering op de regel van niet-aftrekbaarheid toch belangrijk.

In Duitsland is midden 2000 een grote fiscale hervorming doorgevoerd waardoor onder meer, vanaf 2002, meerwaarden volledig vrijgesteld zullen zijn (participaties waren in Duitsland illiquide vanwege een belasting van 40 à 50 % op meerwaarden. Dit stond ondermeer ook fusies en overnames in de weg). Ook in Engeland wordt sinds 1999 een geleidelijke vermindering van de meerwaardebelasting toegestaan voor activa die men minstens vijf jaar in bezit heeft.

-
1. Europese Commissie: "Vooruitgangsverslag over het actieplan voor risicokapitaal" 18.10.2000; o.c.; p.16.
 2. OECD: "Venture capital: supply vs demand"; o.c.; p. 26.
 3. Deze paragraaf is grotendeels ontleend aan: "Réformes économiques des marchés des produits, des services et des capitaux Rapport Belge destiné à l' UE" (Cardiff-Report); dec 1999; p. 35.
 4. Bij vereffening van de vennootschap waarvan een VCC of een andere maatschappij aandelen bezit, mogen de verliezen in gestort kapitaal (verschil tussen gestort en ontvangen bij verdeling) als beroepskosten afgetrokken worden. Recent kunnen ook verliezen die eerder afgeboekt werden via kapitaalsvermindering ook als gestort kapitaal worden beschouwd.

2. Fiscale stimuli voor investeringen in risicokapitaal (front-end gunstregime)

Het Verenigd Koninkrijk, Ierland, Oostenrijk, Frankrijk, Italië en Zweden verlenen belastingreducties om een bedrijf te starten of te ontwikkelen.¹ In het Verenigd Koninkrijk krijgen personen die investeren in early-stage-companies of die zulke investering indirect doen via een VC-investeringsfonds (in België via een Pricaf/Privak – zie hieronder), onder bepaalde voorwaarden belastingvoordelen. In Ierland krijgen particulieren die in nieuwe aandelen investeren vermindering en zij die een zaak wensen op te bouwen krijgen inkomstenbelasting terugbetaald.

Wat België betreft, vermeldt het pilootproject de wet-Cooreman-De Clercq, die in de jaren 80 een enorme stimulans was voor investeringen in risicokapitaal. De wet had een dubbel doel: enerzijds werden particulieren gestimuleerd om te investeren in aandelen door hun inkomen met dat bedrag te mogen verminderen, anderzijds kregen ondernemingen die hun kapitaal opvoerden een vermindering van vennootschapsbelasting voor uitgekeerde dividenden. Het gevolg hiervan was dat tussen 1982 en 1985 het aantal huishoudens dat investeerde in aandelen verdrievoudigde en dat in 1982 en 1983 25 768 bedrijven een kapitaalsverhoging doorvoerden. Dat systeem bestaat niet meer maar momenteel mogen personen die beleggen in levensverzekeringen en pensioenspaarfondsen een deel van die belegging aftrekken van hun inkomen. Waarin die fondsen dat kapitaal op hun beurt investeren, werd hiervoor reeds besproken. Een ongeveer gelijkaardig, maar wat strenger systeem voor het investeren in risicokapitaal, bestaat sinds 1998 in Frankrijk waar belastingverminderingen worden toegestaan voor nieuwe levensverzekeringscontracten als de maatschappij 50 % van haar activa in aandelen belegd.

3. PRIVAK/PRICAF (Private Equity Sicav/Bevek) (front-end gunstregime)

In Nederland krijgen particulieren die investeren in start-ups een belastingvoordeel. In ons land kan dat onrechtstreeks via belegging in een Privak/Pricaf. De Belgische regering creëerde in 1997 die speciale vorm van beleggingsfondsen die durfkapitaal willen stimuleren. De fondsen zijn beursgenoteerd en halen middelen op van particuliere beleggers die op die manier kunnen investeren in venture capital. Minstens 50 % van de middelen moet belegd worden in aandelen. De op grond van gerealiseerde meerwaarden uitgekeerde dividenden zijn vrijgesteld van roerende voorheffing. Tot nu toe is er maar één dergelijke onderneming genoteerd op de beurs: “Quest for Growth” met participaties in 40 genoteerde ondernemingen en 11 niet-genoteerde.

