



ITINERA INSTITUTE VERKIEZINGSREEKS 2014

2014-2019:

Naar nieuwe initiatieven voor
bedrijfsfinanciering in ons land

08 | 04 | 2014

IVAN VAN DE CLOOT
Chief Economist Itinera Institute



BEDRIJFSFINANCIERING

1. Bedrijfsinvesteringen vereisen financiering

Willen we onze welvaart veilig stellen, dan moeten bedrijven investeren in innovatie en hun personeel. Alleen op die manier kunnen we overeind blijven in de internationale markten. En dat is een voorwaarde om de pensioenen te betalen en alle zaken waar onze bevolking al gemakkelijk vanuit gaat dat het voor altijd verworven is. De crisis heeft een belangrijke impact gehad voor de bedrijven en hun financiering. De evolutie van het aantal oprichtingen en faillissementen van ondernemingen is zorgwekkend. We zullen in deze nota de problematiek van het financieren van de start en groei van de ondernemingen onder de loep nemen. Vergelijking met de buurlanden toont dat specifiek de industrie zwaar getroffen werd. Uiteraard heeft de crisis niet alleen huisgehouden in België. De kapitaalvorming heeft in heel de Eurozone een zware klap gehad en vertoont nog niet een duidelijk herstel. De totale kredietverlening in ons land kent hoewel een lage, toch nog steeds een positieve groei. Dat dit samen gaat met een belangrijke balansafbouw in de banksector heeft te maken met de heroriëntatie van de buitenlandse naar de binnenlandse markt. De focus op het fenomeen van kredietrantsoenering leert ons twee zaken. Ten eerste dat de rentestand op zich niet het juiste criterium is als we spreken over kredietrantsoenering. Ten tweede dat we oog moeten hebben voor segmenten waarvan we weten dat ze een verschillend verloop kunnen kennen. Ondertussen leren de enquêtes van onder meer het Studiecentrum voor Financiering van de KMO dat vooral kleine ondernemingen het heel moeilijk hebben om nog bancair krediet te verkrijgen. Dat is extra pijnlijk omdat net zij nog steeds een heel grote afhankelijkheid kennen van de banken.

1.1. Nood aan lange termijnperspectief

De waan van de korte termijn speelt de moderne economie parten. Nochtans willen gezinnen duidelijk zekerheid dat met hun pensioenbijdragen ook later effectief pensioenen uitbetaald zullen worden. Ook vermogensbeheerders willen vooral werken in het fundamentele belang van de klant. Toch stellen sommigen onder hen dat ze onder druk staan van korte termijn verwachtingen op de financiële markten. Dat de gemiddelde bewaarduur van een aandeel in een portefeuille vaak lager ligt dan 1 jaar is een teken aan de wand. Belangrijke discussies zijn bijvoorbeeld ook de excessieve frequente rapporteringsdwang. De agenda inzake deugdelijk bestuur en meer specifieke thema's als verloningsstructuur die een langetermijnoniëntatie kent, is één die hierbij ook een belangrijke rol te spelen heeft.

Het is belangrijk dat principes als rentmeesterschap en fiduciaire plicht centraal gesteld worden. Dit betekent onder meer dat de te dominante rol van trading en transactionele cultuur tegengegaan moet worden. Financiële intermediatie die enkel focust op de korte termijn heeft geen enkele toegevoegde waarde. Dit vergt uiteraard evengoed een financiële opvoeding van alle betrokkenen, inclusief de klanten. Er blijven grote maatschappelijk baten verbonden aan vormen van ondernemingsparticipatie wat onder meer via participatie van werknemers in de aandelen van een bedrijf kan gebeuren. Hiertoe is echter een passende wettelijke omkadering vereist die nog steeds niet op punt staat in ons land (Van Put, 2007).

Heel wat studies komen tot de conclusie dat belastingregimes een belangrijke rol spelen bij de kapitaalstructuur van ondernemingen (Fan, 2010). Nogal wat landen bevoordelen in feite het aangaan van schuldfinanciering tegenover eigen vermogen (Rajan en Zingales, 1995). Met name in landen waar bedrijven belast worden op de winst en individuen op hun persoonlijk inkomen is het vaak voordeliger voor zowel firma's als investeerders om zich meer met schuld dan met eigen vermogen te financieren.

Ook het juridisch bestel speelt een belangrijke rol (Bancel and Mittoo, 2004). Landen met een traditie van gemeenrecht van Engelse oorsprong worden eerder gekenmerkt door meer eigen vermogen. Landen van civiel recht met Latijnse wortels eerder door schuldfinanciering. Een betere afdwinging van de wet hangt samen met een hoger eigen vermogen (De Jong et al. (2008); Giannetti, 2003). In landen waar het faillissementsregime extra voorrechten toekent aan schuldeisers is de schuldratio ook hoger. In landen waar het voortzetten van de activiteit centraler staat hierbij kennen een typisch lagere schuldratio. Ook een genereus stelsel van depositogarantie correleert positief met schuldfinanciering. Giannetti (2003) stelt een positieve correlatie vast tussen schuldfinanciering en de omvang van de obligatiemarkt en eerder een negatieve correlatie met de omvang van de beurs.

1.2. Belang van diversiteit aan financieringsbronnen

Het is ook essentieel te beseffen dat er grote verschillen zijn tussen bedrijven. Zo zijn er tot 40% micro en jonge bedrijven die helemaal geen schulden dragen. Sowieso hangt dit ook samen met de aantrekkelijkheid van de kredietvoorwaarden. Er is dus voor veel firma's ook eerder een opportuniteitskwestie eerder dan pure noodzaak om voor schuldfinanciering te gaan. Onderzoek van de ECB (2013) toont aan dat de variatie op het vlak van schuldratio's groter is tussen sectoren dan in de tijd. Deze analyse door de centrale bank wijst als belangrijkste van de verklarende factoren zelfs op het tarief van de vennootschapsbelasting wat meer doorweegt dan andere factoren zoals de ontwikkeling van de beurs, eigendomsrechtenbescherming, faillissementsprocedures.

Er is dus zeker een noodzaak om naast bankfinanciering alternatieve financieringsbronnen te ondersteunen. Anderzijds is het belangrijk dat maatregelen genomen worden om de financiering van KMO's bij de banken te bewaken. We weten dat met name kleinere ondernemingen kwetsbaarder zijn voor kredietrantsoenering dan grotere ondernemingen. Er zijn zaken die banken kunnen doen om dit te veranderen. Met name is het belangrijk relatiebankieren te ondersteunen en te zorgen dat er voldoende bij de banken geïnvesteerd wordt in het onderhouden van persoonlijke contacten met de KMO's. Onderzoek in meerdere Europese landen toont aan dat onvoldoende kennis en vertrouwdheid met de kleinere bedrijfsklanten aanleiding geeft tot onaangepaste kredietverlening. Korte termijnfinanciering van KMO's kan evengoed een probleem zijn als banken er tegenop zien om vaste kosten op te lopen voor beperkte bedragen met een korte looptijd. Uiteraard kunnen de informatieproblemen ook veroorzaakt worden door een houding van bedrijfsleiders om terughoudend te zijn bij de informatieverstrekking en de wens tot controle en een kleine schaal te behouden.

De overheid legt ook regelmatig eisen op aan bedrijven die voor KMO's moeilijk om dragen vallen door hun beperktere schaal. Die eisen vertrekken van goedbedoelde initiatieven op het vlak van consumentenbescherming of het behartigen van de belangen van werknemers en investeerders maar erover waken dat dergelijke maatregelen niet belemmerend worden voor de ontwikkeling van KMO's is een must. Een belangrijke onderwerp is of kleinere ondernemingen wel voldoende kansen gegeven worden om door te starten na een moeilijke periode. Het opsporen van de obstakels die een tweede kans mogelijk maken voor een KMO is dan ook een belangrijke aanbeveling. Ook op het vlak van kredietverzekering zijn er barrières die voor KMO's hoger lijken te liggen.

Voor de banken is het ook belangrijk dat de hervormingen op het vlak van de Europese Bankenunie zo snel mogelijk duidelijk worden zodat de sector zich daar aan kan conformeren.

1.3. Nood aan ondernemerschap

Het creëren van duurzame economische groei voor een mature economie zoals de Belgische vereist innovatie. Een goed onderwijssysteem, investeringen in levenslang leren, ruime budgetten voor R&D en innovatie, een moderne infrastructuur (breedband, HST-netwerken, rekeningrijden, *smart grids*), competitieve markten voor goederen en diensten, een stimulerende in plaats van een ontmoedigende fiscaliteit, ... het zijn enkele evidente bouwstenen voor een *groeiklimaat*. En deze bouwstenen gebruiken we best in een relatief stabiele macro-economische omgeving.

