

Bedrijfsfinanciering in België: waar naartoe?

door C. VAN HULLE*

I. INLEIDING

Hoe kan in België de markt voor het risicokapitaal worden gedynamiseerd? Deze vraag is sinds de laatste paar jaar in de belangstelling wegens de overtuiging dat het aanzwengelen van de markt van het risicokapitaal rijkdom en arbeidsplaatsen creëert. De huidige aandacht is ontstaan enerzijds vanuit de economische problemen, maar anderzijds ook vanuit de reeds jaren aan de gang zijnde wereldwijde verschuiving van het gebruik van interne kapitaalmarkten (zoals tot nu toe in België overheersend) naar het gebruik van externe en sterk geprofessionaliseerde markten voor kapitaal. Dit laatste model van kapitaalallocatie is in de Angelsaksische landen veel meer in zwang en is er de laatste decennia in geslaagd zeer veel middelen naar jonge en groeiende ondernemingen te kanaliseren. De goede economische prestaties van de VS-economie van de laatste jaren worden door sommige economen zelfs grotendeels toegeschreven aan de zogenaamde 'IPO-boom' (IPO = initial public offering) of vloedgolf van beursintroductions. Ook in sommige Aziatische landen en andere relatief snel groeiende regio's blijkt het kanaliseren van kapitaal naar nieuwe bedrijfsactiviteiten, via de beurs of door middel van directe participaties door institutionele beleggers, een sleutelement te zijn in de economische expansie. Deze voorbeelden hebben ook in België gezorgd voor een stijgende belangstelling voor het risicokapitaal.

* Departement Toegepaste Economische Wetenschappen, K.U.Leuven, Leuven.
De auteur dankt P. Sercu voor de interessante commentaar op een vroegere versie van dit artikel.

De opgang van het Angelsaksische model van een geprofessionaaliseerde markt voor risicodragend kapitaal is geen toeval. Meerdere factoren hebben hiertoe bijgedragen. Langs de kant van de beleggers werkt een toegenomen internationalisatie en een stijgend belang van institutionelen sterkere competitie en professionalisering in de hand. Langs de kant van de bedrijven ondergaan een groeiend aantal ondernemingen in een versnellend tempo veranderingen in de markt-omgeving. De hiermee gepaard gaande toenemende risico's hebben gevolgen voor het bedrijfsbeleid en de bedrijfsfinanciering. Immers aan een almaar groeiende groep van ondernemingen wordt het voor kredietverleners minder aangewezen schuldfinanciering toe te kennen op basis van 'bewezen' winsten uit het verleden. Tegelijkertijd stijgt de nood aan informatie en risicomanagement. Op zijn beurt zorgt dit voor een toenemend belang van professionalisering alsook van constructies waarbij het risicokapitaal een grotere rol krijgt toebedeeld en waarbij bovendien een 'fine-tuning' van de spreiding van risico's wordt bekomen. Ook constructies die toelaten de kost van informatieverzameling te drukken winnen aan belang. Daarnaast zijn er ook markante bewegingen aan de gang binnen de ondernemings-organisaties. Het klassieke hiërarchische model dat toezicht en beslissingsmacht scheidt van uitvoering wordt in een omgeving waar persoonlijke creativiteit in belang toeneemt, steeds meer in vraag gesteld. Vormen van werknemersparticipatie kunnen dan bijdragen tot een betere motivering en spreiding van het risico. Bovendien groeit de groep van hoog technologische en kennis-ondernemingen. Snelle groei dwingt deze laatste al eens tot het aantrekken van risicokapitaal buiten de kring van familie en kennissen, en vele van deze bedrijven maken zelfs nooit het stadium van 'familiale onderneming' door.

In het licht van hoger beschreven tendensen wordt dikwijls de vraag gesteld hoe het komt dat in België de professionalisering en dynamisering van de markt voor risicokapitaal tot nu toe niet zo vlot is verlopen. Als verklaring wordt vaak aangevoerd dat de Belgische mentaliteit eerder afkerig is van risicodragend kapitaal waardoor risicodragende projecten, meer dan elders, moeilijk financiering zouden vinden. Hierbij wordt dan verwezen naar de beperkte belangstelling die de beurs bij het grote publiek kan wegdragen. Bovendien blijkt het ook moeilijk bedrijven voor een beursnotering aan te trekken. Men kan zich echter de vraag stellen of die mentaliteit wel de enige (of zelfs belangrijkste) factor is die de ontwikkeling van een goed functionerende markt in risicokapitaal tegenwerkt.

Dit artikel schetst een aantal factoren die in de toekomst het belang van een dynamische en geprofessionaliseerde markt voor risicokapitaal waarschijnlijk zullen doen toenemen, alsook de gevolgen daarvan voor de bedrijfsfinanciering. Daarna gaat de aandacht naar de structurele omgevingsfactoren die de opbloei van een dynamische markt voor risicokapitaal in België tot nu toe in de weg hebben gestaan. Hierbij wordt vergeleken met het buitenland, voornamelijk de Angelsaksische wereld; waar mogelijk, worden lessen getrokken. Van zeer groot belang zijn echter de veelvuldige aanwijzingen dat de Belgische risicokapitaalmarkt thans volop verandert. Naast een beschrijving van deze elementen bespreekt dit artikel ook de kansen op een snelle en duurzame evolutie.

II. DE UITGEVERSZIJDEN VAN DE MARKT: HET STIJGENDE BELANG VAN RISICOKAPITAAL EN VAN PROFESSIONALISERING

A. De toekomst: toenemende onzekerheden

Toenemende onzekerheden stimuleren het belang van financiële innovaties en van het risicokapitaal.

In geprofessionaliseerde markten vormen de toenemende risico's een belangrijke stimulans tot financiële innovatie; op hun beurt stimuleren innovaties professionalisering. Zo heeft een toename van het interestrisico en het wisselrisico in de tweede helft van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig aanleiding gegeven tot het ontstaan van een vloedgolf van financiële innovaties en zijn markten voor nieuwe financiële producten zoals opties, futures en swaps van de grond gekomen. Thans dringen voor een groeiend aantal ondernemingen de risico's door tot een veel dieper niveau, namelijk het voortbestaan zelf van de producten en de markten waarop deze ondernemingen opereren. De voortdurende wijzigingen in de marktomstandigheden waaraan deze bedrijven onderworpen zijn gaan dan ook veel verder dan de klassieke conjuncturele schommelingen. In de hoogtechnologische markt ontstaan voortdurend nieuwe producten en toepassingen die oude producten verdringen. Maar ook in meer klassieke sectoren laat de vooruitgang zich voelen en moet regelmatig een strategische 'upgrading' van producten gebeuren. Door dit laatste fenomeen vervaagt in de praktijk vaak de grens tussen klassieke en hoog-

technologische goederen. Alhoewel er wel 'klassieke' ondernemingen zullen blijven bestaan (d.w.z. ondernemingen waar 'bewezen' winsten uit het verleden naar de middellange toekomst kunnen worden doorgetrokken), mag men verwachten dat deze groep van bedrijven relatief in belang zal afnemen. Ontegensprekelijk zullen dergelijke evoluties een ingrijpend effect hebben op de financiële markten en op de bedrijfsfinanciering. Althans voor de ondernemingen die niet behoren tot de 'klassieke' groep, zal het ontwikkelen van technieken voor het inschatten en het beheersen van de kwaliteit van de cashflows zeer belangrijk worden. Wegens de onzekerheid verhoogt daarenboven voor kapitaalverschaffers, en dus ook voor schuldeisers, de nood aan informatie. Informatieverzameling is echter kostelijk. De winstmarges op klassieke leningen zijn onder invloed van de concurrentie beperkt en dienen bovendien een stijgend risico te absorberen. In het bijzonder zorgt het risico voor een asymmetrie in de vergoeding van dergelijke leningen: wanneer het resultaat zeer goed is, krijgt de kredietgever enkel de overeengekomen rente; bij erg tegenvallende opbrengsten daarentegen deelt hij/zij mee in de problemen. Vandaar dat men mag verwachten dat financieringsvormen die winstdeling toelaten in belang zullen groeien alsook financiële innovaties die risico's verschuiven. Hierbij zullen steeds meer gesofisticeerde afgeleide producten, o.a. 'credit derivatives' en 'waarborg'-opties, een rol vervullen. Ook verdere ontwikkelingen in effectisering zullen bijdragen tot de risicobeheersing alsook tot de spreiding en optimale allocatie van de informatiekosten. Wat betreft dit laatste mag men verwachten dat door een stijgend belang van (professionele) investeerders (zie verder paragraaf III en V) de afzetmogelijkheden voor gesofisticeerde geëffectiseerde producten zullen toenemen. Deze ontwikkelingen in de financiële markten zullen de bedrijven ontegensprekelijk een hogere transparantie opleggen.

B. *Nieuwe groeimogelijkheden*

Nieuwe opportuniteiten zorgen voor bijkomende nood aan groei-financiering.

Naast de groeiende onzekerheden zijn er wereldwijd veranderingen aan de gang die toelaten dat, in tegenstelling tot het verleden, ook bedrijven uit kleine landen gemakkelijker snelgroeiers kunnen worden. Zo doen de nieuwe informatieuitwisselingsmogelijkheden en de in-

formatiesnelweg nationale grenzen vervagen. Ook stijgt het aantal 'wereldproducten' (bijvoorbeeld computerchips worden overal ter wereld gebruikt) en vermindert het belang van verschillen in productspecificaties per land (bijvoorbeeld de uniformiseringsregels binnen de EU)¹. De financiering van dergelijke groei impliceert nood aan bijkomende eigen middelen. Tegelijkertijd doet de snelle vervanging van oude door nieuwe technologieën en de ontwikkeling van nieuwe producten het belang van de klassieke familiebedrijven die in de decennia na de tweede wereldoorlog massaal zijn ontstaan, afnemen ten gunste van ondernemingen waar meerdere kundige partners (ingenieurs e.d.) gesofisticeerde ideeën samenbrengen. Deze laatstgenoemde bedrijven zijn vaak bij de start reeds gedefamiliariseerd en krijgen ook sneller een geprofessionaliseerd management. Deze professionalisering wordt bovendien nog eens gestimuleerd door het feit dat de ontwikkelingen in de markten de nood aan creativiteit vanwege het personeel doen toenemen. Hierdoor vervaagt de klassieke scheiding tussen toezicht en leiding enerzijds en uitvoering anderzijds. Vaak is het dan efficiënt betaling door promotie te vervangen door resultaatgebonden vergoedingen (o.a. aandelen, opties, winstdeling, ...). Dergelijke vergoedingssystemen kunnen echter maar goed functioneren wanneer voldoende transparantie in de bedrijfsvoering aanwezig is. Ondernemingen die zich hier niet naar schikken zijn dan ook de eersten om na verlies van personeel uit de boot te vallen.