1. European Economy: “Risk capital...” o.c.; p. 16 en 31.

4. Immateriële investeringen (front-end gunstregime)

Voor startende en zeker voor hightech-bedrijven zijn belastingreducties op immateriële investeringen belangrijk. Volgens het pilootproject waren uitgaven voor immateriële investeringen in alle lidstaten volledig aftrekbaar, maar verschillen de afschrijvingspercentages en -termijnen. Alleen België, Ierland, Nederland en Portugal voorzien in speciale belastingvoordelen voor R&D. In België is dat tweevoudig. Enerzijds een eenvoudige investeringsaftrek van de winst van 13.5 % voor octrooien en voor activa ter bevordering van R&D, en anderzijds een vrijstelling in de winst per bijkomend voltijds aangeworven personeelslid voor wetenschappelijk onderzoek of voor de uitbouw van het technologisch potentieel van de onderneming. Als het extra aangeworven personeelslid de titel van doctor voert, heeft de onderneming recht op een extra aftrek.

In het algemeen vindt de Europese Commissie dat de lidstaten onvoldoende fiscale tegemoetkomingen geven voor R&D-uitgaven. Ze schrijft in haar 1998-Competitiveness Report: *“Many European tax systems have been deemed not to be conducive to company creation. For instance, a more favorable tax treatment of R&D expenditure is likely to favour high-tech start-ups and thus, demand of risk capital”*.¹ Gezien het bovenstaande kan dit niet op België slaan.

In sommige lidstaten bestaan belastingvoordelen voor nieuw opgerichte ondernemingen. In Engeland wordt vanaf 2000 een R&D-belastingkrediet ingevoerd van 150 % voor nieuwe bedrijven en KMO's. In België werden, van 1984 tot 1990, verschillende belastingvoordelen voor het creëren van nieuwe hightech-bedrijven toegekend, maar dat systeem werd afgeschaft.

5. Aandelenopties (stock options) (front-end gunstregime)

Een aandelenoptie is een recht om gedurende een bepaalde tijd een bepaald aantal aandelen te kopen tegen een bepaalde prijs en ze na een bepaalde tijd weer te verkopen. Het is een extra verloningsmiddel voor ondernemingen om gekwalificeerd personeel aan te trekken. Vooral voor jonge startende hightech-bedrijven, die nog geen zeer hoge lonen kunnen betalen, is het vaak het aangewezen middel om toch het beste stafpersoneel aan te trekken. Hun inspanningen zullen immers de meerwaarde van het bedrijf bepalen waarvan ze dan ook zelf kunnen profiteren. (In de VS werden veel stock-option-bezitters rijk en werden zelf business angels.) Met de recente terugval van de technologieaandelen op de beurzen is de attractiviteit van aandelenopties van nieuwe groeibedrijven echter afgenomen.

Sinds het pilootproject is de wetgeving omtrent aandelenopties in ons land gewijzigd.² Het probleem was dat dergelijke opties vroeger als loon werden beschouwd waardoor sociale afhoudingen verplicht waren. Sinds 1.1.1999 wordt het nog alleen als loon beschouwd als de uitoefen-optieprijs lager is dan de beurswaarde op het ogenblik dat de optie wordt aangeboden. Er worden dan sociale bijdragen betaald op het verschil. Tegelijkertijd is het heffingsmoment van de be-

1. European commission: “The competitiveness of European industry; 1998 report”; p. 35.

2. Wet van 26.3.99 (BS van 1.4.99).

lastig gewijzigd: nu is dat bij uitgifte en niet meer bij realisatie, waardoor werknemers nu belasting moeten betalen op een recht tot inkoop en dus voordat ze een inkomen uit die belegging halen. In de VS, Denemarken, Finland, Duitsland, Zweden, Ierland en Engeland worden stock options belast bij realisatie. De Europese Commissie noemt de wijziging van het Belgische systeem dan ook “rather controversial”¹ maar men is er in ons land van uitgegaan dat eens het personeelslid de optie heeft, het daarmee aanvangt wat het wil: hetzij zo vlug mogelijk verkopen hetzij bijhouden en speculeren op meerwaarde. De recente koersdalingen maken dit systeem natuurlijk minder interessant voor de ondernemingen als een element om personeel aan te trekken, omdat de werknemers nu weten dat de aandelen ook in waarde kunnen dalen.