Investeren in mensen, kennis, technologie, infrastructuur en instituties die voldoende economisch vertrouwen afdwingen is al veel maar niet voldoende. Wie gaat er immers die kennis en technologie omzetten naar producten en diensten die ten goede komen aan de mens? We komen dan ook uit bij de uitdaging van een aantrekkelijk investeringsklimaat waar het ondernemerschap en het nemen van risico's gestimuleerd wordt in plaats van afgeremd.

Uiteraard kan de maatschappij via regelgeving een rol spelen bij het omkaderen van de organisatie van onze bedrijven, de samenstelling van de raden van bestuur en de wijze waarop leidinggevend worden beloond. Finaal moeten de beslissingen ter zake wel genomen worden door de risicodragers, dus de aandeelhouders en ondergeschikt, het management.

Het spreiden van het economisch risico over de burgers moet aangemoedigd worden terwijl het vaak feitelijk bestraft wordt. Met name inzake beursnotering van bedrijven moet hier gewaakt worden voor het nastreven naar het juiste evenwicht.

2. Diagnose en prioriteiten: promoveer risicokapitaal in de financieringshiërarchie!

Willen we voorspoed alle kansen geven, dan is het essentieel dat het opstarten van nieuwe projecten en innovatie financiering vinden. De analyse van de financieringsbronnen van onze bedrijven toont het belang van interne financiering en het grote gewicht van eigen vermogen in België. Sinds de crisis is er een duidelijke tendens bij de ondernemingen tot kapitaalsverhoging of aangaan van niet-bancaire schulden eerder dan bancaire financiering.

Wat zeker aandacht vraagt is de link tussen de financieringsproblematiek en de ontwikkelingsfase van de onderneming. Ten eerste al omdat externe financiers gebruikelijk beroep doen op boekhoudkundige informatie om een bedrijf te evalueren wat specifiek moeilijk is voor erg jonge ondernemingen met per definitie weinige boekhoudkundige historiek. Bij startende ondernemingen bepaalt het innovatief project ook ineens de overlevingskans van het bedrijf terwijl bij meer gevestigde bedrijven er typische andere projecten lopen die deze eventualiteit kunnen compenseren. Een jong bedrijf dat nog niet ver staat met de commercialisering van zijn product zal ook minder interne financiering genereren.

Typisch financieren mature bedrijven hun innovatieprojecten veel meer met interne middelen (tot 85%). Een optie is voor kleine start-ups om samenwerkingsverbanden te overwegen met grote groepen of internationale productnetwerken om hun project te financieren. Uiteraard een samenwerking juridisch in overeenstemming te brengen met de graad van autonomie en controle die ze willen behouden.

Gezien bovenstaande elementen is het extreem belangrijk dat er voldoende risicokapitaal ter beschikking is voor jonge innovatieve bedrijven. Hiervoor is een tijdshorizon van meer dan 8 jaar vaak een vereiste. Een reële duurzame meerwaarde boeken bij het recupereren van kapitaal is dan ook weggelegd voor hen die de korte termijnwaan overstijgen. Jonge bedrijven verklaren dat ze evengoed naast de middelen ook de adviezen van risicokapitaalverschaffers waarderen. (Lerner, 1995).

Bij innovatieve bedrijven moet het cruciale onderscheid in het achterhoofd gehouden worden tussen radicale en marginale innovatie.

Als we de discussie over de financiering van bedrijven zinvol willen voeren, is het belangrijk het fenomeen van kredietrantsoenering te kaderen. Te vaak focust men bijvoorbeeld vandaag op de lage rente om te stellen dat er toch onmogelijk een financieringsprobleem kan zijn in dergelijke omstandigheden. Dit doet tekort aan decennialang economisch onderzoek omtrent asymmetrische informatie en zijn gevolgen. In onze economische leerboeken wordt nochtans aangetoond dat met perfecte informatie banken en andere intermediaatiediensten geen bestaansredenen hebben.

Het inschatten van risico en rendement van projecten zal in essentie steeds een onvolkomen proces blijven. De intrestvoet is in die zin een screeninginstrument naast vele andere. Hogere rentevoeten kunnen bedrijven aanzetten tot het overwegen van risicovollere projecten met een kleinere kans op succes maar een grotere opbrengst indien succesvol. Dit betekent echter dat een kredietverlener vanaf een bepaalde drempel afhaakt omdat hij gelooft dat het rendement niet meer opweegt tegenover het risico.

De marktrente kan dus laag zijn maar anderzijds een vorm van kredietrantsoenering vertonen. Omwille van het risico worden sommige projecten uitgesloten zelfs indien ze hogere rendementen beloven. Naast de rentevoet als prijs is dus tevens het volume aan krediet een cruciale determinant van investeringen.

Er zijn verscheidene redenen waarom kredietrantsoenering voor KMO's hardere gevolgen heeft dan voor grote ondernemingen.

1. De grotere variantie van winstgevendheid en groei bij KMO's en hun kleinere overlevingskans (Storey, 1995)
2. De intense samenhang tussen de evolutie van het bedrijf en de bedrijfsleider.
3. De ontwikkeling van KMO's is minder te situeren tegenover ontwikkelingen op de financiële markten.
4. De ondernemer van een KMO heeft vaak een grotere controle over de informatie die hij aan de buitenwereld ter beschikking stelt. (De nauwe band tussen ondernemer en bedrijf kan een intrinsiek hoger risico opleveren voor de principal-agentproblematiek)
5. Voor de kredietverschaffer is het ook moeilijker om in te schatten in welke mate de ondernemer geschikt is, maar ook om zelf de onderneming te begrijpen

KMO's vinden gemakkelijker aansluiting met middelen uit informele bronnen, bijvoorbeeld leningen van familie en vrienden (quasi-eigen vermogen). Dit kan niet zelden ook aan betere voorwaarden dan beschikbaar op de markt. Voor KMO's is handelskrediet vaak belangrijker dan voor grote ondernemingen.

In de periode tussen 2000 en 2011 haalden de Belgische grote ondernemingen voor 152 miljard euro kapitaal op tegenover 167,5 miljard schulden waarvan 54,7 miljard bij de banken. Bij de KMO's betrof het 20 miljard euro kapitaal tegen 20,2 miljard vreemd vermogen waarvan 11 miljard bij de

banken zoals blijkt uit onderstaande tabellen. Dit bevestigt het beeld dat KMO's afhankelijker zijn van de banken (54% van het nieuw vreemd vermogen) dan grote ondernemingen (32% van het nieuw vreemd vermogen) over deze periode. Opvallend is dat het gewicht van kapitaalsverhogingen als aandeel van de financieringsbronnen opliep over de periode. Voor de KMO's tekenden kapitaalsverhogingen in 2011 al voor 56% op van de nieuwe middelen (tegenover 50% gemiddeld tussen 2000 en 2011) en ook voor grote ondernemingen (tegenover 47% gemiddeld). Mogelijk heeft de notionele investeringsaftrek hierbij een rol gespeeld gezien de verandering sinds 2006.

Verloop externe financieringsbronnen van grote ondernemingen (% totaal en totaal in miljard euro)

GO	kapitaal en uitgiftepremies	vreemd vermogen	waarvan banken	totaal
2000	50%	50%	8%	38,8
2001	60%	40%	13%	20,7
2002	40%	60%	-5%	28,6
2003	47%	53%	70%	31
2004	26%	74%	33%	23,9
2005	66%	34%	64%	9,2
2006	66%	34%	33%	29,2
2007	28%	72%	8%	37,8
2008	45%	55%	30%	42,1
2009	7	-8,5	-11,9	-1,5
2010	35%	65%	-3%	35,5
2011	56%	44%	7%	24,2
2000-2011	48%	52%	17%	319,5