C. Het stijgend belang van de financiële markten

Het toenemende belang van de financiële markten en de ermee gepaard gaande discipline stelt bedrijven hogere eisen inzake professionalisering en transparantie.

Samenvattend mag men het volgende verwachten met betrekking tot de bedrijfsfinanciering: versnellende financiële innovaties, een grotere plaats voor het risicokapitaal, sterkere professionalisering en defamiliarisering van ondernemingen, een grotere transparantie van de bedrijfsvoering en een belangrijkere impact van de financiële markt. Hierbij hoeft deze markt niet noodzakelijk de vorm aan te nemen van een klassieke beurs. Andere werkwijzen (b.v. vormen waarbij institutionelen een rol spelen) zullen waarschijnlijk naast de beurs een belangrijke plaats innemen. Het feit dat meer ondernemingen de discipline van de financiële markt zullen voelen, zal ook een impact heb-

ben op de wijze waarop zij beslissingen zullen nemen. Het voornaamste positieve gevolg is ongetwijfeld de vermindering van kapitaalbeperkingen en de grotere mogelijkheid tot risicospreiding, voordelen die echter enkel zullen bekomen worden in ruil voor een grotere transparantie en professionalisering.

Naast deze positieve kanten wordt de financiële markt, en in het bijzonder de beurs, vaak verweten ondernemingsbeslissingen ook op een negatieve wijze te beïnvloeden. In het bijzonder zou de beurs het management dwingen tot het voeren van een kortzichtige politiek. Dit zal ongetwijfeld soms het geval zijn, zeker wanneer de ondernemingsleiding er niet in slaagt op een passende wijze informatie over de langere termijn op een geloofwaardige wijze aan de beleggers mede te delen. Wanneer de informatiestroom goed verloopt wijst beschikbare empirische evidentie echter op het langetermijnperspectief van de financiële markten. Zo blijken research en development inspanningen vaak beloond te worden met een stijgende beurskoers (zie bijvoorbeeld Beaver, Lamber en Morse (1980), Chan, Martin en Kensinger (1990), McConnell en Muscarella (1985)). De hoge prijs/winst ratio's die de markt toekent aan ondernemingen met mooie groeiperspectieven zijn een ander fenomeen dat wijst op langetermijnvisie. Bovendien zou, zonder een langetermijnperspectief, de succesvolle Amerikaanse groeibeurs Nasdaq zelfs niet kunnen bestaan. Wat daarentegen al te vaak onvoldoende wordt onderkend is de kortetermijnvisie die binnen een organisatie kan leven. De belangen van de huidige participanten in de organisatie zijn in de praktijk immers niet altijd volledig in lijn met die van de onderneming. Daarbij mag men niet uit het oog verliezen dat het enkel de huidige deelnemers zijn die beslissingen nemen, en niet de potentiële toekomstige leden van de organisatie. Wegens deze reden kan de discipline van de financiële markt zelfs heilzaam werken en dwingen tot het aanpassen van de visie. Ook zouden de financiële markten teveel gericht zijn op het realiseren van een meerwaarde op de aandelen en daardoor aanzetten tot verkoop van de onderneming zodra een goede prijs wordt geboden. In België ligt dit punt eerder gevoelig omdat dergelijke operatie vaak aanleiding geeft tot een verkoop aan het buitenland. Zoals reeds gesteld door Daems en Van de Weyer (1993), is het lokaal verankeren van strategische beslissingsautonomie niet noodzakelijk hetzelfde als het bezitten van het aandelenkapitaal. Een buitenlandse overnemer kan, naast het eventueel binnenbrengen van know-how² en het realiseren van synergie, een grote beslissingsmacht laten bij het overgenomen

bedrijf. Men mag verwachten dat de kans hierop groter zal zijn naarmate de overgenomen onderneming in België goede toekomstperspectieven heeft en een goede product- en sector kennis³. Bovendien dient men zich ook de vraag te stellen wat de verkoper van het bedrijf met de ontvangen verkoopprijs doet. Zal de verkoper gaan rentenieren of zal hij/zij met het geld een nieuw bedrijf opstarten of andere Belgische ondernemingen helpen financieren? Indien de verkoper in België interessante nieuwe investeringsmogelijkheden ziet, mag men verwachten dat hij/zij ervan gebruik zal maken en kan de verkoop aldus bijdragen tot vernieuwde en/of bijkomende activiteit. De onderliggende investeringsmogelijkheden beïnvloeden dus in belangrijke mate de gevolgen van een ondernemingsverkoop.

III. DE BELGISCHE BEURSMARKT VERGELEKEN MET HET BUITENLAND: EEN STAND VAN ZAKEN

De Belgische beursmarkt vertoont heel wat typisch Continentaal-Europese kenmerken en is op een aantal punten fundamenteel verschillend van het Angelsaksische beursmodel.

A. Het belang van de beurskapitalisatie en de deelname van institutionele beleggers aan het risicokapitaal

Relatief tot de ganse economie is het belang van de Belgische beurskapitalisatie vergelijkbaar met andere landen in Continentaal Europa. Ten opzichte van landen met grote institutionele beleggers, is de beurskapitalisatie echter beperkt.

Tabel 1 toont voor meerdere landen het aantal noteringen van aandelen uit de thuismarkt alsook de relatieve grootte van de *marktwaarde* van die aandelen ten opzichte van het bruto nationaal product. Daarnaast toont de tabel de relatieve grootte van het bruto nationaal product alsook het *aantal beursnoteringen ten opzichte van het relatieve bruto nationaal product*.

TABEL 1

Relatief belang van de beurs in 1996 (aandelen van de thuismarkt)

Land	# noteringen	kapitalisatie in % BNP	Gestand. BNP België = 100	# noteringen/ gestand. BNP
V.S.A.*	7339	115	2750	267
V.K.	2091	148	420	498
Nederland	185	95	150	123
België	143	45	100	143
Frankrijk	702	37	595	11
Duitsland	681	29	857	7
Italië	244	23	425	57
Spanje	357	33	218	164
Zweden	217	98	93	233
Denemarken	237	41	66	357
Zwitserland	213	139	109	195

* NYSE + NASDAQ

Bron: FIBV statistieken (1996)

De cijfers uit deze tabel tonen onmiddellijk het grote belang van de beurs in de Angelsaksische wereld alsook in Zwitserland. In vergelijking met de andere hier beschouwde Continentaal Europese landen komt België, qua relatieve beurskapitalisatie, in een goede middenmootpositie. Naar aantal noteringen heeft het duidelijk een kleinere beurs; het aantal noteringen ten opzichte van het bruto nationaal product doet België echter opnieuw in een goede (Continentaal Europese) middenmoot belanden. Tabel 1 reflecteert echter een beurskapitalisatie gecumuleerd over een lange periode. Tabel 2 daarentegen laat een vergelijkend beeld zien van het aantal beursintroducties over de periode 1993-1996.

TABEL 2

Aantal beursintroducties uit thuismarkt in vergelijking met BNP

Land	(1) 1993	(2) 1994	(3) 1995	(4) 1996	(5) BNP 96 België = 100	(6) gemidd. # per jaar	(7) (6)/(5) x 100
V.S.A.*	684	620	551	817	2750	668	2
V.K.	180	210	285	347	420	256	61
Nederland	25	11	10	7	150	13	9
België	3	2	0	3	100	2	2
Frankrijk	12	38	22	53	595	31	5
Duitsland	9	14	20	20	857	16	2
Italië	4	26	12	15	425	14	3
Spanje	5	16	22	11	218	14	6
Zweden	27	39	16	17	93	25	27
Denemark	2	5	9	6	66	6	8
Zwitserl.	4	8	6	6	109	6	6

* NYSE + NASDAQ

Bron: FIBV statistieken ((1993), (1994), (1995), (1996))

Volgens deze laatste tabel verliest België over de beschouwde periode wel terrein zowel in termen van absoluut als in termen van relatief aantal introducties⁴. Tabellen 3 en 4 bevatten informatie omtrent aandeelhoudersstructuren.