De belastingvoet bedraagt maximaal 60 % progressieve voorheffing op de waarde van de optie. Die waarde bedraagt, als de waarde niet op de beurs genoteerd is, 15 % (vermeerderd met 1 % per jaar dat de optie voor meer dan 5 jaar wordt toegekend) van de waarde van het aandeel, of 7.5 % onder bepaalde voorwaarden. Er is natuurlijk geen belasting op de meerwaarde, wat enerzijds een bijkomend bottom-end voordeel is, enerzijds voor de beleggende werknemer en anderzijds voor de snelle groeiers onder de bedrijven omdat opties hun attractiviteit bevorderen om de meest geschikte technici aan te trekken.

I. Overheidsgaranties voor risicokapitaal

Alle lidstaten beschikken over garantiesystemen; ze hebben allemaal garantiemechanismen voor leningen maar slechts een aantal heeft dat voor risicokapitaal en enkelen geven zelfs een overheidsgarantie voor de risico's van VCC's. Overheidsgaranties voor risicokapitaal worden verstrekt om de investeerders aan te zetten tot het financieren van jonge ondernemingen wat met een groter risico gepaard gaat.

In Nederland werd in 1981 een 50 %-compensatiesysteem geïntroduceerd voor verliezen van VCC's op hun investeringen. Het leidde tot een zo sterke toename van VC dat het systeem in 1995 kon worden afgeschaft. Denemarken liet er zich door inspireren om in 1994 een gelijkaardige regeling in te voeren. Ook Finland en Oostenrijk kennen een gelijkaardig systeem. De vraag blijft onbeantwoord of dit garantiesysteem, dat toch administratieve lasten en kosten impliceert en een deel van het risico op de schouders van de overheid legt, nu beter is dan het systeem waarbij de overheid zelf een aantal VCC's controleert. In België wordt uit beide vaatjes getapt, vermits wij ook garanties bieden via de regionale regeringen. De federale overheid biedt geen garantie voor risicofinanciering maar de drie regionale regeringen doen dat wel. In Vlaanderen werd in 1999 een waarborgfonds opgericht dat de investeerder die participaties verwerft in groeiende KMO's beschermt tot een bedrag van 50 % van het definitieve verlies van het geïnvesteerde bedrag en dat voor een totaal bedrag van 20 miljoen Bef (met een minimum van 3 miljoen)². Het in 1999 in Wallonië opgerichte waarborgfonds verstrekt een waarborg voor risicokapitaal dat gebruikt wordt voor “transmission d'entreprises”.

1. European Economy: “Risk Capital, a key to job creation”; o.c.; p. 18.

2. Dit minimumbedrag wordt soms te hoog bevonden omdat ingeval van spin-offs dikwijls slechts begininvesteringen van 1.5 tot 2 mio Bef worden verricht.



Besluit

Er zijn natuurlijk meer indicatoren dan diegene die hierboven werden besproken die rechtstreeks of onrechtstreeks invloed hebben op innovatie-investeringen en hun financiering en op de creatie van nieuwe hightech-ondernemingen. Er zijn bijvoorbeeld de Europese steunmaatregelen, de reglementering omtrent brevetten, de universitaire spinn-offs¹ en innovatieclusters die zo belangrijk zijn voor de creatie van hightech-bedrijven (TBF's). Er zijn de administratieve verplichtingen met hun kostenplaatje om bedrijven op te richten, de faciliteiten van innovatie- en bedrijvent centra, de regelgeving omtrent insolventie en faillissementvoorkoming waaraan de Commissie nu blijkbaar een duidelijke prioriteit wil geven om ondernemers een tweede kans te geven enz. Ze vallen buiten het bestek van deze bijdrage.²

Uit deze actualisering blijkt dat er in Europa nogal wat verschillende situaties en reglementeringen bestaan die verband houden met de financiering van innovatieve investeringen door risicokapitaal, deels omdat er zoveel actoren en regelgevingen op het terrein actief zijn, gaande van VCC's, beurzen en pensioenfondsen tot de boekhoudkundige en fiscale reglementeringen.

De Europese Raad en de Europese Commissie lanceren op verschillende domeinen actieplannen die de achterstand op de Verenigde Staten moeten wegwerken en die tegelijk een stimulans moeten worden voor meer investeringen in risicokapitaal in het algemeen, maar vooral voor KMO's, starters en hightech-ondernemingen. In sommige gevallen worden daarvoor zelfs einddata vastgesteld. Het tweede rapport van de Commissie (mei 2000) omtrent de vooruitgang over financiële diensten, brengt in een bijlage een overzicht van wat er, alleen nog maar op dat terrein, moet gedaan worden. De lijst is indrukwekkend.³

Uit de actualisatie kunnen omwille van de diversiteit van de onderwerpen geen algemeen sluitende conclusies worden gehaald. Er kan alleen een synthese gemaakt worden van de punten waarin België het goed doet, al dan niet in vergelijking met de andere lidstaten, en punten waaraan nog een en ander kan verbeterd worden.