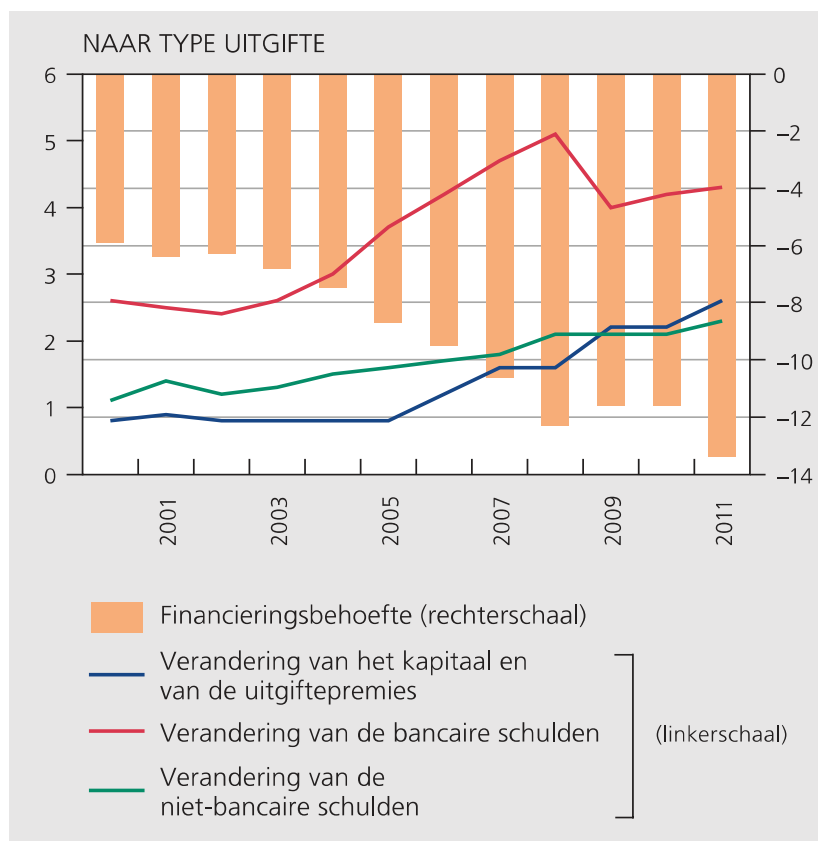
Verloop van de externe financieringsbronnen van de KMO's (miljard euro)

KMO	kapitaal en uitgiftepremies	vreemd vermogen	waarvan banken	totaal
2000	45%	55%	27%	2,2
2001	50%	50%	23%	2,2
2002	64%	36%	14%	1,4
2003	60%	40%	13%	1,5
2004	45%	55%	20%	2
2005	33%	67%	33%	3,3
2006	36%	64%	44%	3,6
2007	42%	58%	42%	4,5
2008	52%	48%	32%	6,5
2009	59%	41%	17%	4,1
2010	59%	41%	20%	4,1
2011	56%	44%	19%	4,8
2000-2011	50%	50%	27%	40,2

Onderstaande grafiek toont dat voor de groep KMO's met een financieringsbehoefte, de kapitaalsverandering sinds 2009 sterk begint toe te nemen tegenover de financiering via bancaire schulden. Dit wordt wellicht niet alleen beïnvloed door de invoering van de notionele intrestaf trek maar ook door de op de kredietmarkt geldende voorwaarden. Tussen 2008 en 2011 verleenden de banken voor 6,6 miljard euro kredieten tegen 31 miljard euro voor de periode tussen 2004 en 2007.

Er is sinds de crisis een duidelijke tendens dat de ondernemingen eerder besluiten tot een kapitaalsverhoging of het aangaan van niet-bancaire schulden dan bij de banken aankloppen.

Financieringsbronnen van de KMO'S met een financieringsbehoefte



Bron: Devillé, 2013

3. Voorstel 1: duidelijk promoten van risicokapitaal

1. *Het fundament van alles is een voldoende aantrekkelijk ondernemersklimaat*
2. *Specifieke aandacht is nodig voor investeringen in hoog technologische bedrijven.*
3. *Bescherming van intellectuele eigendom is extreem belangrijk. Op het vlak van inbreuken bestaat er een andere cultuur in verschillende rechtstaten.*
4. *Niet alleen aandacht voor alle financieringsinstrumenten maar ook de coherentie van de verschillende initiatieven bewaken*
5. *Evenwichtige verhoudingen private-publieke sector alsook naleven van de overige geboden voor goed industrieel beleid*
6. *KMO's moeten begeleiding kunnen krijgen om vooral "investment ready" te worden, ook voor venture capital en private equity.*
7. *Samenwerkingsverbanden overwegen met grote groepen of internationale productnetwerken voor financiering specifiek project.*

Jonge ondernemers hebben een grote nood aan kapitaalverschaffers als zowat de enige optie om erg innovatieve projecten in een vroege fase te financieren. Europa heeft een traditioneel bankgedomineerd model maar evolueert omwille van de recente crisis wellicht noodgedwongen meer naar een heterogener financieel model. Recent onderzoek suggereert dat een bancaire model ook wel eens een veel beperktere rol toestaat voor risicokapitaal. Eerder dan complementair zouden bancaire financiering en venture kapitaal/private equity substituten zijn eerder dan complementen. Dit betekent dus ook dat als banken noodgedwongen een stap terug zetten, dit extra belang geeft aan de beschikbaarheid van risicokapitaal.

Schröder (2013) argumenteert in navolging van Black&Gilson (1997) heel sterk dat dit ook echt het geval zou zijn. In elk geval dienen alle verantwoordelijken in de private als de publieke sector hierin ook hun verantwoordelijkheid op te nemen om dergelijke cultuur van risicokapitaalverschaffing zeker in de huidige context verder tot stand te brengen.

Het verschaffen van risicokapitaal heeft als eigenschap enorm cyclisch te zijn wat ook bevestigd werd in de recente crisis. Uiteraard spelen hier zoals steeds zowel vraag –als aanbodelementen een rol. Wel is de omvang van bijvoorbeeld de venture capital industrie in de Verenigde Staten tweemaal zo groot als in Europa. Gezien de ontwikkelingen hierboven geschetst is het dan ook belangrijk dat de Europese leiders hun schouders zetten onder de aanbevelingen van de "Expert group on the Cross-border matching of innovative firms with suitable investors" om hier een Europese inhaalbeweging te maken.

KMO's actief op het vlak van radicale innovatie maken een kleine groep uit maar hebben het potentieel om disproportioneel hoge baten te genereren en het technologisch niveau van de economie te stuwen.

Venture capital investments							
% of GDP							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Belgium	0,056	0,054	0,054	0,026	0,031	0,03	
Bulgaria	0	0,032	0,018	0,009	0,001	0	
Czech Republic	0,002	0,003	0,001	0,008	0,005	0	
Denmark	0,094	0,076	0,053	0,06	0,069	0,072	
Germany	0,036	0,041	0,03	0,03	0,03	0,021	
Ireland	0,035	0,026	0,028	0,018	0,026	0,044	
Greece	0	0,002	0,006	0,002	0,004	0	
Spain	0,035	0,046	0,013	0,01	0,012	0,009	
France	0,051	0,059	0,049	0,044	0,036	0,032	
Italy	0,008	0,004	0,004	0,004	0,003	0,004	
Luxembourg	0,103	0,19	0,135	0,11	0,258	0,118	
Hungary	0,006	0,01	0,001	0,019	0,031	0,067	
Netherlands	0,054	0,041	0,03	0,028	0,031	0,027	
Austria	0,014	0,011	0,013	0,01	0,008	0,008	
Poland	0,006	0,016	0,001	0,002	0,007	0,002	
Portugal	0,081	0,054	0,025	0,038	0,008	0,01	
Finland	0,073	0,062	0,05	0,055	0,041	0,041	
Sweden	0,125	0,104	0,075	0,07	0,061	0,053	
United Kingdom	0,08	0,098	0,056	0,047	0,048	0,038	
Norway	0,133	0,139	0,09	0,055	0,055	0,025	
Switzerland	0,099	0,059	0,049	0,051	0,035	0,03	

Bron: Eurostat

Vaak heeft men het inderdaad over venture kapitaal maar ook hybride financieringsproducten zijn mogelijk, net zoals mezzaninekapitaal. Venture capital funds investeren gemiddeld 400.000 euro in de initiële (seed) fase tegen 1 miljoen euro in de start-upfase. In de zone onder deze bedragen bestaat er een belangrijke lacune. In de eerste fase kan het lot van de KMO erg verschillen afhankelijk van de toegang tot een gepast netwerk van vaak informele financieringsbronnen. In de expansiefase zijn er typisch meer mogelijkheden zoals bankleningen, activa-gerelateerde financiering en overheidsprogramma's.

Vereist zijn investeerders die in staat zijn een portefeuille van verschillende ondernemingen te financieren in de wetenschap dat sommigen slechts zullen slagen maar het ongeweten is welke. Men spreekt over business angels, venture kapitaalverschaffers en growth equity markten. Welke ook de terminologie, er is ook een grote heterogeniteit op het vlak van louter financiële ondersteuning versus advies en coaching.

Naast financieringsbronnen zijn belangrijke determinanten de aanwezigheid en aansluiting van kennisinstellingen met bedrijven, het ondernemersklimaat, de belasting –en reguleringcontext, de infrastructuur (ook op het vlak van juridische, boekhoudkundige, financiële ondersteuning), de afzetmarkt en agglomeratie-effecten door de nabijheid van partnerondernemingen.