TABEL 3

Belang van de verschillende klassen aandeelhouders

As of end of year	Amsterdam 1991	Brussels 1990	Copenhagen 1990	Dublin 1986	Germany 1990	Lisbon 1991	London 1992	Milan 1991	Paris 1985	Helsinki 1990	Oslo 1992	Stockholm 1990
1. Private institutional investors	21	-	22,4	38,9	15,2	22,2	60,5	12,9	25	34,5	16,3	36,3
1.1 Insurance companies	-	-	15,3	35,2	3,2	0,5	51,8	1,4	-	10,1	11,5	15,3
1.1.1 General insurance companies	-	-	9,1	-	-	-	0,0	1,1	-	-	7,4	-
1.1.2 Life insurance companies	-	-	-	-	-	-	20,7	0,2	-	-	2,0	-
1.1.3 Pension funds	-	-	6,2	9,3	-	-	31,1	0,0	-	-	2,1	-
1.2 Bank	1	-	-	-	8,7	5,5	0,2	4,4	-	15,1	0,7	-
1.3 Bond issuing mortgage companies	-	-	1,2	-	-	-	0,0	0,1	-	-	0,2	-
1.4 Investment companies	-	-	-	3,7	-	-	2,8	2,6	-	-	0,0	12,1
1.5 Unit trusts/collective saving schemes	-	-	0,8	-	3,3	0,4	5,7	2,3	-	-	3,9	8,9
1.6 Other private financial institutions	-	-	5,1	-	-	15,8	0,0	0,5	-	-	0,0	-
1.7 Not identified	20	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	-	9,3	0,0	0,0
2. Private companies/organisations	-	-	-	5,1	41,7	3,7	3,3	14,2	-	26,5	21,0	29,7
2.1 Limited companies	-	-	-	2,4	-	1,1	-	13,6	-	-	19,5	21,0
2.2 Other and not identified	-	-	-	2,7	41,7	2,7	3,3	0,6	-	26,5	2,0	8,7
3. Individual investors	-	28,0	-	28,1	18,4	0,5	20,0	15,5	29	24,8	11,1	14,7
4. Government	-	-	0,5	0,7	6,0	23,6	1,2	40,7	-	-	21,7	9,2
4.1 Companies owned by government	-	-	-	-	-	23,6	1,2	39,5	-	-	8,1	-
4.2 Other and not identified	-	-	0,5	0,7	6,0	-	0,0	1,2	-	-	13,6	9,2
5. Foreign investors	35	22,9	2,9	27,3	18,7	12,1	12,8	14,4	24	-	28,9	7,9
5.1 Foreign institutional investors	-	-	-	-	-	6,4	-	12,5	-	-	9,6	-
5.2 Other and not identified	35	-	2,9	27,3	18,7	5,7	12,8	1,9	24	-	19,3	7,9
6. Not identified	44	49,1	74,2	0,0	0,0	38,0	2,2	2,4	0, 0	14,2	1,1	2,2
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

-: no figure presented

Bron: Federatie Europese aandelenbeurzen

TABEL 4
Aandeelhouderschap Belgische bedrijven (eind 1994)

	BEL20 %	10 Beursgenoteerde bedrijven (willekeurig) %
Buitenlandse beleggers	10.52	9.92
Binnenlandse beleggers		
Institutionelen	4.07	7.72
Financiële instellingen	0.66	1.89
Bedrijven - niet-fin. instell. (holdings e.d.)	32.76	33.85
Individuele investeerders	0.70	7.70
Publieke sector	2.75	1.19
Totaal aandeelhouders	51.45	62.48
Niet geïdentificeerd	48.54	37.52

Bron: Beurs van Brussel

Alhoewel de cijfers hier niet altijd perfect vergelijkbaar zijn⁵ laten zij ontgensprekelijk bepaalde tendensen zien: in Groot-Brittannië valt het grote belang op van de institutionelen terwijl in de meeste landen van Continentaal Europa andere bedrijven vaak aandeelhouder zijn. Dit betekent dat bijna overal beursgenoteerde aandelen zich voor een belangrijk gedeelte in handen van professionelen bevinden maar dat het dominerende type van professionelen niet overal hetzelfde is. Zo bevat Tabel 5 informatie over het relatieve belang van de aandelenportefeuilles van pensioenfondsen.

TABEL 5
*Bezit van genoteerde aandelen door pensioenfondsen in 1993 (in %) en
 totale beheerde middelen in % BNP*

Land	percentage eigendom	beheerde middelen in % BNP
U.S.	28	59.1
V.K.	34.2	79.42
Nederland	13.2	88.53
België	1.3	3.42
Duitsland	1.6	5.81
Denemarken	10.5	20.12

Bron: De Ryck (1996), blz 26 en Tabel 1.

Wanneer deze gegevens naast die uit Tabellen 1 en 3 worden gelegd, lijken de data te wijzen op een positieve samenhang tussen relatieve beurskapitalisatie en het belang van de middelen die door privé-pensioenfondsen in aandelen worden belegd. De relatie met het relatief aantal noteringen lijkt minder duidelijk. Het voorhanden zijnde cijfermateriaal suggereert dus dat een hoge beurskapitalisatie wordt gestimuleerd door de aanwezigheid van belangrijke institutionelen, althans indien deze laatsten de door hen beheerde fondsen naar aandelenbeleggingen laten vloeien. Zo blijkt bijvoorbeeld dat in Groot-Brittannië het overgrote deel van deze middelen naar aandelen gaat; in Nederland daarentegen is dit minder het geval. Wat bij deze 'asset'-allocatie een belangrijke rol zou moeten spelen is het type van pensioenverplichtingen dat door de fondsen wordt opgenomen. Een passend asset-liability-management schrijft voor dat verplichtingen in reële termen goeddeels horen 'gematched' te worden met activa die gecorreleerd zijn met reële groei (dus o.a. aandelen), terwijl verplichtingen in nominale termen vragen om beleggingen met vaste nominale opbrengstvoeten (dus schuldpapier). Zo zou de uitgesproken voorkeur van Britse pensioenfondsen en verzekeraars voor aandelenbeleggingen vooral te maken hebben met de jarenlange hoge Britse inflatie en het gangbaar voorkomen van zogenaamde 'final pay plans'. Andere belangrijke factoren die bij de optimale samenstelling van een fondsenportefeuille een rol spelen zijn de fiscaliteit en de fase waarin het fonds zich bevindt. In het bijzonder kan een 'jong' fonds met vele actieven als participanten meer in reële activa beleggen, terwijl een 'oud' fonds met vele gepensioneerden beter meer vastrentende effecten aanhoudt (De Ryck (1996)).

B. Het belang van 'corporate governance'

Net zoals in andere Continentaal Europese landen wordt België gekenmerkt door een - in vergelijking met de Angelsaksische wereld - besloten beurscultuur waarbij beslissingsmacht wordt geconsolideerd via aandelenbezit. In de Angelsaksische landen daarentegen is het aandeelhouderschap meer verspreid, hebben institutionelen een belangrijke plaats en is er een grotere scheiding tussen aandelenbezit en beslissingsmacht.

Zoals hierboven reeds aangestipt, is het aandeelhouderschap in beursgenoteerde bedrijven in de landen van Tabel 3 dikwijls in belangrijke mate professioneel maar is het type van professionele aandeelhouder echter niet overal hetzelfde. Ook de mate van concentratie in het

aandeelhoudersschap varieert. Zo is in de Angelsaksische wereld het aandeelhoudersschap in beursgenoteerde bedrijven meestal meer verspreid terwijl in Continentaal Europa de eigendomsstructuur dikwijls wordt gekenmerkt door grote concentratie (zie Baums, Buxbaum, Hopt (1994)). Tabellen 6 en 7 illustreren dit laatste verschilpunt.

TABEL 6

Concentratie aandeelhoudersschap in grote beursgenoteerde bedrijven

Angelsaksisch systeem
bv. Verdeling aandeelhoudersschap top 2000 beursgenoteerde bedrijven in Verenigd Koninkrijk

Grootste aandeelhouder	% bedrijven
0 - 3 %	6%
3 - 5 %	30%
5 - 10 %	31%
10 - 15 %	10%
15 - 20 %	4%
20 - 25 %	3%
25 - 50 %	10%
> 50 %	6%

Bron: Franks, J.R. en C. Mayer (1992)

TABEL 7

Concentratie aandeelhoudersschap in grote beursgenoteerde bedrijven

Niet-Angelsaksisch systeem
bv. Verdeling aandeelhoudersschap in 171 beursgenoteerde Duitse bedrijven

A. Bedrijven met een verspreid aandeelhoudersschap *	14.6 %
B. Bedrijven met een grote aandeelhouder, de grootste aandeelhouder zijnde...	85.4%
1. een ander Duits bedrijf	27.5%
2. een verzekeringsmaatschappij	1.8%
3. een trust / een institutionele belegger	12.9%
4. een familiegroep	20.5%
5. een buitenlands bedrijf **	9.9%
6. een bank	5.8%
7. de Duitse staat	1.2%
8. andere Duitse autoriteiten	3.5%
9. een buitenlandse staat	0.0%
10. onbekend	2.3%
Totaal***	100.0%

* een bedrijf heeft een verspreid aandeelhoudersschap als geen enkele aandeelhouder tenminste 25% van het stemgerechtigd kapitaal bezit

** buitenlandse holdings inbegrepen

*** afwijkingen in het totaal zijn te wijten aan afrondingsfouten

Bron: Franks, J.R. en C. Mayer (1992)

In het bijzonder, volgens de metingen van Franks en Mayer (1992) is in het Verenigd Koninkrijk in 67% van de grote beursgenoteerde ondernemingen het aandeelhoudersschap - althans naar Continentaal Europese normen - verspreid. Daarentegen is in meer dan 85% van de grootste Duitse bedrijven het aandeelhoudersschap geconcentreerd. Volgens de vergelijkende evidentie tussen België, Duitsland, Frankrijk, Italië, Zwitserland en Nederland zou het percentage van beursgenoteerde ondernemingen gecontroleerd door grootaandeelhouders het hoogst uitvallen in België (Wymeersch (1997)). Deze concentratie alsook het andere type van grootaandeelhouder (holdings, banken, multinationals, ...), heeft in Continentaal Europa geleid tot een meer besloten beurscultuur. Hierbij wordt het management vaak geëvalueerd door de dominerende groep van eigenaars. Voor deze laatste speelt bovendien het behoud van controleparticipaties dikwijls een belangrijke rol. In de Angelsaksische wereld daarentegen wordt de disciplinering van het management grotendeels gedragen door de externe druk van de kapitaalmarkt, en dit zelfs in toenemende mate, o.a. onder invloed van een belangrijker wordend institutioneel activisme. Dit heeft ook tot gevolg dat in het Angelsaksische systeem, in vergelijking met Continentaal Europa, de beslissingsmacht over bedrijven (en dus ook de verankering ervan), veel minder gebonden is aan het bezit van de aandelen. Interessant is het daarbij op te merken dat internationaal onderzoek van La Porta et al. (1997) erop wijst dat in landen met beperkte juridische bescherming van de aandeelhouders, de beursgenoteerde ondernemingen over het algemeen een geconcentreerde eigendomsstructuur kennen. Geconcentreerd aandeelhoudersschap zou dus een substituut vormen voor onvoldoende beschermingsregels. Deze bevindingen suggereren dat beslissingsverankering zou kunnen gediend worden met het beter beschermen van de aandeelhouders omdat dan, naar het voorbeeld van de Angelsaksische wereld, beslissingsmacht gemakkelijker wordt gescheiden van eigendom. Het streven naar het behoud van controle heeft trouwens belangrijke gevolgen. Zo mag men verwachten dat dit laatste gemakkelijker aanleiding geeft tot een bedrijfspolitiek waarbij de financiering van de groei moet gedragen worden door intern gegenereerde middelen. In bedrijfstakken waarin groei of schaalvergroting belangrijk zijn geeft dit dan vaak aanleiding tot de verkoop van de onderneming aan een overnemer die deze kapitaalbeperking niet kent. België is een typevoorbeeld van dergelijk fenomeen. Zo toont onderzoek van Van Hulle (1997) dat Belgische beursgenoteerde industriële

ondernemingen voor het financieren van hun investeringen typisch moeten wachten op de realisatie van interne cashflow. Bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen die meestal meer naar het Angelsaksische model neigen, komt dit fenomeen niet (statistisch) meetbaar voor. De gevolgen laten zich op termijn voelen: over de periode 1974-1996 kennen de Belgische bedrijven een gemiddelde toename in beurskapitalisatie met 340% terwijl het overeenstemmende cijfer bij hun Nederlandse collega's 700% bedraagt. In termen van de mediaanwaarden⁶ wordt het verschil nog belangrijker: Belgische bedrijven kennen dan een groei met 190 % terwijl de Nederlandse ondernemingen een stijgingspercentage optekenen van 1080 %.