-
1. Wat de spinn-offs betreft kan vermeld worden dat als vervolg op het pilootproject een EU-benchmarking project over de "industry-science relation" werd gestart waaraan de drie gewesten deelnemen. De Belgische coördinatie berust bij de DWTC.
 2. Uit de Belgische bijdrage voor het eerste BEST-rapport is gebleken dat België en vooral Vlaanderen met zijn Commissie voor Preventief Bedrijfsbeleid, over een goede reglementering voor faillissement-voorkoming beschikken.
 3. Commission of the European Communities: "Report on Financial Services" COM(2000) 336 final.

Gunstige kenmerken of ontwikkelingen:

- We beschikken over voldoende business angels en business angels-netwerken.
- Er zijn ruimschoots voldoende Venture Capital Companies (VCC's).
- Een groot aantal van de VCC's is bereid te investeren in early-stages. Van de VCC's is 40% gecontroleerd door de overheid, wat early-stage-financing zeker in de hand heeft gewerkt.
- Voor investeringen in zaaigeld en early-stage bereiken we over 1998 en 1999 een eerste plaats in Europa.
- We beschikken over voldoende VCC's die gespecialiseerd zijn in investeringen voor hightech en ICT. Onze investeringen in hightech bedroegen in 1999 procentueel het dubbele van het Europese gemiddelde (na Ierland komen we op een tweede plaats).
- De meeste van de Belgische VCC's investeren eerder beperkte bedragen en zijn dus ingesteld op KMO-financiering.
- Inzake het totale geïnvesteerde venture capital (VC) bereiken we in verhouding tot het bbp in 1999, een vierde plaats in Europa. We toonden relatief meer dan de andere lidstaten, dat we op de trein van de wereldeconomie springen door relatief meer dan de anderen, in het buitenland in venture capital te investeren.
- De Belgische pensioenfondsen beleggen meer en meer in aandelen (in 1999 al 53 % van hun activa).
- België behoort tot de weinige landen zonder meerwaardebelasting.
- Particulieren hebben fiscale aftrekmogelijkheden voor beleggingen in pensioenspaarfondsen.
- België heeft met de zogenaamde Privak/Pricav een fiscaal gunstregime voor particuliere beleggers die willen investeren in VC.
- Er zijn speciale belastingvoordelen voor R&D-investeringen, wat in niet zoveel landen mogelijk is.
- We beschikken over een wetgeving die aandelenopties met een fiscaal gunstregime mogelijk maakt.
- De regionale regeringen hebben garantiesystemen gecreëerd voor risicokapitaal.

Minder gunstige kenmerken of ontwikkelingen

- De goede werking van de business angels-netwerken wordt juridisch gehinderd doordat hun informatieverbreiding beperkt moet blijven tot 50 leden omdat anders een prospectus is vereist.
- In management-buy-outinvesteringen halen we over 1998 en 1999 in vergelijking met de andere lidstaten een niet zo best resultaat.
- Hoewel er zoveel VCC's zijn die willen investeren in early-stages, zijn er slechts twee die gebruik maken van de financiële steun van de Europese Commissie, mits zij de verbintenis aangaan om binnen de 3 jaar 25 % van hun projecten te in early –stages investeren.
- De Belgische boekhoudingsnormen zijn gericht op de fiscale aangifte en bieden onvoldoende economisch inzicht om institutionele beleggers aan te trekken.
- De opgemaakte regels voor corporate governance zijn niet bindend en worden onvoldoende toegepast. De Minister van Financiën gaat evenwel een werkgroep oprichten om na te gaan of de wetgever initiatieven terzake moet nemen.
- Onze institutionele beleggers investeren, in vergelijking met andere lidstaten, zeer weinig in VCC's. De pensioenfondsen zelfs helemaal niet.
- De nieuwe regelgeving voor de beleggingen van pensioenfondsen verminderde de mogelijkheid om te beleggen in niet-genoteerde aandelen van 30 % tot 10 %, maar zelfs van die 10 % wordt geen gebruik gemaakt en in de praktijk wordt slechts 0,5 % daarin belegd.
- Er is geen aftrekmogelijkheid van verliezen op kapitaal.
- De aandelenopties worden door de nieuwe wet belast bij uitgifte in plaats van bij realisatie zoals dat vroeger was. De Europese Commissie noemt die wijziging "rather controversial".