Situering risicokapitaal in de financieringsladder voor innovatieve KMO's:

START-UP

Familie & vrienden
 "Type ii" individuele investeerders
 Academische & professionele collega's
 Overheids- & universiteitsbeurzen
 Business angels
 Durfkapitaal
 Schenkingen en stichtingen

Sterk wettelijk kader
 afdwingbaarheid contracten
 efficiënt faillissement regime
 Ondersteunende locaties
 wetenschappelijke centra
 Aantrekkelijke belastingsomgeving
 Business angel netwerken

UITBREIDING

Business angels
 Durfkapitaal / Private equity /
 Mezzanine-financiering
 Pensioenfondsen
 Schenkingen en stichtingen
 Buitenlands durfkapitaal
 Corporate venturing
 Overheid

Institutioneel spaargeld
 voldoende volume
 flexibele regulering
 Wettelijk kader
 Transparantie belastingen

BEËINDIGING

IPO
 institutionele investeerders
 Retail investeerders
 Handelsverkoop
 strategische investeerders (M&A)
 privaat eigen vermogen

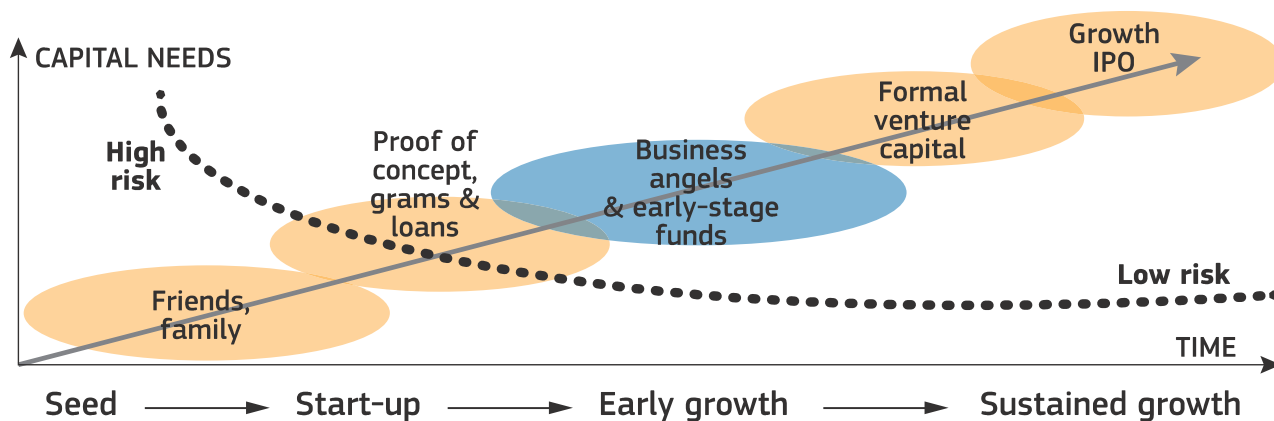
"Growth exchanges"
 Omgeving voor M&A

PUBLIEKE NOTERING

Institutionele investeerders
 Retail investeerders

Wettelijk en reguleringskader voor
 investeringen

Graph 1: The funding ladder and ecosystem:



Door de lage rendementen op alternatieve investeringen zijn meer private investeerders geïnteresseerd in het “business angel”-fenomeen. In dit segment is de achterstand in Europa nog veel groter met een Amerikaanse markt die vijf keer de Europese omvang kent. Het is belangrijk dat initiatieven genomen worden om deze markt vlot te trekken. De bovenvermelde expertgroep raadt de Europese Commissie aan om een faciliteit te creëren van 250 miljoen euro om op te treden als mede-investeerder met ervaren syndicaten om best practices naar boven te brengen. Het gaat echter niet alleen over het aanbod van venture capital en private equity stimuleren. Veel discussie gaat vandaag naar het belang dat KMO's leren goede kredietdossiers in te brengen bij banken maar naast weten hoe een project “bankable” gemaakt kan worden, moeten KMO's ook begeleiding kunnen krijgen om vooral “investment ready” te worden.

Belang van Venture Capital (VC)

Voor een land met de ambitie om een kenniseconomie te zijn, is de Venture Capital-literatuur een must-read. Jonge bedrijven zijn meer financieel beperkt omdat ze geen vroegere winsten kunnen gebruiken om hun O&O-projecten te financieren. Dit is niet alleen consistent met de asymmetrische informatietheorie maar wordt ook ruim empirisch bevestigd (Moore, 1994, Petersen en Rajan, 1995, Berger en Udell, 2002, Carpenter en Petersen, 2002, Czarnitski, 2006).

VC zorgt voor de nodige performantiedruk op innovatieve bedrijven wat zich ook toont in het sneller vervangen van het management bij disfuncties (Hellman en Puri, 2000). VC investeren dus niet alleen geld maar ook tijd om bij te sturen bij elke kapitaalschijf voor een nieuwe ontwikkelingsfase (Davilla, 2003).

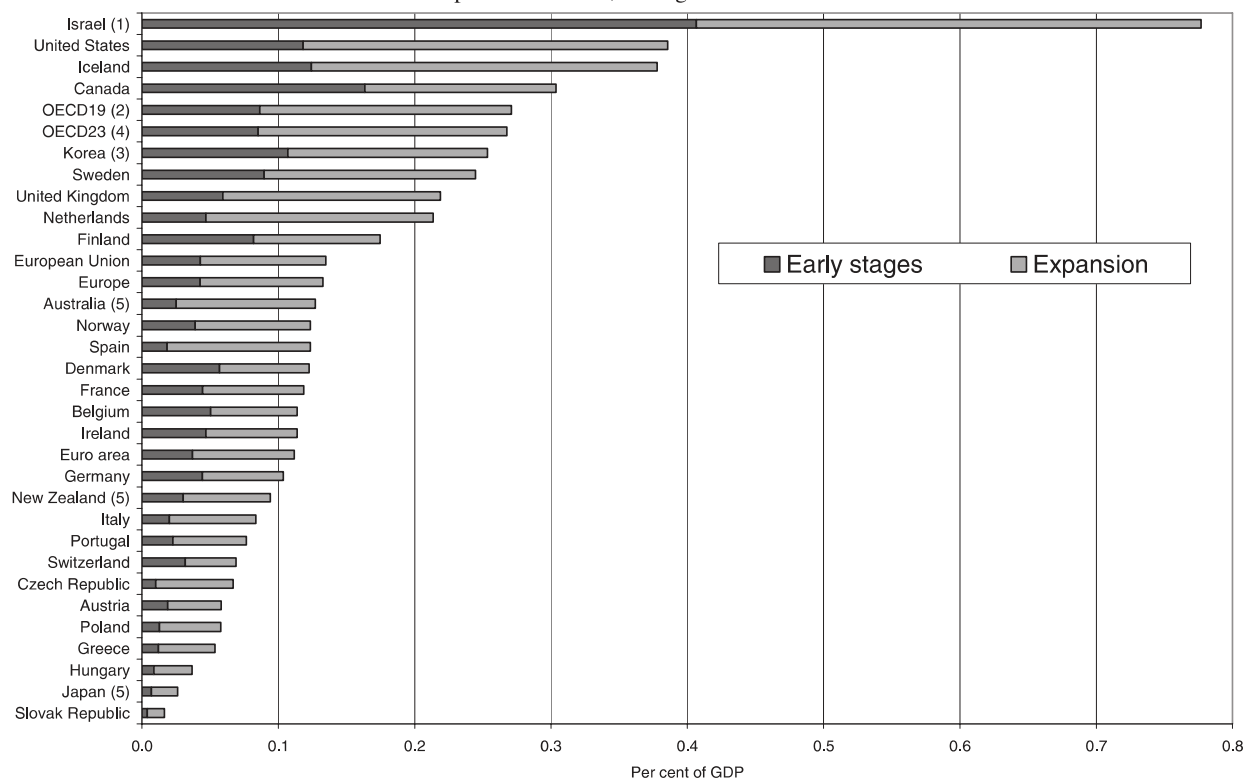
VC is ook erg gespecialiseerd waarbij slechts een erg beperkt aandeel van alle projecten effectief geselecteerd wordt. Het is net die selectiviteit die ook zorgt voor grote efficiëntie die zich bv. vertaalt in patenten. Popov en Rosenboom (2009) concluderen dat één euro private equity bijna drie keer meer effectief is voor innovatie dan typische industriële O&O uitgaven.

De diepgaande screening vooraleer te investeren betekent ook vaak dat het product finaal sneller op de markt komt met een kortere doorlooptijd als gevolg. Een van de redenen waarom kredietfinanciering minder geschikt is voor innovatieprojecten is dat banken slechts een vaste rentebetaling kunnen verwachten en dus niet delen in de hoge rendementen in het geval van een succesvol traject. Indien het probleem van onzekerheid over de succesratio beantwoord wordt door een hogere rente dan zullen net die ontleners zich terugtrekken die weten dat ze zelf minder risicovol zijn. Traditioneel lossen banken dit op door het opbouwen van een lange termijnrelatie met bedrijven maar dit lost niet het probleem op van innovatiestarters.

Audretsch en Lehmann (2004) tonen aan dat jonge high-techbedrijven die zich niet via het bankmodel moeten financieren beter presteren.