Natuurlijk biedt geconcentreerd aandeelhouderschap ook voordelen. Zo mag men verwachten dat grote aandeelhouders er op toezien dat verspillende projecten aan de kant worden gezet. Immers, in de praktijk gaat een verspreid aandeelhouderschap meestal gepaard met een zwak toezicht op het management vanwege de eigenaars, zodanig zelfs dat na verloop van tijd de raad van bestuur, die normaal in naam van de aandeelhouders toezicht zou dienen uit te oefenen, nogal eens blijkt gedomineerd te worden door het management zelf. Het 'empire building' van heel wat Angelsaksische conglomeraten uit de jaren '60 is een sprekend voorbeeld van het feit dat, zonder het nodige toezicht, het management niet altijd zuinig omspringt met de financiële middelen. Het probleem dat zich echter in de Continentaal Europese praktijk met geconcentreerd aandeelhouderschap kan voordoen zijn belangentegenstellingen tussen kleine en grote aandeelhouders. Zo is de traditie van een 'at arm's length'-relatie tussen moedermaatschappij en beursgenoteerde dochters maar matig ontwikkeld. Bovendien kan het primeren van controleconsideraties goede projecten doen verloren gaan wanneer de grote aandeelhouders de onderneming verplichten haar groei af te stemmen op autofinanciering. Volgens het daarnet aangehaalde onderzoek van La Porta et al (1997) zouden onopgeloste belangentegenstellingen trouwens geconcentreerd aandeelhouderschap stimuleren. Dit betekent niet dat geconcentreerd aandeelhouderschap noodzakelijkerwijs meer nadelen heeft dan voordelen. Wat deze studie in feite aangeeft is dat de onderliggende motieven die tot deze eigendomsstructuur aanleiding geven belangrijk zijn. Slechte beweegredenen zijn bijvoorbeeld onopgeloste belangenconflicten en/of onvoldoend ontwikkelde kapitaalmarkten. Een veel beter motief daarentegen is de zorg voor een beter toezicht op het management en het zuinig omspringen met de cash-

flow. Zo blijkt dat sommige ondernemingen zelfs beter af zijn met een geconcentreerd aandeelhoudersschap. In het bijzonder merkt men op dat in de Verenigde Staten beursgenoteerde ondernemingen met zwakke groeiomogelijkheden maar met veel cash-generatie via een leveraged-buyout overgaan naar een geconcentreerde eigendomsstructuur⁷. Nadat de nodige herstructureringen zijn doorgevoerd herwinnen deze bedrijven na verloop van tijd vaak een meer verspreid aandeelhoudersschap via een herintroductie op de beurs. Wat deze evidentie inhoudt is dat in een dynamische economie het zeer onwaarschijnlijk is dat alle beursgenoteerde ondernemingen te allen tijde op basis van dit toezichtsmotief beter af zijn met een geconcentreerde eigendomsstructuur. Wanneer men dan opmerkt dat in een land (bijna) alle bedrijven zich enkel dit type aandeelhoudersschap aanmeten, geeft dit een indicatie dat aandacht dient besteed te worden aan de onderliggende beweegredenen. Alhoewel in het verleden dit misschien wel het geval is geweest, kan thans met betrekking tot België een onontwikkelde kapitaalmarkt moeilijk als afdoende verklaring worden geaccepteerd voor het veelvuldig vastgestelde blijvend vasthouden aan controleparticipaties in beursgenoteerde ondernemingen. In lijn met de hoger aangehaalde empirische evidentie omtrent investeringsgedrag en groei wijst dit er op dat vragen dienen gesteld te worden omtrent het probleem van belangenconflicten.

C. *Het belang van aandelen(optie)plannen*

In tegenstelling tot de Angelsaksische wereld wordt in België en in andere Continentaal Europese landen weinig gebruik gemaakt van aandelen(optie)plannen.

In België en in andere Continentaal Europese landen wordt, in vergelijking met de Angelsaksische wereld, weinig gebruik gemaakt van aandelen- en aandelenoptieplannen om het personeel te belonen. In de Verenigde Staten maken dergelijke plannen een belangrijk onderdeel uit van een motiverend vergoedingssysteem en vormen zij zelfs het grootste deel van de vergoeding van vele topmanagers van beursgenoteerde bedrijven. Een beursnotering introduceert in principe een objectieve prijs die als signaal ten behoeve van beter bedrijfsbeleid kan worden gebruikt. Zeker bij snelgroeiende ondernemingen is dit zeer belangrijk daar bij dergelijke bedrijven initiële cashflows of initiële verliezen vaak slechte maatstaven zijn voor het succes van de in-

vesteringen. De prijs daarentegen reflecteert de waarde van de verwachte toekomstige inkomsten. Ook bij bedrijven in moeilijkheden of bij startende ondernemingen kunnen deze vergoedingssystemen nuttig worden gebruikt. Een klassiek geworden voorbeeld van een succesvolle toepassing in zo een situatie is de redding van de Amerikaanse automobielfabrikant Chrysler tijdens de eerste helft van de jaren '80. Niemand geloofde nog in de overlevingskansen van dit bedrijf tot Lee Iacocca, een succesvolle manager van Ford, ontslag nam bij Ford en publiekelijk verklaarde dat hij de uitdaging om Chrysler te redden aannam tegen een jaarwedde van slechts één (= 1) dollar. Lee Iacocca ontving echter ook honderdduizenden aandelenopties die hem uiteindelijk enkele miljoenen dollars opleverden nadat de door hem gevoerde strategie met succes werd bekroond. Ook voor Chrysler's personeelsleden in lagere functies hebben aandelenopties toen eveneens geleid tot een attractief aanvullend inkomen. Iets gelijkaardigs is meer recent ook gebeurd bij de personeelsleden van het Belgische Lernout en Hauspie.

Natuurlijk zijn aandelen(optie)plannen en meer in het algemeen prestatiegebonden verloningssystemen geen wondermiddelen. Zij brengen bovendien ook hun eigen problematiek mee (zie bijvoorbeeld Steyaert (1997)). Op passende wijze aangewende aandelen(optie)plannen kunnen echter wel bijdragen tot de concurrentiepositie, tot de motivatie van het personeel, en tot het eigen vermogen van de onderneming. Het gebruik van dergelijke plannen stimuleert ook een beursgang omdat de informatie die in de beurskoers vervat is het wel-slagen van dergelijke vergoedingssystemen helpt te verwezenlijken. Aandelen(optie)plannen dragen dus bij tot een 'democratisering' van het beursgebeuren. Enerzijds dragen zij bij tot een veralgemening van de deelname aan risicokapitaal en, zoals hoger reeds vermeld, mag men verwachten dat zij beursgang stimuleren. Een ongunstige fiscale behandeling heeft in België tot nu toe het gebruik van dergelijke vergoedingssystemen afgeremd. Recentelijk is hieromtrent echter heel wat discussie gerezen en een nieuwe wetgeving die vergoeding onder de vorm van aandelenopties veel gebruiksvriendelijker maakt zal waarschijnlijk in de loop van 1998 in voege treden.

D. *Het belang van 'merchant banks'*

In tegenstelling tot de Angelsaksische landen bestaat er in België en Continentaal Europa geen merchant-banking-cultuur.

In vergelijking met Continentaal Europa grijpen op de Angelsaksische beurzen heel wat grote transacties plaats. Laatstgenoemde markten worden (weliswaar periodisch) rijkelijk overspoeld door beursintroducties, kapitaalverhogingen, overnames, transacties van grote institutionelen, publieke plaatsing van ondernemingsobligaties, Al deze activiteiten worden er begeleid door gespecialiseerde tussenpersonen, de 'investment bankers' of 'merchant bankers'⁸. In schril contrast daarmee staat de relatieve schaarste van dergelijke transacties in Continentaal Europa. Dit is zeker het geval in België. Buiten 1997 dat met 15 verrichtingen (12 op de beurs van Brussel en 3 op Easdaq) een absoluut record neerzet, bedraagt het aantal beursintroducties over de 35 jaar ervoor er amper 39 (37 op de beurs van Brussel en 2 op Easdaq). Bovendien gaan beursgenoteerde ondernemingen niet zo vaak over tot kapitaalverhogingen. Voorts is het belang van institutionele beleggers relatief beperkt en is de markt van de publieke plaatsing van industriële obligaties dat eveneens. Er is dus minder activiteit weggelegd voor 'investment bankers'. Ook langs de kant van de beleggers wordt dikwijls verwezen naar de cultuur van de depositobank waarin spaargeld in de eerste plaats wordt gekanaliseerd naar beleggingsmiddelen met vaste interestvoet, zodanig dat de kleine belegger niet de weg gewezen wordt naar de beurs. Bij deze vaststelling dient men er wel rekening mee te houden dat voor de financiële instellingen het promoten van beursproducten boven rentedragende beleggingen traditioneel niet rendabel is⁹. Bovendien brengt dergelijke promotie ook een commercieel risico met zich mee: tenzij de belegger voldoende gesofisticeerd is om het risico verbonden aan aandelen voldoende in te schatten, zal hij/zij het de bank waarschijnlijk niet in dank afnemen als een door deze instelling aangeprezen belegging ex-post verlieslatend blijkt. Bovendien is, zeker voor een bedrijf met goed voorspelbare winsten, beursgang vaak een substituut voor bankproducten. Dit laatste heeft financiële ondernemingen er dan ook niet toe aangezet bij hun klanten-bedrijven beursgang te promoten. Uiteindelijk wordt het de overheid ook vaak verweten de tendens naar beleggingsinstrumenten met vaste rente nog te hebben gestimuleerd (met het oog op de financiering van de staatsschuld) in plaats van via