Hoewel de afbouw door Europa van de verplichting voor de pensioenspaarfondsen om 30% te beleggen in Belgische aandelen opzich een goede zaak is omdat het vrije concurrentie mogelijk maakt, rust er toch onzekerheid op de gevolgen daarvan voor de Belgische beurswaarden. Moesten de spaarfondsen hun beleggingen verkopen en verleggen naar het buitenland dan zou dat nefast zijn voor de Belgische waarden. Maar de spaarfondsen hebben zelf geen belang bij koersdalingen en vandaar dat men aanneemt dat de verschuiving geleidelijk via nieuwe participaties zal verlopen. Maar zelfs in die hypothese zou een extra stimulant voor de Belgische beurswaarden hoe dan ook wegvallen.

België antwoordde eerlijkheidshalve, begin 1999, aan de Europese Commissie "... that there is no specific plan for Belgium as regards risk capital."¹ maar op het Ministerie van Financiën wordt momenteel toch, onder impuls van de EU, aan zo'n plan gewerkt.

1. European Economy: "Risk capital, a key to job creation"; o.c. p 41 "Belgian reply".



Bijlage 1: Lijst met de Belgische Venture Capital Companies

TABEL 17 - vcc's vermeld in EVCA of BVA

	Plaats	Diverse	Verzekering	Controle		Preferenties		Max. investerings bedrag (in 1000 E)
				Bank	Overheid	Stadia	Sectoren	
1. ABN Amro België	Brussel			x		geen, MBO	geen	5 000
2. Advent - Management	Zaventem			x		geen	geen	5 000
3. Bank Degroof	Brussel			x		MBO	-	5 000
4. BMI/SBI	Brussel				x	pre-ipo	geen	5 000
5. Capricorn Venture Partners	Leuven	privé				geen	high-tech	2 500
6. CD Technicom	Liège				x	geen	ICT	1 250
7. CVC-Capital Partners	Brussel	privé				MBO		-
8. Creafund	Roeselare	Businesss. Angel				geen	geen	400
9. E-capital	Brussel	privé	x	x		groei	high-tech	1 500
10. Euroventures	Zaventem	privé				geen	geen	3 500
11. Folio-investments Ltd	Brussel					geen	diverse	5 000
12. FLV-Fund	leper	genoteerd				early stage, MBO	Speech, IT	7 000
13. GIMB/SRIB	Brussel				x	geen, MBO	high-tech	2 500
14. GIMV	Antwerpen	genoteerd			x	geen	geen	125 000
15. GIMVINDUS	Niel				x	expansie, MBO	industrie	-
16. Guidant Europe	Zaventem					early	medical/health	-
PM: Halder Invest	Berchem	nu in GIMV				geen	geen	12 000
17. IBEL	Gent	Cobepa						-
18. Intec management	Brussel	privé				geen	high-tech	700
19. ISEP	Mechelen			x		geen	geen	5 000
20. IT-Partners	Zaventem	(Imec, GIMV, e.a.)				geen	IT	4 000
21. ITP-Management	Zaventem	privé				geen	CT, comp rel, electr	4 000
22. LEMCO BVBA	Affligem	x	x	x				-
23. LESSIUS	Brussel	Alpinvest				geen	geen	7 450
24. LRM	Hasselt				x	geen, MBO	geen	10 000
25. MOSANE	Brussel			x		geen, MBO	geen	7 000