Op dit moment maakt venture capital geen dominant deel uit van de financieringsbronnen voor zeer kleine hoogtechnologische ondernemingen maar het speelt tijdens de startfase vaak wel een significante rol. Over het algemeen start zo'n innovierend bedrijf met eigen middelen om vervolgens overheidssubsidies of een bankkrediet te ontvangen. Wanneer de reputatie van het bedrijf groeit komen venture capitalists en business angels aan bod. (Rigo, 2001)

Figure 3.1. Venture capital investments by stages
In percent of GDP, averages 2000–2003



Notes: (1) 2000–2002; (2) Europe, Canada and United States; (3) 1998–2001; (4) Europe, Czech Republic, Hungary, Poland, Slovak Republic, Canada, and United States; (5) 1998–2001.

Source: OECD, based on data from EVCA (Europe); NVCA (United States); CVCA (Canada); Asian Venture Capital Journal

Het meer ontwikkelen van risicokapitaal moet opgewaardeerd worden als een prioriteit voor ons land. Op macroniveau is er nog steeds kredietgroei maar het is belangrijk te erkennen dat er op elk moment afhankelijk van de context en activiteit financieringsproblemen voor bepaalde bedrijven kunnen bestaan

4. Voorstel 2: De rol van de beurs herwaarderen

Voor het stimuleren van de Belgische beursactiviteit kunnen een aantal voorstellen geformuleerd worden. Fiscale suggesties slaan op het bewaren van het huidige bevrijdende belastingregime, het afschaffen van de transactietaks voor KMO's met een marktwaardering onder 1 miljard euro en het niet-belasten van dividenden betaald in aandelen. De regering Di Rupo is er niet uitgeraakt om de belastingvrijstelling die bestaat voor de eerste 1880 euro aan rente op een spaarboekje uit te breiden naar andere langetermijn beleggingen. Economisch lijkt het ons inderdaad belangrijk dat in de huidige context het spaarboekje niet bevoordeeld wordt tegenover andere beleggingen die een directe rol kunnen spelen in het financieren van onze bedrijven.

Misschien wat extra woorden over de exitfase. Dit kan de vorm aannemen van een overname door een groot bedrijf, een management buyout, of via een beursnotering of "Initial Public Offering" (IPO) bijvoorbeeld waarbij het publiek wordt aangesproken. Vooral een beursnotering genereert ook een grote maatschappelijk uitstraling wat een aspiratieniveau voor nieuwe ondernemingen kan aangeven.

Waar zeker in de huidige context meer interesse voor is, zijn allerlei samenwerkingen waarbij een eerder gevestigd bedrijf de hand reikt naar nieuwe start-ups. Zeker multinationals opteren meer voor de optie om naast hun interne gecentraliseerde O&O-processen alternatieven te ontwikkelen zoals joint-ventures. We spreken ook van de nood aan samenwerkingen met de kennisinstellingen.

Het is al duidelijk geworden dat niet-beursgenoteerde deelnemingen een belangrijke rol spelen in het Belgische landschap. Meer en meer buitenlandse private-equity spelers tonen de jongste jaren interesse voor onze bedrijven. Nogal eens wordt het beschouwd als een verlies als een bedrijf in buitenlandse handen komt, maar evengoed kan dit een groot potentieel waarmaken. Zeker op het vlak van hoge technologie-activiteiten is de geglobaliseerde werkelijkheid meer dan ooit een feit. Het is niet zelden zo dat het geld vrijgemaakt door een exit opnieuw het startkapitaal vormt voor een nieuwe onderneming. Althans indien er inspanningen gedaan worden voor het verbeteren van het ondernemingsklimaat kan deze kans alleen maar vergroot worden.

De exit van de risicokapitaalverschaffer kan via een overname of IPO verlopen. Dit laatste is het meeste winstgevende wat een belangrijke reden is waarom VC veel meer verspreid is in de VS dan in Europa. De beurs voor nieuwe hightechbedrijven is immers meer ontwikkeld in de Verenigde Staten. Gemiddeld bracht VC inderdaad veel meer op in de VS (Hege, 2006).

Essentieel voor ondernemers is hun vrijheid in het maken van beslissingen. Een exit via IPO geeft de ondernemer een optie om risicokapitaal terug te winnen en toch controle te behouden op voorwaarde dat het bedrijf succes kent. Dit contrasteert met de overname door een gevestigd bedrijf zelfs als in dit laatste geval de ondernemer nog het dagelijks management mag controleren. Zie hier de vitale rol die een gezonde beurs kan spelen voor het ondernemerschap en aantrekkelijk klimaat voor innovatieve bedrijven.

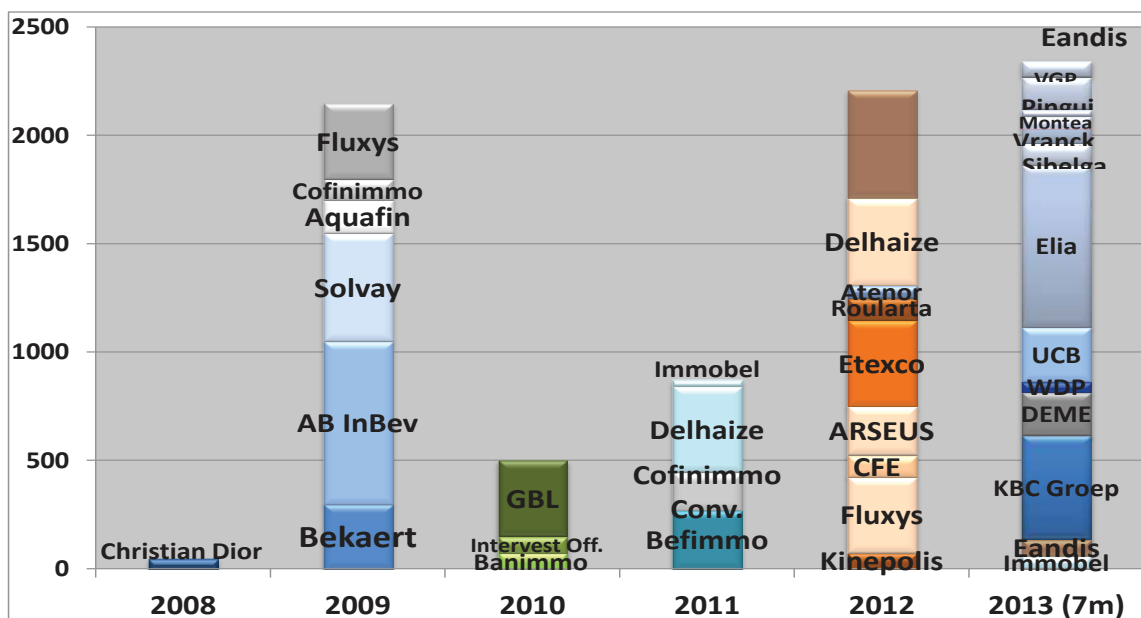
Het is vooral van belang dat de ondernemer meer keuzeopties heeft. Sommige bedrijven kunnen heel goed varen bij de overname door een matuur bedrijf. Belangrijk is dat dergelijke ondernemer na een exit voldoende gemotiveerd is om te starten met een nieuw verhaal zodat een cultuur van "serial entrepreneurship" ontstaat.

Een beursnotering geeft in de eerste plaats zichtbaarheid (en geloofwaardigheid) en faciliteert de financiering van bedrijven. De beurs speelt ook een cruciale rol in het verschaffen van liquiditeit en marktwaardering aan bestaande aandeelhouders of het nu gaat families, private equity, durfkapitalisten of banken. De emittent wordt verplicht om de regels van corporate governance na te leven en meer professioneel te worden. De beurs kan niet alleen een cruciale verschaffer zijn van middelen maar ook andere beloningsmechanismen voor medewerkers mogelijk maken.

Uiteraard hangt de beursactiviteit in grote mate samen met de economische context. Anderzijds spelen een aantal structurele fenomenen die maken dat er redenen van bezorgdheid zijn omtrent de Brusselse beurs. Zo piekte het aantal beursintroducties in 2007 net zoals de inzinking erna. Op dit moment blijft het aantal nieuwe beursintroducties wel nog steeds achter. Voor een stuk heeft het aantal noteringen op de Vrije Markt en Alternext dit opgevangen zoals de grafiek hieronder toont.



Nog meer dan in andere landen speelt in België een zekere concentratie van de beursactiviteit voor een aantal grote namen. Dit is nog meer zo voor de notering van bedrijfsobligaties zoals volgende grafiek bewijst:



In het huidige klimaat zijn vooral kleine investeerders nog erg terughoudend om in aandelen te stappen. Hier spelen zaken zoals de kater die werd overgehouden aan de financiële crisis en het onzekere economische klimaat. Ook de MiFid-regulering waarbij beleggers geclassificeerd worden op basis van hun risicoprofiel zal een impact hebben. Banken hebben ook vaak de voorkeur om hun eigen producten te verkopen.