pensioenspaarplannen beleggingen in risicodragend kapitaal te hebben gedemocratiseerd. Sinds het midden van de jaren 90 kan het risicokapitaal echter wel van een stijgende aandacht genieten. Een belangrijke impuls gaat hierbij ongetwijfeld uit van de aanhoudende lage rentestand. In plaats van rechtstreeks in aandelen te beleggen nemen Belgische individuele spaarders daarbij echter vaak de omweg van klikfondsen. Zo hebben deze laatsten het sinds hun doorbraak in België klaargespeeld op vier jaar tijd een beheerd kapitaal te verzamelen dat thans reeds oploopt tot ongeveer 75% van de middelen belegd in de vanouds beschikbare aandelenfondsen (Fondsen Tijd (1997)).

E. Het belang van de fiscaliteit

De fiscaliteit remt een open markt voor risicokapitaal af.

Het is bekend dat de fiscaliteit direct het eigen vermogen discrimineert. Dit is een thema dat verder in sectie IV.B. aan bod zal komen. De fiscaliteit remt echter ook beursgang af, en dit via verschillende wegen. Ten eerste is er het klassieke probleem van de successierechten: een informatieve beurskoers licht de fiscus in over de werkelijke marktwaarde van het eigen vermogen van een onderneming en in de praktijk is deze bij beursrijpe bedrijven vaak veel hoger dan de boekhoudkundige waarde. Alhoewel dat er in het patrimoniumbeheer instrumenten zijn ontwikkeld om de fiscale gevolgen hiervan te reduceren blijft dit toch een punt van ongemak. Ten tweede, en waarschijnlijk belangrijker, mag men ook verwachten dat de ingewikkeldheid en de uiteindelijke cumulatie van diverse belastingen bijdragen tot de rentabiliteit van ontwijkingsmechanismen. Dergelijke mechanismen geven niet alleen aanleiding tot een meer gesloten ondernemingscultuur, maar kunnen in de praktijk ook gemakkelijk resulteren in verkeerde beslissingsstructuren binnen de onderneming. Immers bij het opzetten van eigendoms- en beslissingsstructuren wordt de verleiding vaak groot fiscale argumenten te laten voorgaan op de principes van een evenwichtige structurering van beslissingsmacht binnen de onderneming. Ten derde bemoeilijkt de fiscale instabiliteit de fiscale planning. Dit zorgt ervoor dat bedrijven vóór de balansafsluiting soms nog wensen over te gaan tot het boeken van transacties die de verschuldigde belastingen verminderen. Soms kunnen dergelijke boekingen echter aanleiding geven tot grote schommelingen in gerapporteerde winsten en andere posten welke dan niet altijd gemakkelijk uit

te leggen zijn aan het beurspubliek. Ten vierde kan in België - in tegenstelling tot bijvoorbeeld de V.S. waar naast de openbare jaarrekeningen ook fiscale boeken bestaan - de rapportering naar het publiek en naar de fiscus via dezelfde jaarrekeningen leiden tot tegenstrijdige objectieven. Immers vanuit fiscaal standpunt wensen de ondernemingen de belastbare winsten te minimaliseren; de op deze wijze behandelde en gerapporteerde winsten geven echter niet noodzakelijk het meest accuraat de stand van zaken weer in het bedrijf. Al deze moeilijkheden kunnen enkel een houding van 'vivons heureux, vivons cachés' stimuleren.

IV. EEN AANTAL BELANGRIJKE KENMERKEN VAN DE BELGISCHE NIET-BEURSMARKT VOOR RISICODRAGEND KAPITAAL: EEN STAND VAN ZAKEN

A. *Familiale ondernemingen*

De familiale ondernemingsvorm biedt het grote voordeel van een zuinig beheer van de financiële middelen. Het veelvuldig voorkomend gebrek aan professionalisering daarentegen is een fundamentele zwakte.

Zoals voorheen aangestipt in sectie III.B. bestaat de grote kracht van een governance model met een grote aandeelhouder in het sterke toezicht op de leiding en de daarmee gepaard gaande zuinige aanwending van de financiële middelen. Aan dit systeem zijn echter ook nadelen verbonden. Zo kunnen kapitaalbeperkingen zorgen voor een afremming van de groei en kan een gebrekkige diversificatie van het familievermogen daarenboven aanleiding geven tot te conservatieve investeringsbeslissingen, vooral in de maturiteitsfase van het bedrijf. Bij niet-beursgenoteerde familiale ondernemingen wordt bovendien ook vaak gewezen op het gebrek aan professionalisering (zie bijvoorbeeld de Financieel Economische Tijd (1997b)). In het bijzonder wordt al eens alleen (of met sterke voorkeur) gevist in de beperkte vijver van het familiale management- en bestuurderstalent. Dit laatste heeft te maken met o.m.:

- *mentaliteit*: familierelaties worden onnodig verbonden met de professionele levenssfeer;
- *belastingontwijking*: circuits kunnen gemakkelijker worden onderhouden in afwezigheid van een externe manager;

– *beheersingsproblemen*: minder gekwalificeerde familieleden kunnen op termijn moeilijkheden ondervinden in het blijvend onder controle houden van een beter gekwalificeerde manager, zeker wanneer de ondernemingsactiviteiten makkelijk kopieerbaar of transfereerbaar zijn¹⁰.

Bij een sterke interne afwijzing van professionalisering kan verkoop van de onderneming dan ook de snelste en soms ook de enige weg naar professionalisering zijn alsook de beste oplossing voor het instandhouden van het familiefortuin¹¹. Dit gebrek aan professionalisering kan bovendien ook een efficiënte regeling van de opvolging doorkruisen. Indien dat het geval is kunnen, in vergelijking met beursgenoteerde ondernemingen, wegens de afwezigheid van het toezicht en de transparantie die met een beursnotering gepaard gaat, de belangentegenstellingen tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders of coalities van aandeelhouders zeer belangrijke proporties aannemen, zeker bij vervlechting van managementtaken en bestuurdersfuncties.

Uiteraard verminderen bovengenoemde zwakheden wanneer de onderneming groeit, alsook na een beursnotering. Echter ook bij vele Belgische beursgenoteerde ondernemingen blijft nog een restant van de familiale tradities aanwezig (Daems en de Weyer (1993)). Men mag verwachten dat dit dan ook aanleiding kan geven tot een, in verhouding tot de Angelsaksische wereld, minder ver doorgedreven professionalisering, die zich het gemakkelijkst laat gevoelen op het niveau van de samenstelling van de raad van bestuur.

Natuurlijk worstelen niet alle Belgische familiale ondernemingen met een gebrek aan professionalisering. Het is echter wel een probleem dat vaak voorkomt en op termijn het blijvend succes van het bedrijf hypothekeert. Naar de toekomst toe tekenen zich momenteel echter hoopgevende evoluties af. Zo stijgt de traditioneel lagere graad van tewerkstelling van universitair afgestudeerden bij KMO's wat wijst op een toenemende professionalisering. Bovendien zorgen de recente succesverhalen en de hoge gerealiseerde uitstapwaarden bij beursgang ervoor dat ook bij traditionele ondernemingen de interesse stijgt voor het openstellen van het aandelenkapitaal voor derden-investeringsfirma's, en dit met het oog op een toekomstige beursintroductie.

B. *Het belang van de fiscaliteit*

De fiscaliteit discrimineert tegen het eigen vermogen.

Het feit dat de Belgische fiscaliteit discrimineert tegen het eigen vermogen is goed gekend. Wegens het selectief aftrekbaar maken van de vergoeding voor één soort financiering (met name schulden) in de vennootschapsbelasting, discrimineert men natuurlijk de andere wijze van financiering (met name eigen middelen). Wat meestal minder wordt benadrukt is het feit dat niet enkel de vennootschapsbelasting bepaalt hoe sterk de hogergenoemde discriminatie zal doorwegen. Dit laatste wordt gedetermineerd door de wisselwerking tussen de personenbelasting en de vennootschapsbelasting. Immers, de uiteindelijke ontvangers van zowel het vennootschapsinkomen als van het personeninkomen zijn natuurlijke personen; vennootschapsbelasting kan op die manier dan ook beschouwd worden als een onrechtstreekse vorm van personenbelasting. Daarom is een vergelijking van de hoogte van de vennootschapsbelastingvoeten (en eventueel mogelijke aftrekposten) over verschillende landen niet voldoende om een goede indicatie te krijgen omtrent de mate waarin in deze landen schuldfinanciering wordt bevoordeeld.