TABEL 17 - VCC's vermeld in EVCA of BVA

	Plaats	Diverse	Verzekering	Controle		Preferenties		Max. investerings bedrag (in 1000 E)
				Bank	Overheid	Stadia	Sectoren	
26. MERFIN Cap. Group	Brussel	privé				geen, MBO	geen	3 000
27. ORESA Ventures	Waterloo	genoteerd (Oostblok gericht)				geen	consum./medisch.	10 000
28. Pantheon Ventures Ltd	Waterloo	privéfonds				geen	geen	60 000
29. PARNIB Belgium	Antwerpen			x		geen, MBO	geen	-
30. PUILAETCO	Brussel			x				-
31. Pythagoras	Antwerpen	privé				geen	computer related	3 000
32. QUADRA Invest	Brussel	Gemeentekre- dier	t	x		start-up	geen	250
33. Quest For Growth	Leuven	genoteerd (Capricorn, Quarts)				pre-ipo	high-tech	5 000
34. Sambrinvest	Gosselies				x	geen, MBO	bio, comp,milieu, automatie	1 250
35. Sofinim	Brussel	Ack. V. Haaren				geen early, MBO	diverse	-
36. Sopartec	Louvain la Neuve	fonds UCL				early	high-tech	1 000
37. Start-it	Liège			x	x	starters	high-tech	619
38. Synerfi	Brussel				Fortis	geen early, MBO	geen	2 500
39. Trust Cap. Partners	Kortrijk						geen	-
40. Pro-Seed capital		Trust Cap en Dexia Ventures				zaai		500
41. VIV	Gent				Fortis	geen, MBO	geen	8 000
42. VMH	Antwerpen					geen	geen	-

TABEL 18 - Diverse bronnen

	Plaats	Controle				Preferenties		Max investerings- bedrag (in 1 000 E)
		Diverse	Bank	Verz.	Overheid	Stadia	Sectoren	
1. ARKOS Invest								
2. AXE Investments	Antwerpen	groep Anacom					E-logistiek en E-training	2 500
3. BENEVENT MANAGEMENT								
4. BELUGA								
5. Belgacom Multimedia Ventures	Brussel	groep Belgacom			x	geen	ICT	24 800
6. BBL Invest	Brussel		x			pre-ipo	high-tech	3 700
7. Capital Venture Invest	Verviers							
8. F.CLOET								
9. Donck Heureux Partners (DHP)	Brussel						ICT	-
10. DEXIA VENTURES						early stage	high-tech	100
11. Emerge	Brussel					seed	E-commerce, grafische	250
12. INVESTCO	Brussel					geen	geen	7500
13. MITISKA								
14. Net Fund Europe CVA	Ternat	Mitiska/Sofina				geen	ICT	250
15. Nesbic Buy Out			Fortis			buy out		
16. Nesbic Investment Fund			Fortis					
17. Privast Capital Partners	Brussel			x		early stage	ICT	1 000
18. PROFINPAR	Brussel							
19. Rendex	Merksem			x				
20. Servi Fund								
21. Software Holding & finance								

TABEL 19 - Niet bij EVCA of BVA aangesloten moedermaatschappijen of gespecialiseerde dochters van door overheid gecontroleerde VCC's

		Preferenties	
		Stadia	Sectoren
1. Bruficom	GIMB/SRIB	early stage	Telecom en multimedia
2. Brustart	GIMB/SRIB	early stage	geen
3. Ecotech Finance	SRIW	geen	milieu
4. GIMV Czech Ventures	GIMV		
5. GIMV Czech and Slovak SME Fund	GIMV		
6. SRIW			
7. Technowal	SRIW	geen	high-tech(andere dan CD-Technicom)
8. Wallonie Telecommunications	SRIW	geen	ICT
9. SOWECSOM	SRIW	-	sociale

TABEL 20 - Universitaire VCC's

1. Baekeland - Fonds	UG
2. Eebic	ULB
3. Gemma Frisius	KUL
4. Spinventure	UL + Meuseinvest
5. Wendelen - Fonds	LUC
6. Antwerps innovatiecentrum	UA
7. IME	KUL
8. LMS (Leuven Measurement Systems)	KUL
9. LRD (Leuven R&D)	KUL
PM (reeds bij EVCA): SOPARTEC	UCL

TABEL 21 - Overheidsinvesten en gespecialiseerde filialen

	gespecialiseerd in starters	max. investeringsbedrag (1000 Euro)
1. Eurefi		744
2. Hocc invest		620
3. (Socarix)	x	620
4. (SDT/Soc. Hennuyère de dév. transfrontalier)		620
5. (FAIT / Fonds transfront.) aussi filiale de Sambreinvest et IBC		620
6. Invest Borinage et Centre (IBC)		1239
7. (IMBC)	x	620
8. Invest sud		2000
9. Meusinvest		
10. (FAIR)	x	186
11. Nivelinvest		1239
12. (SDO/Soc. dév. de l'Ouest du Brabant Wallon)		1239
13. (Start-up)	x	248
14. Ostbelgieninvest		372
PM: Sambreinvest (reeds vermeld bij EVCA)		
15. (Fonds de Cap. à risque)		620
16. (Fonds de Cap. d'amorçage)	x	124
17. SIBL (Soc. d'Inv. Bassin Liègeois)		1983
18. SIBS/Soc. d'inv. de la province de Namur		620
19. (Namur Invest)		620
20. (NADIR/Namur diversification et reconversion)		620
21. INVESTSUD		
22. Société d'investissement du Hainaut/CIDH		