Specifiek voor de beurs van Brussel speelt de bezorgdheid omtrent voldoende liquiditeit van de aandelen. Hiertoe zijn voldoende aandelen nodig die niet gecontroleerd worden en dus is er een noodzaak om de zogenaamde freefloat te bewaken. Meer handel in aandelen vereist meer handelaars maar ook meer investeerders. Daartoe is ook er een zorg omtrent een voldoende aantal analisten die de Belgische aandelen nog opvolgen. Er spelen ook een aantal (potentieel) nieuwe fenomenen waarbij rekening moet gehouden worden. Zo zijn er vragen over het (mogelijk) verschuiven van beslissingscentra van de grote banken.

Het is niet alleen voor de Brusselse beurs maar ook voor de Belgische economie belangrijk dat er voldoende beursintroducties gebeuren en dat onze bedrijven alternatieven hebben buiten een overname door buitenlandse investeerders die vaak alleen korte termijn-objectieven koesteren.

Publicist Paul Huybrechts lanceert bijvoorbeeld de interessante piste dat bedrijven die zich via een beroep via de beurs met risicokapitaal willen financieren, gedurende 10 jaar (voorwaardelijk verlengbaar) extra-stemrechten kunnen toekennen aan de stichtende aandeelhouders. Dit meervoudig stemrecht moet meer bedrijven ertoe aanzetten om bijkomend risicokapitaal aan te trekken en op die manier in aanmerking te komen voor grotere bankkredieten, zonder de controle over hun bedrijf te verliezen.

5. Voorstel 3: Relatiebankieren op maat voor het kleine, innovatieve ondernemerschap

1. *Voldoende informatie ter beschikking stellen over verschillende financieringsvormen zoals bijvoorbeeld de mogelijkheden inzake operationele leasing en financiële leasing*
2. *Verantwoorde securitisatie vereist transparantie over kredietrisico en voldoende lange datahistoriek*
3. *Promoten win-winlening, KMO-fondsen en factoringdiensten*
4. *Extra voorzichtig gebruik van credit scoring modellen waarbij "black box-effecten" vermeden worden*
5. *De kleinere schaal van KMO's levert een handicap op gegeven vaste kosten en vereist specifieke ondersteuning*
6. *KMO's ondersteunen om projecten bankable te maken, ondermeer inzake het voorbereiden kredietdossier*
7. *Met name voor startende ondernemingen en jongere ondernemingen zijn onderpandvereisten niet zelden problematisch. De initiatieven die de overheid treft om daaraan tegemoet te komen, moeten voldoende verspreid worden, specifiek ook bij KMO's die het moeilijker hebben (gevaar van creamskimming)*
8. *Toestaan dat de prijsvorming van krediet voldoende differentieert naar kostenstructuur en risico-opbrengstverhouding*
9. *Bevorderen van relatiebankieren waarbij softe informatie in het kredietproces een essentiële rol speelt, zeker voor micro- en kleine ondernemingen.*

De cijfers over de totale kredietvolumes tonen aan dat grote segmenten van de economie geen financieringsprobleem kennen. Het is echter belangrijk dat we een onderscheid maken tussen aggregatieve tendensen en de realiteit voor individuele ondernemers in specifieke segmenten. Het vereist een grote mate van wereldvreemdheid om vandaag niet geconfronteerd te worden met ondernemers die ofwel radicaal geen krediet verkrijgen of enkel tegen borgstellingen die als excessief ervaren worden. Met name betreft dit ondernemingen met een innovatief product dat nog niet toe is aan massaproductie. Een ander segment betreft opstartende ondernemingen of kleinschalige ondernemingen met een kredietbehoefte die blijkbaar onder de minimumschaal voor vele banken vallen.

Het zou onverantwoord zijn indien we onze ogen sluiten voor het problematische van dergelijke kredietrantsoenering. Dergelijke projecten kunnen enerzijds een belangrijk multiplicatoreffect genereren voor de lokale economie. De grootste groeicijfers vallen ook net te verwachten bij nieuwe start-ups. Dat de kredietstroom voor grote en middelgrote ondernemingen op peil blijft, is één ding. Dat nieuwe initiatieven op microschaal onvoldoende aan bod komen in het kredietbeleid van banken is een maatschappelijk probleem van de eerste orde.

Naast een cyclische evolutie is het echter dat deze problematiek ook verbonden is aan een structurele ontwikkeling. Meer en meer vallen banken terug op methodes van kredietscores en modellen waar

dergelijke projecten niet inpassen. Vroeger hadden ervaren kredietbeoordelaars nog de bewegingsruimte om hun inzichten en oordeelkunde te hanteren om dergelijke waardevolle ondernemingen toch een kans te geven. Onderzoek toont met name het belang aan van zogenaamde “softe” informatie in het kredietproces. Dit betreft met name informatie die niet zomaar te vatten valt in cijfers en ook bedrijfsspecifiek van aard is. Intern in de banksector is de discussie hoe deze tendens om te draaien zeker aan de orde. Gegeven de maatschappelijke rol van het bankwezen is een dialoog met stakeholders allerhande hierover zeker nodig. De discussie over de crisis in de banksector heeft aanleiding gegeven tot plechtige beloftes naar een heropleving van het relatiebankieren en het terugdringen van het zogenaamde transactioneel bankieren. Dit werd vooral ingegeven door het inzicht dat relatiebankieren veel van de problemen had kunnen voorkomen. Ondertussen tonen talloze onderzoeken ook aan dat banken die veel meer gericht gebleven waren op relatiebankieren tijdens de financiële crisis veel beter presteerden (Cotugno, Matteo; Monferrà, Stefano; Sampagnaro, Gabriele 2013).

Dit impliceert echter ook een kredietbeoordelingsproces waarbij het gebruik van softe informatie opgewaarderd wordt. Dit kan ook getoetst worden aan de autonome beslissingsmacht van de lokale bankier versus de centraliseringstendens.

Er is tal van wetenschappelijke evidentie over de merites van het zogenaamde relatiebankieren. De consolidatie in de bankensector heeft aanleiding gegeven tot een zekere concentratie maar ook afstand tegenover de klant. Onderzoek toont bijvoorbeeld aan dat geografische concentratie van beslissingscentra en strategische functies een impact heeft op het kredietbeleid. Dit wordt gevonden in studies in heel de Westerse wereld en Degryse en Ongena (2005) bevestigden dit ook voor 15000 onderzochte Belgische bankleningen. Aangezien voornamelijk kleinere en innovatieve ondernemingen meer afhankelijk zijn van softe informatie in het kredietbeoordelingsproces is dit specifiek voor hen penalisierend. Het is overigens verkeerd te suggereren alsof kredietbeoordeling meer op basis van softe informatie in de context van relatiebankieren per se risicovoller zou zijn. Agarwal en co (2011) tonen aan dat verliesratio's zelfs een stuk lager liggen en Cotugno en Stefanelli (2009) dat leningen in een context van relatiebankieren gekenmerkt worden door een veel grotere graad van verliesrecuperatie. Wat in het voordeel van relatiebankieren speelt, is enerzijds de betere monitoring door de bank gegeven de nabijheid en anderzijds het feit dat voor de onderneming zelf de bank ook minder vervangbaar is.

Voor ons moet het niet deterministisch geïnterpreteerd worden dat relatiebankieren samenhangt met de omvang van de bank. Er is nochtans wel genoeg onderzoek dat suggereert dat grote banken hier minder aan toekomen. In de Verenigde Staten spelen met name de “community banks” hierbij een essentiële rol (Keeton, 2003). Het is echter wel essentieel dat de Belgische banken tonen dat ze in staat zijn om ongeacht hun schaal voldoende oog te hebben voor de diversiteit van de ondernemingsklanten. Dit impliceert vandaag een echte uitdaging voor de segmenten hierbij voor het licht gebracht.

Vroeger kende banken een belangrijkere “depistage-dienst” dan vandaag. Hier worden bedrijven die problemen ondervinden met hun kredieten van dichtbij opgevolgd en ondersteund. Het is zeker aanbevelenswaardig deze rol opnieuw op te waarderen. Mensen die ondernemerschap tonen kunnen ook moeilijke periodes kennen. In dergelijke fase kunnen ze veel baat hebben bij de ondersteuning door professionele interimmanagers (of crisismanagers). Ook dit is een domein waar ons land nog een belangrijke lacune kent.