Het volgende voorbeeld illustreert dat de personenbelasting op dividendinkomen en zeker de personenbelasting op interestinkomen in belangrijke mate de voordelen van schuldfinanciering mee bepalen. Stel dat een ondernemer over BEF 100 miljoen beschikt en met dit geld een project wenst uit te voeren. Veronderstel dat wanneer dit project volledig met eigen middelen gefinancierd wordt de jaarlijkse nettowinst voor belastingen oploopt tot gemiddeld BEF 30 miljoen. De Belgische vennootschapsbelasting hierop bedraagt 39 %¹². De eigenaar houdt dan jaarlijks over:

winst voor belastingen:	BEF 30 miljoen
- vennootschapsbelasting:	BEF 11.7 miljoen
winst na belastingen:	BEF 18.3 miljoen
- roerende voorheffing	
op dividenden (25%):	BEF 4.575 miljoen
totale netto-inkomst:	BEF 13.725 miljoen

Deze ondernemer kan ook anders te werk gaan. In plaats van alles met eigen middelen te financieren zou hij/zij een ondernemingskre-

diet kunnen aangaan van BEF 100 miljoen. De BEF 100 miljoen van zijn/haar kapitaal die hij/zij also niet in het bedrijf dient te investeren belegt hij/zij in een rentedragend actief. In de praktijk zijn voor de hier beschouwde bedragen heel wat mogelijkheden voorhanden om het verschil tussen de ontleen- en beleggingsrentevoeten tot een minimum te beperken. Veronderstel dat de rente op de ondernemingslening 6.5 % bedraagt, terwijl de belegging een brutorendement van 6 % levert. Met dit tweede schema realiseert de ondernemer na belastingen netto:

inkomsten uit aandelen:	
winst voor interesten:	BEF 30 miljoen
- interesten:	BEF 6.5 miljoen
- vennootschapsbelasting:	BEF 9.165 miljoen
<hr/>	
winst na belastingen:	BEF 14.335 miljoen
- roerende voorheffing op dividenden (25%):	BEF 3.584 miljoen
<hr/>	
totale netto-inkomst:	BEF 10.751 miljoen
inkomsten uit rentedragend actief:	
rente:	BEF 6 miljoen
- roerende voorheffing (15%):	BEF 0.9 miljoen
<hr/>	
netto-inkomst:	BEF 5.1 miljoen
totale netto-inkomst:	BEF (10.751 + 5.1) miljoen = BEF 15.851 miljoen

Jaarlijks wint de eigenaar via het tweede schema dus netto BEF (15.851 - 13.725) miljoen = BEF 2.126 miljoen of meer dan 2 procent per jaar op de ingezette middelen. Het is duidelijk dat deze ondernemer er alle belang bij heeft zoveel mogelijk eigen vermogen uit de kapitaalstructuur van het bedrijf te weren. Want niet alleen laat de schuldfinanciering hem/haar toe belastingen te besparen, maar bovendien maakt deze financieringswijze het mogelijk op een fiscaal gunstige manier meer liquiditeiten uit het bedrijf te halen. Tenslotte kan er ook op worden gewezen dat indien de eigenaar zou kunnen genieten van het verminderde tarief van 15% op de ontvangen dividenden,

het schema met de schulden een voordeel blijft leveren en dit ten bedrage van BEF $[(14.335 \times (1-0.15) + 5.1) - 18.3 \times (1-0.15)]$ miljoen = BEF (17.285 - 15.555) miljoen = BEF 1.73 miljoen¹³.

Het spreekt voor zich dat beursgang, bedoeld om bijkomend aandelenkapitaal aan te trekken, niet wordt gestimuleerd door de fiscale discriminatie ten voordele van schulden.

C. Het belang van venture-kapitaal

In België alsook in andere landen van Europa (inclusief Groot-Brittannië) is het venture-kapitaal voornamelijk gericht op het financieren van bedrijven in de maturiteitsfase. In de Verenigde Staten worden meer ondernemingen in de opstartfase gefinancierd.

In het voorgaande is de aandacht voornamelijk gegaan naar het dynamiseren van risicokapitaal via de beurs. De beurs is in dit proces een belangrijk mechanisme omdat het een soepele in- maar ook uitstapmogelijkheid levert (het is vanzelfsprekend dat de afwezigheid van dergelijke uitstapmogelijkheid ook initieel het instappen afremt). De recente nieuwe initiatieven tot het aanzwengelen van beursgang vormen dan ook een pluspunt. Traditioneel kampt het venture-kapitaal in Europa echter ook met schaalproblemen: het evalueren en opvolgen van high-tech en vernieuwende projecten vergt veel inspanning, en dikwijls kan de kostprijs hiervan maar op een voor de venture-firma leefbaar niveau worden gehouden door specialisatie. Hiervoor zijn tot nu toe de Europese markten echter te klein gebleken. Vermoedelijk daardoor vinden Ooghe, Manigart en Fassin (1991) dat Europese venture-fondsen, in tegenstelling tot de Amerikaanse, weinig investeren in beginnende bedrijven maar zich eerder concentreren op ondernemingen in de maturiteitsfase. Bij een beperktere groei, wat vele van deze laatstgenoemde ondernemingen kenmerkt, kan dan na verloop van tijd de venture-firma worden uitgekocht. Daardoor daalt ook de nood aan een beursintroductie als uitstapmogelijkheid. Dit patroon wordt ook bevestigd in het type van bedrijven dat de laatste twintig jaar uiteindelijk de weg naar de beurs heeft gevonden. Zo zijn, in vergelijking met deze in de Verenigde Staten, de op de beurs gebrachte ondernemingen in België merkkelijk ouder: de mediaanleeftijd van de Belgische beursintroducties sinds het begin van de jaren '80 is 19 (Van Hulle, Casselman en Imam (1993)), terwijl deze in de Verenigde Staten volgens een onderzoek van Ritter (1991) amper 6 jaar zou

bedragen. Ook in Frankrijk (Leleux (1993)), Duitsland (Goergen (1996)), Nederland (Munsters en Tourani Rad (1996)) en Italië (Pagano, Panetta en Zingales (1996)) zijn de ondernemingen op het ogenblik van hun beursgang naar Amerikaanse maatstaven reeds oud. Bovendien bestaat er tussen de Verenigde Staten en Continentaal Europa ook een verschil in het type van bedrijven dat naar de beurs gaat. In de Verenigde Staten zijn het veelal snelgroeiende ondernemingen die kapitaalsverhogingen doen, terwijl dat in Continentaal Europa minder sterk aanwezig is. Dit verschil in type ondernemingen komt eveneens tot uiting in het soort emissie - primair of secundair - bij de beursgang. Zo voert bij een primaire emissie het bedrijf een kapitaalsverhoging uit, verkoopt het de nieuwe aandelen aan het publiek en ontvangt het vervolgens de verkoopopbrengst; bij een secundaire emissie daarentegen grijpt geen kapitaalsverhoging plaats maar verkopen de bestaande aandeelhouders een deel van hun aandelen aan het publiek. In het bijzonder blijken in België de meeste introducties te gebeuren aan de hand van een secundaire publieke emissie (Van Hulle, Casselman en Imam (1993)), terwijl in de Verenigde Staten de meeste emissies ofwel primair ofwel gemengd primair-secundair zijn (Prashad (1993)). Het Angelsaksische Groot-Brittannië lijkt inzake venturekapitaal kenmerken te hebben van zowel de V.S. als van Continentaal Europa. Alhoewel 'seed'-financiering er eveneens beperkt is, is de venture-markt er veel groter en actiever dan in de landen van Continentaal Europa. Hierbij gaat veel van het geld naar buy-outs (Ooghe, Manigart en Fassin (1991)), maar ook naar jonge en snelgroeiende bedrijven met nood aan bijkomende liquiditeiten (Goergen (1996)).

Thans zijn er hoopgevende tekenen dat de Europese (Belgische) markt voor venturekapitaal zich begint te ontwikkelen. Zo groeit in België bijvoorbeeld het aantal high-tech bedrijven. Bovendien blijkt dat wat voor een paar jaar nog voor onmogelijk werd gehouden door financiële specialisten, namelijk de beursintroductie van hoogtechnologische ondernemingen op de Belgische kapitaalmarkt, reeds meerdere malen vlekkeloos is verlopen. Tot slot, zoals hoger reeds vermeld, zorgen de huidige voordelige uitstapmogelijkheden bij beursgang ervoor dat ook bij traditionele bedrijven de interesse stijgt voor het openstellen van het aandelenkapitaal voor derden-investeringsfirma's, met het oog op een toekomstige beursintroductie. Alhoewel dergelijke participaties natuurlijk geen 'venture-funding' betreffen, helpen zij toch volume te brengen in de markt van professionele risicokapitaalverschaffing. Dit laatste helpt de schaalproblemen waar-

mee de sector traditioneel te kampen heeft toch wat te remediëren. Ook groeiende internationale samenwerkingsverbanden tussen venture-kapitaalfirma's dragen hun steentje bij.

V. KANSEN EN UITDAGINGEN VOOR DE BELGISCHE RISICOKAPITAALMARKT

Uit het voorgaande kunnen een aantal elementen worden gedestilleerd die de dynamiek van de markt voor risicokapitaal waarschijnlijk mee bepalen. Tevens dienen zich in het oplossen van deze problematiek belangrijke nieuwe kansen aan.

A. *Omtrent 'governance' en de markt van institutionelen en tussenpersonen*

Voorgaand cijfermateriaal en argumentaties suggereren dat in België bijzondere aandacht dient besteed te worden aan de onderliggende oorzaken van de hoge eigendomsconcentratie bij beursgenoteerde ondernemingen. De beschikbare evidentie wijst in de richting van het bestaan van belangenconflicten. Alhoewel het niet mogelijk is precies te bepalen in welke mate dat dergelijke problemen de hang naar controle verklaren, is het duidelijk dat meer werk zou moeten worden gemaakt van een oplossing. Zo zijn inspanningen zoals die van de commissie Cardon omtrent het opleggen van minimale governance vereisten voor beursgenoteerde ondernemingen dan ook nuttig. De interesse voor de governanceproblematiek komt trouwens op een cruciaal ogenblik van tegelijkertijd immense kansen maar ook grote uitdagingen.