De ondernemingen tussen haakjes zijn dochters van de erboven staande

TABEL 22 - Bussiness Angels Netwerken

1. BA Connect (ULB + Eebic)
2. BA Club Limburg (GOM- Limburg)
3. BAMS (BA Matching Services)
4. BIZZBEES
5. SOCRAN
6. Vlerick BAN
7. WABAN (Wallonia BAN)



Bijlage 2: Data verduidelijkingen

A. EVCA – data

EVCA-data worden bekomen via een enquête bij de “leaders in private equity and VCCS”, ongeacht hun lidmaatschap bij EVCA of nationale VC-groeperingen. Alle VCCS komen in aanmerking; er wordt dus geen representatief staal getrokken. Voor België zouden alle actieve VCC's de enquête beantwoord hebben.

Vanaf 1998 zijn de resultaten niet helemaal vergelijkbaar omdat sindsdien Price Waterhouse de gegevens inzamelt en een andere methodologie gebruikt.

B. Internet Specific (Venture economics)

“Internet Specific is a very narrow definition of companies that would not exist without the Internet and that would not fit in any other industry sector category. Internet-related describes companies that provide content, e-commerce, hardware or services to the Internet economy. Internet-related companies are found in all industry sectors.”

C. Sectoren (EVCA)

Communications

- Commercial communications (e.g. TV broadcasting)
- Telephone related
- Facsimile transmission
- Data communications
- Satellite microwave communications
- Mobile communications, papers and cellular radio
- Media houses

Computer related

- Computer systems
- Computer graphics related
- Specialised computer turnkey systems
- Optical scanning and other scanning related
- Peripherals
- Computer services (e.g. data processing)
- Software
- Voice synthesis/recognition

Other electronic related

- Electronic components (e.g. semiconductors)
- Batteries
- Power supplies
- Electronic related equipment (e.g. semiconductor fabrication equipment)
- Laser related
- Fibre optics
- Analytical and scientific instrumentation

Biotechnology

- Human medical diagnosis and therapeutics (e.g. DNA probes)
- Agricultural / animal biotechnology (e.g. plant diagnosis)
- Industrial biotechnology (e.g. biotechnologically derived chemicals)
- Biosensors
- Biotechnology related research and production equipment

Medical / health related

- Diagnostic products and services
- Therapeutic products and services
- Handicap aids
- Hospital management
- Health institutions



Bibliografie

- M. C. Adam, A. Farber: "Le financement de l'innovation technologique"
Presses univ. de France, 1994, 195 p.
- Beleidsnota 2000-2004 Vlaams Minister van Economie
- D. Boogmans: "Venture Capital: een analyse van het verschijnsel"; GIMV, 1988
- Budget Week; nr. 937; 18/10/99
- Centre de recherche PME et d'entrepreneuriat van de ULG; rapport over praktijk van BAN's in België; www.ulg.ac.be/crdocpme
- Commission of the EC: "Progress on financial Services" COM(2000)336 final
- Commission of the EC: "Progress on financial Services; second report" COM(2000)336 final; 30.5.2000
- Commission of the EC: "Economic reform: Report on the functioning of Community product and capital markets"; COM(2000)26 final
- Council of the EC: "Council recommendations of 19 June 2000 on the broad guidelines of the economic policies of the member states and the community" 9233/00 Ecofin 154
- K. Debackere, H. Vermeulen, B. Van Looy, E. Zimmerman: "Financiering van innovatie in Vlaanderen"; VTO(IWT) nr. 15
- Deutsche Bank: Making money; juli 1999
- EC-Commission: "Financial services: building a framework for action"; COM(1998)625 final
- EC-Commission: "Risk capital: a key to job creation, implementation of the action plan"; European Economy; 12-1999
- The Economist; 6.5.2000
- EU-Commission communication to the Council: "EU financial reporting strategy: the way forward"; COM(2000) 359 final
- European Commission: "Risk Capital: Implementation of the Action Plan"; European Economy, suppl A, no 12-1999