6. Voorstel 4: Crowdfunding als te ontwikkelen private equity-sluitstuk voor België

1. *Realiseren van een doorbraak inzake crowdfunding ondermeer door het verhogen van de toegelaten limieten*
2. *Gepaste houding tegenover crowdfunding met evenwicht tussen bestrijden van frauderisico's en excessieve administratie*
3. *Opzetten van samenwerkingen tussen venture capital en private equity fondsen en crowdfunding*

Crowdfunding is een andere manier om projecten te financieren door geldgevers en geldnemers bij elkaar te brengen via een (online) platform. Er is dus direct contact tussen investeerder en geldnemer. Via een (online) platform wordt geld aangetrokken van investeerders en wordt uitgeleend aan consumenten en bedrijven.

Veelal gaat het om kleinschalige projecten van ideële of commerciële aard, bijvoorbeeld het verstrekken van microkredieten, de financiering van een bedrijf in oprichting of de uitgave van een boek. Deze alternatieve vorm van financiering kan toegevoegde waarde hebben in het aanbod van financieringsmogelijkheden. Onderzoek toont aan dat investeerders in de vroege fase van een nieuw project vaak lokaal zijn. Daarvoor zijn vaak ook heel goede redenen waaronder het belang van persoonlijke relaties en vertrouwen dat ontstaat door directe interactie (Lerner, 1995 en Florida en Kenney, 1988). Het tekort aan harde data waardoor ondernemingen moeilijk aan middelen komen, kan vaak alleen door persoonlijk contact en vormen van softe informatie overkomen worden. Crowdfunding kan zorgen dat de ondernemer de kring van nauwe verwanten kan overstijgen in de vroege fase. Wereldwijd is deze methode sterk aan het groeien in talloze sectoren waar het toegepast wordt (Lawton en Marom, 2010). Vijf modellen van crowdfunding kunnen onderscheiden worden (Silver, Berggren, Fili, 2013):

1. Crowd donations: beperkte gift als appreciatie
2. Crowd sponsoring: financier ontvangt publiciteit
3. Crowd pre-selling: financier ontvangt product vooraleer op de markt
4. Crowd-lending: peer-to-peer lening aan rentevoet
5. Crowd equity: financiers ontvangen aandelen

Door de crisis is het extreem belangrijk dat er voldoende middelen zijn om de kloof tussen eigen financiering en bankleningen te overbruggen. Allerlei ontwikkelingen tonen aan dat er geld beschikbaar is in kleine hoeveelheden. Dat het gaat over kleine bedragen kan ook verantwoord zijn dat het buiten beursinitiatieven betreft. De directe interactie die de techniek toelaat kan ook essentieel zijn de reserves bij de bevolking om aandelenposities in te nemen te overwinnen.

Specifiek voordeel aan crowdfunding is de aandacht die erdoor voor de ondernemer en zijn project gegenereerd wordt. Dit kan bijvoorbeeld ook via interactie op de sociale netwerken. Dergelijke kleine initiatieven kunnen ook naar latere investeerders de kwaliteit van de ondernemer en zijn project signaleren en dus aan het informatieprobleem remediëren.

Een voorbeeld van crowdfunding is het bedrijfje Pebble dat geld wilde ophalen om een horloge te ontwikkelen dat in contact staat met de mobiele telefoon, voor het weergeven van berichten of het luisteren van muziek. In de eerste 28 uur had de onderneming al een \$1 miljoen bij elkaar en uiteindelijk stopte de teller bij \$10 miljoen van ruim 70.000 donateurs. Het voorbeeld is interessant omdat het bedrijf vertraging opliep bij de ontwikkeling van het horloge. Door de directe interactie via het crowdfunding platform kon het bedrijf de investeerders overtuigen dat het project nog steeds leefbaar was en het project toch met succes afronden. Bovendien zonden de investeerders 14000 suggesties zodat het product ook beter was dan vooropgesteld.

Het voorbeeld van Pebble geeft aan welke mogelijkheden crowdfunding biedt en dat het volop in ontwikkeling is. Crowdfunding is niet alleen een financieringsinstrument, maar een multifunctioneel instrument door de rechtstreekse relatie met het publiek, dat tegelijk de leverancier, producent, consument, marketeer en financier van een initiatief kan zijn.

Ondertussen heeft België zelf ook een erg prominent voorbeeld met het ophalen van 300.000 euro aan kapitaal voor de nieuwssite Newsmonkey bij 1500 investeerders.

Uiteraard is het belangrijk dat realistische verwachtingen heersen omtrent de kans op slagen van een project. Het gaat immers om risicokapitaal. Daarvoor ligt ook een belangrijke informerende rol weggelegd bij crowdfunding platformen. Wanneer een project effectief faalt, is het belangrijk dat door het platform hierover transparant gecommuniceerd wordt. Een bekend platform is Kickstarter wat via 2,5 miljoen investeerders toeliet om 30.000 projecten te financieren voor een bedrag van 350 miljoen dollar.

Agrawal, Catalini en Goldfarb (2013) geven een systematisch antwoord op de risico's verbonden aan crowdfunding. Voor het informatieprobleem over de kwaliteit en integriteit van de ondernemer zijn er allerlei manieren om via reputatie en feedbacksystemen hieraan te remediëren. Ook het crowdfunding platform kan hier een rol spelen waarbij wel steeds het juiste evenwicht gezocht moet worden tussen transparantie en vermijden van excessieve administratie. In de Verenigde Staten oefent de autoriteit voor het markttoezicht (SEC) ook controles uit opdat de platformen stappen nemen tegen het frauderisico en inzake initiatieven om beleggers te vormen. Lessen kunnen ook getrokken worden uit initiatieven als Ebay om deelnemers elkaar te laten informeren over risico's.

Wat een groot multiplicatoreffect kan opleveren is wanneer gevestigde venture capital en private equity fondsen zouden beloven te investeren wanneer bepaalde op voorhand opgestelde doelstellingen behaald worden in een project dat opgestart werd via crowdfunding.

Het is onvermijdelijk dat er zich gevallen zullen voordoen van spectaculaire falings. Fraude, incompetentie, slechte ideeën, tegenslag...: het is voor een stuk inherent aan risicokapitaal. Crowdfunding zal dan ook zelf nog door fasen van trial & error gaan. Dat is echter de enige weg die innovatie kansen geeft.

7. Voorstel 5: Toets alle maatregelen aan de impact op KMO's en bewaak coherentie beleid

1. Bewustwording stimuleren over alle financieringsopties die bestaan, of ze nu van overheidsprogramma's komen, private investeerders of banken
2. Indien de overheid in het financieringsproces tussenkomt, moet ze erover waken dat dit steeds in een optiek van risicodelen gebeurt waarbij overheidsmiddelen alleen complementair ingezet worden met privaat geld
3. Zorgen dat belastingstelsel niet extra bezwarend is voor KMO's
4. Institutionele investeerders verantwoord omkaderen
5. Corporate governance agenda ernstig nemen
6. Bewaken dat overheidsbeleid niet net sectoren bevoordeelt waar KMO's ondervertegenwoordigd zijn
7. Specificiteit van onderpand bij KMO's voor de kredietverstrekking erkennen
8. Gebruik maken van informatietechnologie om administratiekosten financiering KMO's te drukken
9. Voldoende appreciatie voor het feit dat relatie met KMO vaak een langere tijdschors impliceert waardoor kosten gespreid kunnen worden (Berger-Udell, 1995)
10. Potentieel van microfinance voor een ontwikkelde economie als de onze niet negeren
11. Obstakels voor overnames en fusies evalueren met het oog op wegruimen obstakels

De uitdaging vandaag bestaat er in om de spaarcenten van de hardwerkende Belgische bevolking op een correcte manier aan te spreken voor de financiering van infrastructuur, wegen, scholen, ziekenhuizen, zorgcentra en vooral bedrijven.

Gezien de precaire situatie van de Europese economie dienen alle verantwoordelijken hun schouders te zetten onder het versterken van de ondernemingen. Dit beperkt zich niet tot de grote discussies over de bankenunie en betere Europese governance. Een sleutelstuk is het ondersteunen van initiatieven die de cultuur van risicokapitaal verder ontwikkelen. Uiteraard is dit een enorm breed domein wat aanvangt bij het voeden van een aantrekkelijk ondernemingsklimaat.

De overheid moet haar taak opnemen voor het financieren van voldoende O&O. Er werd bijvoorbeeld veel gesproken over klimaatopwarming en de noodzaak voor een energietransitie, maar er wordt vandaag minder in geïnvesteerd dan in de jaren 1980.

Uit deze nota kwam het belang van de financiering van innovatie extra naar voren als prioriteit. Dit gaat niet alleen de aanbodkant maar ook ondernemers wapenen om hun projecten "bankable" en "investment ready" te maken. Gezien de transformatie van het financiële landschap waar we midden in zitten, moeten ook alternatieve financieringsinstrumenten nieuwe kansen krijgen.