Wat betreft de kansen zorgt de aanhoudende lage rentestand ervoor dat vele beleggers die traditioneel enkel in interestdragende producten beleggen door het ontbreken van een valabel alternatief ook diversifiëren naar risicodragend kapitaal. Alhoewel deze toegenomen interesse vanwege de kleine beleggers door professionelen al eens meewarig wordt onthaald, ondersteunt dit fenomeen op een cruciaal ogenblik de kansen op verandering. Deze interesse draagt er immers toe bij de problematiek van governance in de publieke belangstelling te brengen. Op zijn beurt stimuleert dit het institutioneel activisme. Zo wordt het onder druk van de concurrentie ook in België gangbaar dat institutionelen gespecialiseerde firma's aanzoeken om de governancepraktijken van de ondernemingen waarin eerstgenoemden par-

ticiperen op te volgen. Ook ziet het er niet naar uit dat in de huidige omstandigheden van lage inflatie, hoge werkloosheid, snelle technologische verbeteringen, internationale concurrentie op de productmarkten, nog altijd hoge overheidsschulden en matige groei, in het niveau van de interestvoeten zodanige veranderingen zullen komen dat TINA (= There Is No Alternative) op korte termijn terug uit de beleggerswereld zal vertrekken. Een bijkomend en meer trendmatig fenomeen dat de publieke interesse voor beleggingen in aandelen hoogstwaarschijnlijk zal doen aanzwengelen is de pensioenproblematiek. Ervaring uit het buitenland leert dat wanneer dergelijk sparen niet op individuele maar op een georganiseerde wijze gebeurt via fondsen, dit gemakkelijk aanleiding geeft tot beleggingen in risicokapitaal. Een bijkomende factor die de Belgische kapitaalmarkt en in het bijzonder het denken omtrent governance in een stroomversnelling kan brengen is de internationalisering van de portefeuilles van Angelsaksische en dan voornamelijk Amerikaanse pensioenfondsen. Deze laatsten zijn verplicht te stemmen op de algemene vergadering van de ondernemingen waarin zij participeren. Een gangbare eis is dat de toegepaste governancepraktijken aan voldoende (lees Angelsaksische) normen voldoen. Het voorbeeld van Zweden toont dat een belangrijke influx van dergelijke institutionelen op enkele jaren tijd revolutionaire veranderingen kan teweegbrengen. Zo hebben bedrijven er sinds het begin van de jaren 90 in belangrijke mate hun governancestelsel in de Angelsaksische richting aangepast. Ook de eigendomsconcentratie blijkt er significant af te nemen en de voorheen gangbare premies in de beursprijs van aandelen met meervoudig stemrecht zijn bijna volledig verdwenen.

In het algemeen mag men verwachten dat institutionelen een steeds belangrijkere plaats zullen innemen op de Belgische markt voor risicokapitaal en dit omdat zij op een efficiënte wijze groeiende noden opvangen. Immers zoals in sectie II geargumenteed zorgen groeiende risico's voor de behoefte deze beter uit te smeren over een grotere basis. Ook moeten snelgroeiende ondernemingen met vaak zeer ingewikkelde producten op een vlotte wijze bijkomende middelen kunnen ophalen. Traditioneel hebben bij ons holdingmaatschappijen deze functies vervuld. In het bijzonder behoren naast het verstrekken van fiscale know-how en het opnemen van coördinatietaken, het realiseren van diversificatie voor de beleggers, het uitoefenen van toezicht op de bedrijven waarin wordt geparticipeerd alsook het voorzien van bijkomende financiering tot het klassieke werkgebied van holdings.

Institutionelen winnen echter aan terrein omdat zij goed geplaatst zijn om sommige van hogergenoemde taken op een zeer efficiënte wijze te vervullen. Zo zijn zij beter geplaatst om zeer professionele technieken van diversificatie op de schoot van de kleine belegger te brengen. De grote omvang van sommige buitenlandse pensioenfondsen getuigt van de structurele mogelijkheden waarover deze organisaties beschikken om grote kapitalen samen te brengen. Het stijgende activisme tenslotte wijst erop dat deze instellingen ook een toezichtsrol naar zich toehalen.

Niet alleen langs de kant van de beleggers zorgen de lage rentevoeten voor meer aandacht voor de beurs. Dit geldt evenzeer voor de aanbieders-bedrijven. Deze worden aangetrokken door de hoge prijzen waartegen aandelen bij een lage rentestand op de markt kunnen worden aangeboden. Tijdens de overnamestrijd om de Generale Maatschappij sprak André Leysen ooit de gevleugelde woorden: "niets is bestand tegen een hoge prijs". De stijgende interesse voor beursgang bij steeds meer ondernemingen wijst erop dat een voordelige prijs ook de spreekwoordelijke aversie van KMO's voor 'pottenkijkers' helpt te overwinnen.

Naast nieuwe kansen zijn in de huidige evoluties echter ook belangrijke uitdagingen besloten. Zoals in de inleiding aangehaald zorgen veranderingen in de omgeving voor nieuwe investeringsopportunititeiten terwijl andere activiteiten zich verplaatsen naar het buitenland. Ook op het niveau van beleggersgeld is de kans reëel dat in de toekomst verscherpte delocalisatiefenomenen zullen zorgen voor nieuwe uitdagingen. Immers, alhoewel reeds heel wat jaren wereldwijd de kapitaalmarkten meer integreren, heeft de zogenaamde 'home bias', zeker voor wat betreft het risicokapitaal, voor een blijvende voorkeur voor beleggingen in het eigen land gezorgd. Men mag verwachten dat met de komst van de Euro en het populariseren van het gebruik van de informatiesnelweg deze 'home bias' zal vervagen. Dit vervagingsfenomeen bevindt zich trouwens reeds in een stroomversnelling. Zo heeft het beleggingsadvies binnen sommige grote financiële instellingen op het niveau van de Euro-zone nu reeds de stap gemaakt van een organisatie per land naar een organisatie per sector; andere instellingen bereiden zich op deze overstap voor. Dit laatste brengt natuurlijk additionele kansen mee om buitenlands kapitaal aan te trekken, maar plaatst tegelijkertijd de Belgische financiële markten voor de uitdaging van een internationale uitzwerming van Belgisch beleggersgeld.

B. Omtrent het betrekken van een groter publiek bij het risicokapitaal

De hoger aangehaalde aandelen(optie)plannen en vooral het pensioensparen hebben, althans in de Angelsaksische wereld, het grote publiek (onrechtstreeks) structureel meer betrokken bij het risicokapitaal. Ook werknemersparticipaties kunnen bijdragen tot een grotere bewustwording van het feit dat iedereen zelf dient bij te dragen voor de opbouw van zijn/haar eigen welvaart. Dit laatste past trouwens in de in sectie II.B aangehaalde algemene trend van stijgende nood aan creativiteit vanwege het personeel alsook van het vervagen van scheiding tussen leiding en uitvoering. In tegenstelling tot aandelenoptieplannen dient in België het debat over werknemersparticipaties nog te beginnen. De hoger besproken ontwikkelingen zullen er echter voor zorgen dat deze discussie op termijn niet blijvend ontweken kan worden.

C. Omtrent de rol van de fiscaliteit

Op lange termijn is het risicokapitaal meest gebaat met een eenvoudig, niet-discriminerend en stabiel fiscaal stelsel dat inspanningen kanaliseert naar productieve activiteiten in plaats van naar ontwijkingsmechanismen. Zeker wat dit laatste betreft is de onrechtstreekse impact belangrijk en vaak onvoldoende onderkend: zoals in voorgaande secties geargumenteed werken ontwijkingsmechanismen het ontstaan van scheve beslissingsstructuren binnen ondernemingen in de hand, wat op termijn zowel de professionalisering als de groei afremt. Alhoewel de logica van de voorgaande aanbevelingen voor de hand ligt en bovendien reeds vaak naar voren is gebracht, kan hier alleen worden vastgesteld dat verbeteringen in de praktijk blijkbaar moeilijk zijn door te voeren.

VI. BESLUIT

Klassiek geven Belgische ondernemingen vaak de voorkeur aan schulden boven financiering met eigen middelen. De stelling van dit artikel is dat in de toekomst het aandelenkapitaal en de uitgifte ervan een belangrijkere plaats zal toegewezen krijgen en dit wegens stijgende risico's, de financiering van een in belang toenemend segment van groeiende bedrijven en veranderende organisatievormen. Hierdoor verhoogt de nood aan een dynamische markt die toelaat snel geld aan te trekken en de risico's op een efficiënte wijze over meer marktparti-

cipanten te spreiden. Deze ontwikkelingen zullen aan de bedrijven nieuwe spelregels opleggen: meer professionaliteit in het ondernemingsbestuur en een grotere transparantie. Aan de vooravond van het invoeren van de Euro liggen de kansen op een snelle ontwikkeling van de Belgische risicokapitaalmarkt echter zeer gunstig. Een stijgend aantal snelgroeiende ondernemingen realiseert de stap naar professionalisering terwijl in meer traditionele KMO's de competitiestrijd noopt tot het bijstellen van de visie. Daarnaast versterken de hoge beurskoersen de aantrekkelijkheid van het openstellen van het aandeelhouderschap. Langs de kant van de beleggers stimuleert het ontbreken van een valabel alternatief dan weer de interesse voor aandelen. Bovendien mag men verwachten dat in navolging van de Angelsaksische landen ook in België oplossingen voor de pensioenproblematiek structureel aandelenbeleggingen zullen ondersteunen. Tegelijkertijd zorgt het groeiend aantal institutionelen ervoor dat de kleine beleggers via deelname aan institutionele portefeuilles op een efficiënte wijze gebruik kunnen maken van professionele technieken van risicobeheersing. Een optimaal gebruik van voorgaande kansen veronderstelt echter dat een aantal hangende problematieken beter worden uitgeklaard. In het bijzonder zou meer aandacht moeten besteed worden aan de oplossing van belangenconflicten bij beursgenoteerde ondernemingen. Daarbij dient men er zich ook bewust van te zijn dat het debat omtrent werknemersparticipaties niet blijvend uit de weg kan worden gegaan. Tenslotte is het goed te beseffen dat het fiscale systeem, naast het discrimineren van het eigen vermogen, ook een hypothek legt op de professionalisering en de groei van vele bedrijven.