- European Commission: "Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to institutions for occupational retirement provision"; COM(2000) 507; 11.10.2000
- European Commission: "The competitiveness of European Industry; 1998 report"
- European corporate Governance Network; website: www.ecgn.ulb.ac.be
- Europese Commissie: "Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Parlement. Vooruitgangsverslag over het actieplan voor risicokapitaal" COM(2000)658, 18.10.2000
- Europese Commissie: "Vooruitgangsverslag over het actieplan voor risicokapitaal", 18.10.2000
- EVCA (European Venture Capital Association): "The economic impact of venture capital in Europe"
- EVCA: Yearbooks
- EVCA: "Legal and tax issues arising from cross-border dealings on EASDAQ", Special Paper, 1996
- EVCA: "IPOs in Europe: EASDAQ and other markets", Special Paper, 1998, 56 pag.
- EVCA: "Stock options", Special Paper, 1999, 34 pag.
- EVCA: "Taxation of corporate profits, dividends and capital gains in Europe", 1999, 22 pag.
- Grid Electronic Publishing Consultancy, Lentic, Univ. de Liège: "The Electronic Information Services Industry in Belgium 1997-1999; a survey and report for the European Commission and the Belgian Federal Office for Scientific and Cultural Affairs"; dec 1999
- KBC: "De opkomst van geïntegreerde financiële groepen"; Economisch Financiële Berichten; nr. 9; 7/5/1999
- A. Lamfalussy e.a.: "Initial report of the committee of wise men on the regulation of european securities markets", Brussels, 9.11.2000, 41 p.
- B. Leleux, B. Surlemont, H. Wacquier: "State vs private venture capital: cross-spawning or crowding out? A pan-European analysis"; Babson College, Ulg; 1999
- S. Manigart, W. Van Hyfte: "Financiering van innovatie in Vlaanderen; de venture capital-sector in internationaal perspectief"; IWT studies nr. 24; april 1999
- S. Manigart, W. Van Hyfte: "Post-investment evolution of Belgian venture capital backed companies: an empirical study" Babson College 1999; www.babson.edu/entrep/fer/papers99

- C. M. Mason, R. T. Harrison: "The rates of return from informal venture capital investments: some UK evidence" Babson College 1999; www.babson.edu/entrep/fer/papers99
- Ministerie van Economische Zaken Nederland: "The entrepreneurial society. More opportunities and fewer obstacles for entrepreneurship", Den Haag, feb.2000, 66 pag.
- OECD: "Revision of the high-technology sector and product classification" STI working papers 1997/2; OCDE/GD(97)216
- OECD: "Venture capital and innovation"; GD(96) 168
- OECD: "Venture capital: supply versus demand issues"; DSTI/ind(2000)1
- Réformes économiques des marchés des produits, des services et des capitaux Rapport Belge destiné à l'UE (Cardiff-Report); dec 1999
- A. Rickne: "New technology-based firms in the evolution of a technological field. The case of biomaterials" Babson College 1999; www.babson.edu/entrep/index.html
- B. Surlemont, H. Wacquier, F. Nlemvo: "Logiques des réseaux de business angels" ULG, Centre de recherche PME et d'entrepreneuriat, mai 2000
- Transfert & Innovation Technologiques, Vol 1/98
- B. Van den Cruyce: "De impact van innovatie op de groei van toegevoegde waarde en tewerkstelling"; Federaal Planbureau; working paper 9-1998
- A. Van Opstal: licentiaatverhandeling: Twee balansen voor Belgische ondernemingen: FET 25.8.99
- H. Van Sebreeck, Federaal Planbureau; Working Paper 7/99: "Benchmarking in a nutshell"
- VEV-snelbericht: "Ronde tafel venture capital"; 26.2.1998
- Vlaams Parlement: "Gedachtenwisseling met een delegatie van de GIMV en eventuele andere deskundigen over de ontwikkeling van de Europese markt voor risicodragend kapitaal en een toelichting bij de positie van de belangrijkste spelers" Zitting 1999-2000/10 mei 2000/stuk 289 nr. 1
- A. Zacharakis, P. D. Reynolds, W. D. Bygrave: "Global entrepreneurship Monitor. 1999 Executive report", Babson College; Kaufman Center's Web via Babson www.babson.edu/globalstudy.htm