Durfskapitaal was voor de crisis nog steeds onderontwikkeld in heel wat Europese landen. Om te

verzekeren dat deze vitale rol ingevuld blijft, nemen verscheidene lidstaten maatregelen. Ook private equity kreeg een zware klap waarop bijvoorbeeld Frankrijk een fiscale aanmoediging ontwierp specifiek voor het investeren in KMO-fondsen. Nederland maakt met enig succes gebruik van "first loss" provisies voorzien door de Europese Investeringsbank en de Europese Commissie voor microkrediet. Over heel de Unie wordt er werk gemaakt van micro-obligaties waar ook in ons land interesse voor bestaat. Om op een verantwoorde wijze securitisatie als instrument te hanteren zijn inspanningen inzake standaardisatie en transparantie noodzakelijk waarbij ook de Europese Centrale Bank een belangrijke trekkersrol kan spelen.

De nood aan lange-termijnfinanciering vraagt met name nieuwe initiatieven van alle verantwoordelijken. Specifiek voor de beurs van Brussel speelt de bezorgdheid omtrent voldoende liquiditeit van de aandelen. Hiertoe zijn voldoende aandelen nodig die niet gecontroleerd worden en dus is er een noodzaak om de zogenaamde "freefloat" te bewaken. Meer handel in aandelen vereist meer handelaars maar ook meer investeerders. Daartoe is ook er een zorg omtrent een voldoende aantal analisten die de Belgische aandelen nog opvolgen. Er spelen ook een aantal (potentieel) nieuwe fenomenen waarbij rekening moet gehouden worden. Zo zijn er vragen over het (mogelijk) verschuiven van beslissingscentra van de grote banken.

Het is niet alleen voor de Brusselse beurs maar ook voor de Belgische economie belangrijk dat er voldoende beursintroductions gebeuren en dat onze bedrijven alternatieven hebben buiten een overname door buitenlandse investeerders die vaak alleen korte-termijnobjectieven koesteren.

De economie lijdt onder de waan van de korte termijn. Een manier om geduld te belonen kan erin bestaan om stabiele aandeelhouders te belonen met meervoudig stemrecht.

Specifiek voor de financieringsnood van onze KMO's kan de piste van specifieke KMO fondsen ontwikkeld worden. Dit kan best gepaard gaan met parallel een professionele markt voor micro-obligaties.

Referenties

Agarwal, Sumit and Chomsisengphet, Souphala and Liu, Chunlin and Souleles, Nicholas S., Benefits of Relationship Banking: Evidence from Consumer Credit Markets (July 28, 2009),

Agarwal, S. and Hauswald, R., 2010, 'Distance and private information in lending', *Review of Financial Studies*, 23, 7, pp. 2757-2788.

Agrawal & Christian Catalini & Avi Goldfarb, 2013. "Some Simple Economics of Crowdfunding," NBER Chapters, in: *Innovation Policy and the Economy*, Volume 14 National Bureau of Economic Research, Inc.

Alessandrini, P., Presbitero, A.F. and Zazzaro, A., 2009, 'Banks, distances and firms' financing constraints', *Review of Finance*, 13, 2, pp. 261-307.

Avery, R.B. and Samolyk, K.A., 2000, 'Bank consolidation and the provision of banking services: The case of small commercial loans', FDIC Working paper 2000-01.

Benfratello, L., Schiantarelli, F. and Sembenelli, A., 2008, 'Banks and innovation: microeconomic evidence on Italian firms', *Journal of Financial Economics*, 90, 2, pp. 197-217.

Berger, A.N., Saunders, A., Scalise, J.M. and Udell, G.F., 1998, 'The effects of banks mergers and acquisitions on small business lending', *Journal of Financial Economics*, 50, 2, pp. 187-229.

Berger, A.N. and Udell, G.F., 2002, 'Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organizational structure', *The Economic Journal*, 112, 477, pp. F32-F53.

Cotugno, M. en Stefanelli, (2011). Bank size, functional distance and loss given default rate of bank loans. *International journal of financial research*

Cotugno, Matteo; Monferrà, Stefano; Sampagnaro, Gabriele. *Journal of Banking and Finance* vol. 37 issue 5 May, 2013. p. 1372-1385

Djedidi Kooli, S., Distances and Small Business Credit Constraints: The French case, *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 5 (3): 81-114, December 2012

William Keeton, 2003. "The role of community banks in the U.S. economy," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Q II, pages 15-43.

Florida, R. L., and M. Kenney (1988): "Venture Capital, High Technology and Regional Development," *Regional Studies*, 22, 33-48.

Lerner, J. (1995): "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms," *Journal of Finance*, 50, 310-318.

Almeida H., Campello M. (2006), «Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment», NBER working paper n°12087.

Audretsch, D. & Lehmann, E. (2004). Debt or Equity, The Role of Venture Capital in Financing High-Tech Firms in Germany, *Schmalenbach Business Review*, 56, pp. 340-357.

Bancel, F. and Mittoo, U. (2004), "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey

of European Firms”, *Financial Management*, Vol. 33, No 4, pp. 103-132.

Berger, A. & Udell, G. (2002). Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organizational structure, *Economic Journal*, 112, pp. 32-53.

Black, B. en R. Gilson, (1997), “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, pp. 243-277

Carpenter, R. & Petersen, B. (2002). Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing, *The Economic Journal*, 112, pp. 54-72.

Czarnitzki, D. (2006). Research and development in small- and medium-sized enterprises: The role of financial constraints and public funding, *Scottish Journal of Political Economy*, 53 (3), pp. 257-335.

Davila, A., Foster, G. & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms, *Journal of Business Venturing*, 18, pp. 689-708.

De Jong, A., Kabir, R. and Nguyen, T.T. (2008), “Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No 9, September, pp. 1954-1969.

De Jong, A., Verbeek, M. and Verwijmeren, P. (2011), “Firms’ debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, No 5, May, pp. 1303-1314.

Deville, X. (2013), *Financiering van de ondernemingen in België : analyse op basis van de tabellen van middelen en bestedingen*, *Economisch Tijdschrift*, September 2013

ECB (2013), *Corporate finance and economic activity in the Euro area*, *Occasional Paper Series*, nr 151

Fan, J.P.H., Titman, S. and Twite, G.J. (2010), “An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices”, *NBER Working Papers*, No 16445, The National Bureau of Economic Research

Giannetti, M. (2003), “Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No 1, March, pp. 185-212.

Hall, B. (2002), *The financing of research and development*, *Oxford Review of Economic Policy* 18(1), 35-51.

Hege, U., Palomino, F. & Schwienbacher, A. (2009). *Venture Capital Performance: The Disparity between Europe and the United States*, *Revue de l'association française de finance*, 30 (1), pp. 7-50.

Hellmann, T. & Puri, M. (2000). *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*, *Review of Financial Studies*, 13 (4), pp. 959-984.

Leland H., Pyle D. (1977), «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation», *The Journal of Finance*, vol. 32 (2), p. 371- 387.

Lerner J. (1995), «Venture capitalist and the oversight of private firms», *Journal of Finance*, vol. 50, p. 301-318.

Modigliani F., Miller M. (1958), «The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment», *American Economic Review*, vol. 48, p. 261-297.

Modigliani F., Miller M. (1963), «Corporate income taxes and the cost of capital : a correction», *American Economic Review*, vol. 53, p. 433-443.

Moore, B. (1994). *Financial Constraints to the Growth and Development of Small High-Technology Firms*. In: Hughes A., Storey D. J. (Ed) *Finance and the Small Firm*, London: Routledge, pp. 112-144.

Myers S., Majluf N. (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.

Deville, X. (2013), *Financiering van de ondernemingen in België : analyse op basis van de tabellen van middelen en bestedingen*, Nationale Bank, *Economisch Tijdschrift*

Petersen, M. & Rajan, R. (1995). The effect of credit market competition on lending relationships: Evidence from small business data, *Journal of Finance*, 49, pp. 3-37.

Popov, A. & Rosenboom, P. (2009). *Does Private Equity Spur Innovation? Evidence from Europe*, ECB Working Paper Series No. 1063.

Schröder, C. (2013), *Does the financial system affects early stage venture capital investments?*, *Banks en bank systems*, nr 1, 23-35

Silver, L., Björn Berggren, Andreas Fili.(2013), *Increasing the Heterogeneity and Competition of Early Stage Financing: An Analysis of the Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Ventures*, *International Journal of Social, Human Science and Engineering* Vol:7 No:1

Stiglitz J., Weiss A., (1981), «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review*, p. 393-410.

Storey, DJ, and J. Thompson, (1995) "The Financing of New and Small Enterprises in OECD Countries", OECD, Paris.

Van Put, A. (2007), *Participatief ondernemen. De ontbrekende hoeksteen voor de Top van Lissabon*, Intersentia, Antwerpen

Williamson O. (1988), «Corporate Finance and Corporate Governance», *Journal of Finance*, vol. 43, p. 567-591.