NOTEN

1. Dit fenomeen van meer snelgroeiers in Europa is recentelijk nog aangehaald in *Business Week* (1996).
2. Natuurlijk kan er ook know-how stromen van de koper naar het overgenomen bedrijf.
3. Dat het niet eenvoudig is na een overname beslissingsautonomie bij een goed functionerende dochteronderneming met een kennisvoorsprong weg te nemen wordt geïllustreerd door de ervaringen van Continentaal Europese bankiers na de overname van een financiële instelling in de Londense City. Zo ondervonden meerdere Duitse banken dat het "stroomlijnen" van de operaties in een succesvolle Londense dochteronderneming tot grote spanningen leidde. Enkele Nederlandse bankiers die daarentegen minder goed draaiende instellingen overnamen ondervonden hierbij veel minder moeilijkheden (zie *Financieel Economische Tijd* (1997)). Het spreekt natuurlijk voor zich dat altijd een deel van de beslissingsmacht zal worden overgeheveld.
4. Als alternatieve (misschien betere) maatstaf zou men de kapitalisatie van de beursintroducties ten opzichte van het bruto nationaal product kunnen beschouwen. Gegevens over beurskapitalisatie van introducties is echter niet voor alle hier beschouwde landen in de FIBV statistieken.

5. Voornamelijk met de gegevens van Tabel 3 dient voorzichtig te worden omgesprongen, o.a. omdat de rapporteringsverplichtingen niet dezelfde zijn in alle beschouwde landen (zie Federation of Stock Exchanges in the European Community (1993)). Met betrekking tot Tabel 3 moet ook nog opgemerkt dat voor België, in tegenstelling tot de andere landen, de meting van de aandeelhoudersstructuur niet altijd gebaseerd is op marktwaarden maar soms ook op boekwaarden. De aandeelhoudersstructuren van Tabel 4 daarentegen zijn gebaseerd op marktwaarden.
6. Mediaan = 50% van de waarnemingen zijn kleiner.
7. Bij een management-buyout koopt het zittende management de aandeelhouders uit. Dikwijls gaat dit gepaard met zware schuldfinanciering. In dit laatste geval wordt de transactie een leveraged-buyout genoemd.
8. Zij zijn ontstaan na de grote depressie van de jaren 30, na nieuwe reglementeringen die een scheiding tussen depositobankactiviteit en beurstransacties oplegden. In plaats van Angelsaksische "merchant bankers" zijn in België onder invloed van gelijkaardige reglementeringen holdings tot stand gekomen.
9. Met de thans populaire klikfondsen lijkt hierin wel verandering te komen.
10. Zo wordt bijvoorbeeld al eens gevreesd dat deze bekwame medewerker "de stiel komt leren" om na verloop van tijd met de opgebouwde know-how zelf een concurrerende zaak te starten of naar de concurrentie te vertrekken.
11. De afwijzing van professionalisering bij ondernemingen die met dergelijke professionalisering gediend zouden zijn is een voorbeeld van de hoger aangehaalde kortetermijnvisie die soms in organisaties heerst.
12. Voor de eenvoud is geen rekening gehouden met de opcentiemen. Deze zijn niet belangrijk genoeg om het uiteindelijke besluit te beïnvloeden.
13. Volgens de informatie in de in Bijlage 1 bijgevoegde vergelijkende tabel (afkomstig uit de Financieel Economische Tijd) behoort België tot de landen die het eigen vermogen tamelijk sterk discrimineren. Een grondige vergelijking veronderstelt evenwel dat andere elementen zoals aftrekposten en verschillen in boekhoudkundige regels ook in rekening worden gebracht.

REFERENTIES

- Baker G. en C. Montgomery, 1994, Conglomerates and LBO Associations: a Comparison of Organisational Forms, (Mimeo Harvard Business School).
- Baums, R. Buxbaum, K. Hopt, eds, 1994, Institutional Investors and Corporate Governance, (de Gruyter, Berlin).
- Beaver, W., R. Lamber en D. Morse, 1980, The Information Content of Security Prices, *Journal of Accounting and Economics*, maart, 3-28.
- Bhide, A., 1994, Efficient Markets, Deficient Governance, *Harvard Business Review*, nov-dec.
- Chan, S., J. Martin en J. Kensinger, 1990, Corporate Research and Development Expenditures and Share Value, *Journal of Financial Economics* 26, 255-276;
- Daems, H. en P. Van De Weyer, 1993, Buitenlandse invloed in België. De gevolgen voor strategische beslissingsmacht, (Lannoo/Koning Boudewijnstichting).
- DeAngelo, H., L. DeAngelo en E. Rice, 1984, Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, *Journal of Law and Economics*, oktober, 367-401.
- De Keuleneer, E., 1994, Levert een beursnotering in België voldoende voordelen op?, *Bank- en Financieuzen*, 9-10, 531-535.
- De Ryck, K., 1996, European Pension Funds. Their Impact on European Capital Markets and Competitiveness, (European federation for retirement provision, Brussel).
- Edmondson, G., 1996, 2-for-1 Time for Europe's Startups, *Business Week*, 15 juli.
- Fassin, Y., 1993, Beursintroducties en tweede markten in Europa, *Bank- en Financieuzen*, 7, 383-390.
- Federation of Stock Exchanges in the European Community, 1993, Share Ownership Structures in Europe.
- FIBV-statistieken, 1993, 1994, 1995, 1996.

- Financieel Economische Tijd, 1997, Vlaamse familiebedrijven hebben behoefte aan professionalisering. Herman Daems zet succesfactoren van Vlaamse groepen op een rijtje, 4 december, blz 15.
- Financieel Economische Tijd, 1997, Wat doe ik met mijn bank in de City? Nederlandse banken hebben vlekkeloze relatie met hun dochters in de City, Duitse kennen problemen, 3 april, blz 13.
- Financieel Economische Tijd, 1996, Corporate Governance: het onbehagen voorbij, 19 oktober, blz 8-9.
- Financieel Economische Tijd, 1996, Vermogen van Belgische levens- en pensioenverzekeraars stijgt met 41 procent. Verzekeraars investeren minder in risikokapitaal dan buitenlandse collega's; 6 augustus, blz 5.
- Financieel Economische Tijd, 1996, Het doodgezwegen debat rond een Europese kapitaalbelasting. Fiscale verschillen bedreigen budgettaire en monetaire convergentie, 21 september, blz 4.
- Fondsen Tijd, 1997, Beleggingsfondsen, oorsprong en groei, 17 juni.
- Franks, J. en C. Mayer, 1992, Corporate Control: a Synthesis of the International Evidence, discussion paper, (London Business School).
- Gilson, K. en R. Kraakman, 1994, Investment Companies as Guardian Shareholders: the Place of the MSIC in the Corporate Governance Debate, in Baums, T., R. Buxbaum, K. Hopt, eds, Institutional Investors and Corporate Governance, (de Gruyter, Berlin).
- Goergen, M., 1996, The Transfer of Control in British and German IPO's, Mimeo, (Keble College, Oxford).
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, juli, 3, 1131-1150.
- Leleux, B., 1993, Venture Capital and Corporate Monitoring: Evidence from the French Initial Public Offerings Market, Mimeo, (INSEAD).
- McConnell, J. en C. Muscarella, 1985, Capital Expenditure Decisions and Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- Munsters, J. en A. Tourani Rad, 1996, Beursintroducties in Nederland, *Tijdschrift voor Economie en Management* XLI, 1, 53-77.
- Ooghe, H., S. Manigart en Y. Fassin, 1991, Venture Capital Industry, *Journal of Business Venturing*, 6, 381-404.
- Pagano, M., F. Panetta en L. Zingales, 1996, Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, (Centre for Economic Policy Research, London).
- Prashad, D., 1993, Is Underpricing Greater for Mixed Offerings as Compared to Pure Offerings in the OTC Market?, *Journal of Financial and Strategic Decisions*.
- Ritter, J., 1984, The Hot Issue Market of 1980, *Journal of Business*, 57, 215-240.
- Ritter, J., 1991, The Long Runperformance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, 46, 2-27.
- Roe, M., 1994, Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance, (Princeton University Press).
- Schmidt, H., 1996, Structuring Capital Markets for Small Company External Equity Financing, Suerf papers on Monetary policy and financial markets, 20, (Tilburg).
- Steyaert, S., 1997, Kwaliteitszorg in de Belgische grootbanken: Kanttekeningen bij een noodzakelijke evolutie, *Bank- en Financiewezen*, november, 9, 614-620.
- Van Hulle, C., M. Casselman en M. Imam, 1993, Initial Public Offerings in Belgium. Theory and Evidence, *Tijdschrift voor Economie en Management* XXXVIII, 4, 385-423.
- Van Hulle, C., 1994, Beursgang in België: voor iedereen even moeilijk?, *Bank- en Financiewezen*, 9-10, 558-569.
- Van Hulle, C., 1996, Corporate Governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie, *Tijdschrift voor Economie en Management* XLI, 1, 81-129.
- Van Hulle, C., 1997, Is het systeem van Corporate Governance belangrijk? Op zoek naar de impact van verschillen in modellen, referaat voor het Drieëntwintigste Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, (Leuven).

Wymeersch, E., 1997, Corporate Governance: waarheen?, *Bank- en Financieuzen*, november, 9, 602-606.

BIJLAGE I

Belastingstarieven in enkele Europese landen

	RV op rente-inkomsten (%)	RV op dividenden (%)	Totale fiscale behandeling	Meldingsplicht banken
België	15,00	25,00	Definitieve belasting	Neen
Duitsland	32,25	26,90	Aangifte in inkomstenbelasting	Neen
Frankrijk	19,9	25,00	Definitieve belasting voor rente-inkomsten	Wanneer geen RV is afgehouden
Luxemburg	0,00	15,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Neen
Oostenrijk	22,00	25,00	Definitieve belasting	Neen
Denemarken	0,00	25,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Ja
Spanje	25,00	25,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Neen
Finland	28,00	25,00	Definitieve belasting	Ja
Griekenland	15,00	0,00	Definitieve belasting	Neen
Ierland	27,00	0,00	Definitieve belasting	Neen
Italië	12,50	32,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Neen
Nederland	0,00	25,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Ja
Portugal	25,00	12,50	Definitieve belasting	Neen
VK	20,00	0,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Neen
Zweden	0,00	30,00	Aangifte in inkomstenbelasting (vast tarief 30%)	Ja
VS	0,00	30,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Ja
Japan	20,00	20,00	Definitieve belasting	Neen
Zwitserland	35,00	35,00	Aangifte in inkomstenbelasting	Neen

Bron: Europese Commissie, IBFD (uit de Financieel Economische Tijd)